Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al presentarse el Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-2029

Consejeros: Alfonso Capurro, Eduardo Fernández Arias y Jorge Roldós

Secretario Ejecutivo: Ignacio Umpiérrez

11 de setiembre de 2025

Resumen ejecutivo

En cumplimiento de sus atribuciones definidas en el decreto 315/021 que regula la ley N° 19.889, el CFA concluyó que el cálculo del Resultado Fiscal Estructural (RFE) del Gobierno Central-BPS (GC-BPS) para el período 2025-2029 realizado por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) se ajustó a la metodología vigente.

Este informe se enmarca en la presentación del Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-2029 por parte del Poder Ejecutivo luego de la progresiva consolidación en el debate público de la regla e institucionalidad fiscal creadas en 2020. El Ministerio de Economía y Finanzas incorporó en los artículos 664 a 676 del mencionado proyecto una serie de propuestas de modificaciones al diseño del marco fiscal vigente recogiendo lecciones aprendidas, tanto virtudes como desafíos y oportunidades de mejora.

El CFA valora la adopción de la nueva regla fiscal dual, que establece un nivel de deuda ancla de mediano plazo como guía de las metas de Resultado Fiscal Estructural (RFE) de corto plazo. Esto permitirá el compromiso con la sostenibilidad fiscal manteniendo metas más estables en el tiempo.

El CFA entiende que la trayectoria fiscal propuesta por el MEF va en la dirección correcta para aminorar los desequilibrios fiscales de 2024-25, pero el esfuerzo no sería suficiente para detener el crecimiento de la deuda neta.

Sobre la trayectoria fiscal del quinquenio. La trayectoria fiscal propuesta en el Proyecto de Ley de Presupuesto responde al desafío de corregir los desequilibrios del balance fiscal pero está sujeta a riesgos de implementación.

El plan fiscal continúa, aunque a un ritmo más moderado, la trayectoria de crecimiento de la deuda de la última década. En efecto, la deuda neta aumentaría de 58% en 2024 a 63% en 2029; el equilibrio fiscal primario que está previsto para el fin del período estaría todavía levemente por debajo del necesario para estabilizar el ratio de deuda. Al respecto, estimaciones del CFA sugieren que, bajo los supuestos macroeconómicos presentados en la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto, estabilizar la deuda en 63% al final del quinquenio requeriría

una mejora del superávit primario de 0,3% del PIB a partir del 2030 y estabilizar la deuda al final del quinquenio a su nivel inicial de 2024 requeriría correcciones acumulativas de 0,7% del PIB por año desde 2026. En este sentido, es importante notar que el diferencial entre la tasa de interés real y la tasa de crecimiento del PIB real, que explica la dinámica autónoma de la deuda, se ha vuelto menos favorable en los últimos años, y se mantendría en esos niveles en el próximo quinquenio. Esto implica desafíos desde el punto de vista fiscal para evitar una trayectoria creciente del ratio de deuda. El CFA identifica algunos riesgos clave que se resumen a continuación.

En primer lugar, la mejora fiscal programada se concentra en mayores ingresos estructurales, producto de modificaciones tributarias y mejoras esperadas en la eficiencia recaudatoria que, en tanto innovaciones, están sujetos a incertidumbre. El CFA advierte que existe un potencial riesgo de sobrestimación de esta recaudación adicional, que es el pilar sobre el que descansa la mejora fiscal programada en el período para alcanzar la meta de equilibrio fiscal primario en 2029.

En segundo lugar, la mejora prevista se posterga hasta el último trienio 2027-2029, en el que el RFE primario se propone que converja desde -1,5% del PIB en 2025 y 2026 a un nivel de equilibrio en 2029. La reducción de los márgenes de maniobra que toda postergación supone por motivos de imprevistos se suma a la dinámica incremental que los egresos primarios suelen tener en las instancias de Rendición de Cuentas y a que el horizonte de la mejora fiscal planteada coincide con una mayor proximidad del ciclo electoral.

En tercer lugar, existe incertidumbre acerca del crecimiento del PIB en el período. La tradicional volatilidad del crecimiento de Uruguay y su vulnerabilidad a factores externos se ven amplificadas por un contexto internacional incierto, lo cual puede resultar en un crecimiento menor al proyectado.

Por todos estos motivos, el CFA resalta que el programa fiscal se vería fortalecido si estuviera acompañado de medidas de recorte del gasto estructural, cuyo efecto es conocido, cierto e inmediato. Según sus estimaciones, el CFA nota que incluso un recorte al gasto permanente a partir de 2026 (0,3% del PIB) sería un elemento importante para darle mayor solidez al plan y asegurar el cumplimiento de las metas de RFE, estabilizando el ratio de deuda antes del año electoral.

Sobre la propuesta del nuevo marco fiscal.

El CFA valora la adopción de una regla dual, que establece un nivel de deuda ancla de 65% del PIB para el GC-BPS derivada de análisis econométricos como guía de las metas de balance estructural de corto plazo, en tanto las metas de RFE deben ser consistentes con el ancla de deuda.

Al mismo tiempo, hace notar su preocupación por el potencial efecto “señal” de un ancla de deuda neta de ese nivel puede tener, en tanto admite una expansión adicional del cociente de deuda actual y podría ser interpretada como una manera de permitir la continuación del desequilibrio fiscal, consolidando la trayectoria alcista de la deuda neta.

En consecuencia, el CFA recomienda aplicar el ancla de deuda neta determinada en 65% del PIB con un criterio de gran prudencia a los efectos de contrarrestar la potencial generación de una

señal adversa en el mercado. Por tal motivo, en su evaluación de las metas de RFE propuestas, el CFA consideró importante que éstas sean calibradas de modo de contribuir a moderar el ritmo de crecimiento del ratio de deuda durante el quinquenio dejando un margen por debajo de 65%.

En esta línea de prudencia, el CFA recomienda evaluar la conveniencia de adoptar el concepto de objetivo de deuda referencial, un objetivo de deuda a cinco años que debe dejar libre, por definición, un cierto margen del espacio disponible debajo del ancla de deuda. Las metas de RFE serían consistentes con el ancla de deuda cuando conducen a una deuda referencial aceptable (o conducen a la convergencia al ancla de deuda si la deuda la excede). Adicionalmente, para reforzar la credibilidad e integridad del ancla de deuda, deben adoptarse y reglamentarse mecanismos robustos de corrección de desvíos de las metas de RFE, de forma de mantener el nivel de deuda debajo de la deuda de referencia o reducirla rápidamente al nivel del ancla si se hubiera superado. Cuando estos mecanismos resultan aplicables, las metas de RFE no serían indicativas sino exigibles.

Por otra parte, el CFA considera que la regla fiscal ganaría con la eliminación del pilar del tope de gasto al evitar eventuales inconsistencias entre los pilares, pero perdería al eliminar un control adicional para garantizar la sostenibilidad que podría detectar posibles imperfecciones en la implementación del RFE. El CFA opina que la propuesta de eliminar el pilar indicativo de tope de gasto es un avance en el diseño de la regla fiscal en su conjunto dada la introducción de un ancla de deuda de mediano plazo y en la medida que la futura reglamentación imponga mecanismos de corrección robustos que aseguren su cumplimiento. El CFA subraya la conveniencia de seguir monitoreando el gasto primario real del GC-BPS como elemento de control dado que es un instrumento útil para el control de una política fiscal sostenible en el largo plazo.

Por su parte, la inclusión de nuevas metodologías de estimación del PIB potencial y la brecha del PIB tales como los métodos estructurales multivariados y univariados constituye un avance respecto al punto de partida y está alineada con recomendaciones previas del CFA y la experiencia internacional en la materia. No obstante, el CFA advierte que la estimación del PIB potencial y la brecha del PIB de corto plazo con estos métodos presenta algunos *trade off* que deben ser considerados y evaluados para su mejor uso de acuerdo al tipo de política fiscal, estructural o contracíclica.

La Exposición de Motivos introduce una nueva regla y procedimientos asociados con el objetivo de hacer más transparente y sostenible la inversión en infraestructura por parte de agencias o mecanismos que van más allá de los Proyectos de Participación Público-Privada (PPP). El CFA celebra este esfuerzo de ampliación indirecta del perímetro de la regla, así como los pasos iniciales hacia una contabilidad patrimonial del sector público que permitiría un mejor análisis de la sostenibilidad fiscal, constituyendo también un avance hacia la transparencia.

Sobre la autonomía y atribuciones del CFA. El CFA valora la iniciativa incluida en el Proyecto de Ley de Presupuesto de dotarlo de mayor autonomía, trascendiendo su rol de asesor del MEF para también tener iniciativa propia, lo que motiva su nueva denominación de Consejo Fiscal Autónomo. La propuesta incluye la ampliación de sus funciones en su rol asesor, para presentar sus informes al Parlamento y para tener un rol como contrapeso institucional. El CFA destaca que el cumplimiento cabal de sus nuevas funciones y obligaciones según dispone el Proyecto de

Ley, así como la consolidación de su autonomía institucional requieren viabilizar financieramente mayores capacidades operativas.

Recomendaciones del CFA. Con el objetivo de apuntalar la reglamentación del Proyecto de Ley que haga efectivos los principios generales allí estipulados, el CFA realiza las siguientes recomendaciones principales.

i) Adoptar el ancla de 65% con criterios de máxima prudencia y establecer la cifra puntual de 65% para el ancla de deuda neta sobre PIB en un decreto reglamentario o norma de mayor jerarquía. Asimismo, establecer los criterios para determinar el margen de seguridad por debajo del ancla de deuda necesario para la deuda objetivo referencial.

ii) Incluir en un decreto reglamentario, como medida prudencial, una cláusula de revisión del ancla a la baja en el caso de registros altos del riesgo país (superiores a los 400 puntos básicos en el promedio anual, por ejemplo) o rebajas de la calificación crediticia (al mínimo escalón de grado inversor, por ejemplo).

iii) Establecer las metas anuales de RFE de todo el horizonte quinquenal y el objetivo de deuda referencial en un decreto reglamentario. Asimismo, el referido decreto debería ser explícito en la importancia del cumplimiento ex-post de las metas de RFE.

iv) Reglamentar mecanismos robustos de convergencia y corrección ante desvíos. En particular, se proponen mecanismos que priorizan crecientemente el objetivo de sostenibilidad fiscal por sobre el objetivo de estabilización macroeconómica de la política fiscal a medida que la deuda neta se acerca al ancla de deuda de 65%, o, en el caso extremo, supere al ancla.

v) Reglamentar disposiciones de la política fiscal en el año electoral, de manera aumentar los mecanismos de control y rendición de cuentas durante el ciclo electoral. En particular se propone limitar el deterioro de las metas de RFE en el año electoral y solicitar al MEF un análisis de riesgos de incumplimiento de la regla fiscal y la presentación de un plan de cumplimiento de las metas con acciones correctivas en las dos instancias de Rendición de Cuentas previas a las elecciones.

Contenido

1. Introducción 6
2. Contexto macroeconómico 8
2.1. Contexto internacional 8
2.2. Contexto local 9
3. Balance efectivo y estructural del GC-BPS de 2024 y 2025 11
3.1. Resultado fiscal efectivo 11
3.2. Resultado fiscal estructural 12
4. Panorama macrofiscal 2025-2029 13
4.1. Supuestos macroeconómicos y metas fiscales operativas 14
4.2. Riesgos fiscales 16
4.3. Análisis de escenarios para el ratio de deuda 22
5. Valoraciones del CFA 27
5.1. Sobre el proceso de revisión y monitoreo del RFE 27
5.2. Sobre la trayectoria fiscal propuesta para 2025-2029 27
5.3. Sobre la propuesta de modificación de la regla fiscal 29
5.3.1. Ancla de deuda neta de mediano plazo 29
5.3.2. Pilares operativos 34
5.3.3. Mecanismos de convergencia y corrección ante desvíos de las metas. 37
5.3.4. Metodología de estimación del PIB potencial y la brecha del PIB 42
5.3.5. Ingresos y gastos extraordinarios 45
5.3.6. Regla para inversión en infraestructura 45
5.4. Sobre la propuesta de modificar el Consejo Fiscal Asesor a Autónomo 46
6. Recomendaciones y sugerencias del CFA 47
7. Bibliografía 49
8. Glosario de siglas 50

1. Introducción

El presente informe del Consejo Fiscal Asesor ("CFA") se realiza en cumplimiento del mandato definido en el artículo 18 del Decreto 315/021 tras presentarse por parte del Poder Ejecutivo el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional para el período 2025-2029 el pasado 31 de agosto[1].

El CFA fue creado por la Ley N° 19.889[2] y su funcionamiento fue reglamentado por el decreto 315/021[3] en el marco de la construcción de una institucionalidad fiscal que apoye la sostenibilidad de las finanzas públicas y su mayor transparencia. Bajo la normativa vigente, el CFA es un órgano técnico, honorario e independiente, siendo su principal cometido "*velar que las estimaciones del Resultado Fiscal Estructural ("RFE") se apoyen en bases académicas sólidas y objetivas*" (Art. 13 del Decreto 315/021). Sin perjuicio de lo anterior, el Proyecto de Ley de Presupuesto incluye una serie de disposiciones que modifican el nivel de autonomía y asignan nuevas atribuciones y obligaciones al CFA, elementos que se analizan en la sección 5.4 de este documento.

El Presupuesto Nacional representa la expresión fiscal y financiera del programa del gobierno y refleja las prioridades de las políticas públicas que éste llevará adelante.

En esta instancia, según el artículo 214 de la Constitución de la República[4], el Poder Ejecutivo presenta ante el Poder Legislativo el nivel de gasto presupuestal proyectado para la Administración Central y los organismos del artículo 220 que regirá para cada año de su período de gobierno. A su vez, de acuerdo al artículo 215[5], el Poder Legislativo se pronuncia exclusivamente sobre los montos globales por inciso o programas, no pudiendo efectuar modificaciones que impliquen mayores gastos que los propuestos.

Por su parte, la Constitución de la República prevé la posibilidad, a iniciativa del Poder Ejecutivo, de realizar modificaciones presupuestarias al monto global de gastos, inversiones y sueldos que se estimen indispensables y por razones debidamente justificadas a través de las Rendiciones de Cuentas anuales.

La instancia presupuestal de 2025 presenta importantes innovaciones al diseño del marco fiscal institucional. Se destacan las siguientes cuatro particularidades.

En primer lugar, se enmarca en un contexto donde existe una regla e institucionalidad fiscal que, a diferencia de la instancia presupuestal de 2020 en las que fueron creadas, se han ido consolidando en el debate público. Éste ha ido reforzando la importancia de las metas fiscales y su cumplimiento, del diseño de la regla fiscal, de las metodologías utilizadas para estimar sus parámetros inobservables y la elaboración de proyecciones. La instancia presupuestal de 2025 será vista desde esta perspectiva.

En segundo lugar, luego de cinco años de experiencia, el Poder Ejecutivo incorporó en los artículos 664 a 676 del Proyecto de Ley una serie modificaciones en el diseño de la regla fiscal

[1] MEF (2025). Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2025-2029.
[2] Ley N° 19.889 (art. 210).
[3] Decreto 315/021.
[4] Constitución de la República (art. 214).
[5] Constitución de la República (art. 215).

vigente recogiendo lecciones aprendidas, tanto virtudes como oportunidades de mejora. Muchas de estas modificaciones están alineadas con lo presentado por el Ministerio de Economía y Finanzas ("MEF") en la Rendición de Cuentas de 2023[6] (junio de 2024), con las sugerencias del Banco Interamericano de Desarrollo ("BID") en su documento "Propuestas para continuar fortaleciendo el Marco Fiscal de Uruguay"[7] encargado por el MEF en 2024 y publicado en 2025, y con recomendaciones del CFA plasmadas en sus informes anteriores y resumidas en su informe de febrero de 2025[8].

En tercer lugar, el CFA ha advertido en informes previos que la posición fiscal estructural observada recientemente no es consistente con la sostenibilidad intertemporal del cociente de deuda sobre PIB, lo que subraya la importancia de no solo aplicar un enfoque estructural para el análisis de las finanzas públicas, sino también de adoptar un criterio de prudencia de aplicación sistemática a la hora de evaluar medidas de política económica con impacto permanente al alza en el gasto y/o a la baja en los ingresos.

Por último, el panorama macroeconómico global y local que contextualiza esta instancia está caracterizado por una disminución en las perspectivas de crecimiento del PIB e incertidumbre mayor a la habitual ante el aumento de las tensiones geopolíticas dada la imposición generalizada de aranceles por parte de Estados Unidos y la respuesta de las economías afectadas.

El presente documento resume el pronunciamiento del CFA al presentarse el Proyecto de Ley de Presupuesto para el período 2025-2029 por parte del Poder Ejecutivo. La sección 2 analiza el contexto macroeconómico global y local. La sección 3 presenta las cifras del balance fiscal efectivo y estructural del GC-BPS en 2024 y 2025. La sección 4 resume el panorama macrofiscal contemplado para el quinquenio y analiza los principales efectos y riesgos para la trayectoria del cociente de deuda neta sobre PIB (en adelante, ratio de deuda) en base a un análisis de sensibilidad ante diferentes escenarios de ajuste al resultado primario. La sección 5 incorpora las valoraciones del CFA sobre la trayectoria fiscal propuesta para el quinquenio, así como sobre las modificaciones a la regla y a la institucionalidad incorporadas en el Proyecto de Ley y su Exposición de Motivos[9]. La sección 6 presenta las principales recomendaciones y sugerencias del CFA, identificando oportunidades para una agenda futura. Por último, las secciones 7 y 8 constituyen la bibliografía y un glosario de siglas, respectivamente.

[6] MEF (2024). Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Rendición de Cuentas 2023 (págs. 223-224).
[7] BID (2025). Propuestas para continuar fortaleciendo el Marco Fiscal de Uruguay.
[8] CFA (2025). Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al cierre de 2024 (págs. 30-32).
[9] MEF (2025). Mensaje y Exposición de motivos del proyecto de Ley de Presupuesto 2025-29.

2. Contexto macroeconómico

En lo que sigue, se analiza el contexto macroeconómico internacional y local, determinante para la evolución de algunas de las principales variables fiscales tales como la recaudación de impuestos y la dinámica autónoma del ratio de deuda.

2.1. Contexto internacional

Desde el último informe del CFA el 20 de febrero de 2025[10] se ha profundizado un escenario de incertidumbre, con riesgos sesgados a la baja para la economía global. En particular, se destaca las tensiones comerciales entre países que debilitaría el comercio mundial y complejizaría las perspectivas para países emergentes. Si bien en algunos casos se alcanzaron acuerdos o se extendieron plazos de negociación, en el nuevo equilibrio parece consolidarse un escenario donde las tasas arancelarias efectivas alcanzan su mayor nivel en los últimos cien años.

Esto se suma al ciclo de aumento de las tasas internacionales: la tasa de los bonos de largo plazo de las economías avanzadas se ubica en torno a los valores más altos en veinte años. Aún si las tasas se redujeran en el margen, el costo financiero promedio sobre el stock de crédito sería significativamente más alto que el actual a medida que la deuda se renueva. Esto representa uno de los mayores potenciales desafíos para la segunda mitad de la década.

En materia de actividad, el Fondo Monetario Internacional ("FMI") estima un crecimiento de la economía mundial de 3,0% en 2025 y 3,1% en 2026, muy por debajo de su promedio histórico entre 2000 y 2024 (3,5%)[11].

En **Estados Unidos**, el organismo prevé un crecimiento de 1,9% para el presente año, con riesgos asimétricos a la baja. Por un lado, existen señales de desaceleración en el consumo de los hogares y en las cifras de creación mensual de empleos. Por otro lado, la inflación se mantiene elevada y alejada del objetivo de 2%, manteniendo el debate sobre los efectos de la política arancelaria sobre el nivel de precios. Por tal motivo, la Reserva Federal (en inglés, FED) ha adoptado una postura cautelosa, pero debido a su doble mandato de baja inflación y máximo empleo, probablemente se encamina a recortar la tasa de interés de política monetaria a partir de setiembre, luego de un año sin cambios, conforme a un balance de riesgos más sesgado hacia el mercado de trabajo. Por su parte, los estímulos fiscales impulsados por la administración de Trump podrían amortiguar en el corto plazo las perspectivas de menor crecimiento, pero a la vez han suscitado mayores riesgos a la sostenibilidad de la deuda pública, reflejándose en un empinamiento de la curva de rendimiento.

En **China**, el FMI prevé un crecimiento de 4,8% para 2025, con señales de asimetría a nivel sectorial y de los componentes de la demanda. Por un lado, su sector manufacturero ha mostrado indicios de resiliencia, pero continúan las dificultades en su sector inmobiliario. Por otro lado, persisten las dudas sobre la evolución de sus exportaciones y su capacidad de reorientar mercados fuera de Estados Unidos para muchos de sus bienes exportables. En materia de precios, el país asiático continúa exportando presiones deflacionarias hacia el resto del

[10] CFA (2025). Informe sobre el cálculo del RFE al cierre de 2024.
[11] FMI (2025). Actualización de perspectivas de la economía mundial de julio de 2025.

mundo reflejadas tanto a nivel de precios mayoristas como minoristas. Por su parte, los altos niveles de endeudamiento soberano constituyen un riesgo creciente y limitan la capacidad del gobierno para profundizar medidas de expansión fiscal. Finalmente, su Banco Central continúa los estímulos monetarios para amortiguar la desaceleración de la actividad respecto a los registros de crecimiento pre-pandemia.

En este contexto, los **mercados financieros globales** han sido fuente de volatilidad, con fuertes caídas y posterior rebote de los principales índices bursátiles, así como de las tasas largas de rendimiento de deuda soberana. Las valuaciones de los mercados financieros han sido muy dependientes del propio conflicto comercial, los cambios en la guía de tasas de política monetaria de la FED y otros bancos centrales, así como por la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal en Estados Unidos y otras economías desarrolladas. Asimismo, el dólar se debilitó significativamente, tanto con respecto a monedas de economías desarrolladas como emergentes. Por último, los precios de las materias primas relevantes para Uruguay tales como los granos, la celulosa y el petróleo han tendido a debilitarse por expectativas de menor demanda, aunque en algunos casos, como los lácteos y la carne bovina, factores de oferta global y regional han reafirmado sus niveles de precios.

En la **región**, persisten las señales mixtas. Argentina continuó su fase de recuperación y desinflación en la primera mitad del año, pero hay riesgos sobre su continuidad, a pocas semanas de las elecciones legislativas de medio término. En Brasil, la economía mostró mayor resiliencia a la prevista en un contexto de una política monetaria muy restrictiva, aunque las expectativas sugieren una desaceleración de la actividad de cara al 2026.

En consecuencia, el escenario base para Uruguay presenta algunos desafíos. No se avizora un ciclo de alto crecimiento mundial ni de sus principales socios comerciales, ni de precios de las materias primas tonificados o de tasas de interés con reducciones significativas. Adicionalmente, no pueden descartarse eventos como un agravamiento de la guerra comercial o un deterioro de las condiciones financieras, que agregarían mayor volatilidad e incertidumbre.

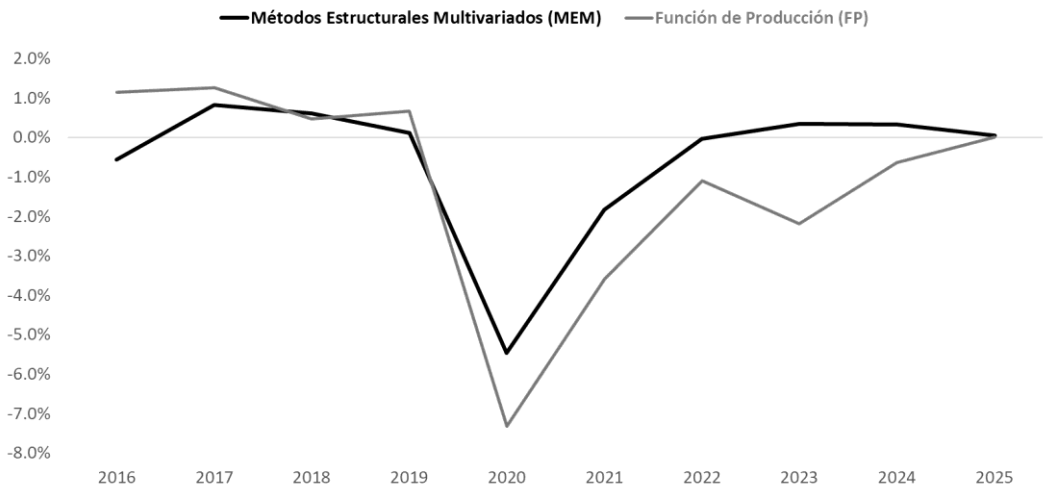
2.2. Contexto local

En el primer semestre del 2025 la actividad económica creció 2,6% respecto a igual período del 2024 y 0,9% respecto al semestre anterior (desestacionalizado) según el Indicador Mensual de Actividad Económica ("IMAE"). Este desempeño estuvo favorecido por factores de oferta tales como la reapertura de la refinería de la Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland ("ANCAP"), la buena temporada turística y un desempeño históricamente elevado de los cultivos de verano.

Para el 2025, los analistas económicos encuestados por el Banco Central del Uruguay ("BCU") esperan en mediana un crecimiento de 2,5%[12], algo por debajo de la estimación del MEF en la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Rendición de Cuentas (2,6%)[13]. Estas cifras suponen que la economía operaría en torno a su nivel potencial, con una brecha del PIB cercana a cero, tal como se muestra en el gráfico 1.

[12] BCU (2025). Encuesta de expectativas económicas de agosto de 2025.
[13] MEF (2025). Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-29 (págs. 36-37).

Gráfico 1: Brecha del PIB (% del PIB potencial)[14]



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.

El mercado laboral continúa mostrando los registros históricamente más elevados de la última década para la oferta de trabajo y el empleo. Sin embargo, aunque continúa creando empleo, en el primer semestre del año se observaron señales de cierta ralentización. En particular, se registró una caída en el margen de la participación laboral, lo que explicaría la disminución de la tasa de desempleo a alrededor del 7% de la población económicamente activa. Por su parte, los salarios reales crecieron 1,0% en el promedio de los últimos doce meses a julio.

A nivel de precios, en un contexto de política monetaria contractiva, la inflación fue de 4,2% interanual en los últimos doce meses a agosto y se prevé que cierre el año en torno a este valor objetivo según la mediana de la encuesta de expectativas del BCU[15]. En este sentido, la autoridad monetaria ha sugerido que continuará con su ciclo de recortes en la Tasa de Política Monetaria ("TPM"), transitando hacia la neutralidad de la instancia monetaria en tanto continúen observándose progresos en la disminución de las expectativas inflacionarias de los agentes.

Finalmente, en lo que va del año se observó una apreciación real del peso uruguayo, recogiendo la tendencia internacional de debilitamiento del dólar estadounidense y el fortalecimiento relativo de la mayoría de las monedas emergentes.

[14] En la sección 5.2.4 se analiza el cambio metodológico para el cálculo de la brecha del PIB estipulado en el Decreto 173/025 donde se modifica la estimación del PIB potencial desde una Función de Producción hacia Métodos Estructurales Multivariados. Para 2025 ambas metodologías arrojan resultados análogos.
[15] BCU (2025). Encuesta de expectativas de inflación de agosto de 2025.

3. Balance efectivo y estructural del GC-BPS de 2024 y 2025

En lo que sigue, las cifras que son expresadas como porcentaje del PIB se basan en la revisión del PIB nominal para el 2024 por parte del BCU en marzo de 2025 y las proyecciones de PIB nominal presentadas por el MEF en la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional.

3.1. Resultado fiscal efectivo

A modo de contexto, en 2024, el resultado fiscal del GC-BPS cerró en -3,2% del PIB, manteniéndose estable respecto al año anterior. Esto se debió a un aumento del gasto primario de 0,6 p.p. del PIB que fue compensado por un incremento de los ingresos en igual magnitud.

En términos reales, los ingresos crecieron 5,0%. Por su parte, el gasto primario real aumentó 4,7%, por encima del tope de gasto de la regla fiscal de 2,8% para ese año. En este sentido, se configuró un incumplimiento de este pilar por primera vez en 4 años.

Para 2025, el MEF estima un deterioro del resultado fiscal efectivo, el cual se ubicaría en -3,7% del PIB. En este sentido, contribuirían negativamente el aumento del gasto primario en 1,0 p.p. del PIB y de los intereses de la deuda en 0,1 p.p. del PIB, que no serían compensado por la mayor recaudación prevista (0,6 p.p. del PIB). A este respecto, en el primer semestre de 2025 la recaudación real neta de la DGI creció 5,5% interanual, evidenciando una recuperación cíclica rezagada tras los shocks negativos de la sequía y de la diferencia de precios relativos con Argentina de 2023.

En términos reales, los ingresos del GC-BPS crecerían 4,7%. Mientras tanto, el gasto primario real lo haría 6,3%, nuevamente por encima del crecimiento potencial de la economía y del tope de gasto de la regla fiscal, de 2,5% para este año. De esta forma, se registraría un incumplimiento ex-ante de magnitud significativa (3,8 p.p.) para este pilar de la regla fiscal vigente.

Las tablas 1 y 2 muestra la evolución del resultado fiscal efectivo en términos del PIB y ajustados por IPC, respectivamente, para el último trienio.

Tabla 1: Resultado Fiscal Efectivo del GC-BPS (% del PIB)

	2023	**2024**	**2025**
Ingresos	26.6%	27.3%	27.8%
Gasto primario	27.5%	28.1%	29.1%
Resultado primario	**-0.8%**	**-0.8%**	**-1.2%**
Intereses	2.3%	2.4%	2.5%
Resultado global	**-3.2%**	**-3.2%**	**-3.7%**

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

Tabla 2: Evolución real de los ingresos y el gasto primario del GC-BPS (var. anual)

Ingresos	-0.4%	5.0%	4.7%
Gasto primario	-0.5%	4.7%	6.3%
Tope de gasto	**2.1%**	**2.8%**	**2.5%**

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

3.2. Resultado fiscal estructural

A modo de contexto, el resultado fiscal estructural (RFE) del GC-BPS en 2024 se ubicó en -3,9% del PIB. Dado que la meta indicativa fue de -2,9%, se observó, un incumplimiento de este pilar de la regla fiscal en 2024, tal como el CFA documentó en su informe del 20 de febrero de 2025.

El RFE de 2024 se estimó en 0,2 p.p. del PIB menor al estimado en febrero de 2025 (-3,7%). Esto obedece a la incorporación del rubro "variación de la deuda flotante respecto al año anterior" como un egreso extraordinario en el entendido que esta diferencia afecta la comparación de las cifras fiscales entre años. Esta innovación modifica la serie histórica del RFE.

El RFE fue 0,7 p.p. del PIB menor al resultado fiscal efectivo (-3,2%) debido principalmente a ingresos extraordinarios de los entes autónomos y servicios descentralizados, y al reconocimiento de una mayor deuda flotante registrada en 2024 respecto al año anterior. Por su parte, la brecha del PIB para 2024 se estimó en 0,3%, por lo que el ajuste cíclico de los ingresos y gastos primarios al resultado fiscal efectivo fue menor a 0,05 p.p.

En 2025, el RFE se mantendría en -3,9% del PIB, más deficitario que la meta indicativa de -3,0% establecida en la Rendición de Cuentas de 2023 (junio de 2024). El RFE sería 0,3 p.p. menor al resultado efectivo de -3,7% exhibido en la Tabla 1. Esta brecha se debería principalmente a ingresos extraordinarios al GC provenientes del Banco de la República Oriental del Uruguay ("BROU") y al BPS vinculado al Fideicomiso de la Seguridad Social II ("FSS")[16].

La Tabla 3 muestra la evolución del resultado fiscal efectivo, los ajustes por factores de naturaleza extraordinaria, el ajuste por ciclo económico y, como resultado, el RFE, entre 2023 y 2025.

[16] Análogo al FSS I (Ley N° 19.590) el FSS II fue creado por la Ley N° 20.209 para mitigar el impacto negativo de la reforma de la seguridad social en los trabajadores de entre 40 y 49 años.

Tabla 3: Resultado Fiscal Efectivo, ajustes y RFE (% del PIB)

	2023	2024	2025
Ingresos	26.6	27.3	27.8
Gasto primario	27.5	28.1	29.1
Resultado fiscal primario	**-0.8%**	**-0.8%**	**-1.2%**
Ajuste de factores extraordinarios	**0.4%**	**-0.7%**	**-0.3%**
Ingresos extraordinarios	0.3%	-0.5%	-0.5%
Fideicomiso de la Seguridad Social II (Ley N° 20.209)	0.0%	0.0%	-0.4%
Devolución AFAPs	0.0%	0.0%	0.0%
Aportes del BROU	0.0%	-0.3%	-0.2%
Aportes de UTE	0.2%	0.0%	0.0%
Aportes de ANTEL	0.0%	-0.1%	0.0%
Aportes del BSE	0.0%	-0.1%	0.0%
Aportes del BHU/FRPB	0.0%	0.0%	0.0%
Remante banda de celulares	0.0%	-0.1%	0.0%
Resignación por sequía	0.0%	0.0%	0.0%
Resignación por política de frontera	0.0%	0.0%	0.0%
Adelantos	0.0%	-0.1%	0.1%
Egresos extraordinarios	-0.1%	0.2%	-0.2%
Fondo COVID y asociado a COVID	0.0%	0.0%	0.0%
Adelanto de gastos GC-BPS	-0.1%	0.0%	-0.1%
Adelanto de gastos a agentes descentralizados	0.0%	0.0%	0.0%
Pago a partidos políticos por elecciones	0.0%	0.0%	0.0%
Variación de la deuda flotante	0.1%	0.2%	0.0%
Pérdidas por PLUNA/Judiciales	0.0%	0.0%	-0.1%
Otros egresos extraordinarios	-0.1%	0.0%	0.0%
Resultado Fiscal primario corregido por extraordinarios	**-0.4%**	**-1.5%**	**-1.5%**
Ajuste por ciclo económico	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
Ingresos cíclicos	-0.1%	-0.1%	0.0%
DGI	0.1%	0.1%	0.0%
BPS	0.0%	0.0%	0.0%
Comercio Exterior	0.0%	0.0%	0.0%
Gastos primarios cíclicos	0.1%	0.0%	0.0%
Remuneraciones	0.0%	0.0%	0.0%
Pasividades	0.0%	0.0%	0.0%
Resultado Fiscal Primario Estructural	**-0.5%**	**-1.5%**	**-1.5%**
Intereses	2.3%	2.4%	2.5%
Resultado Fiscal Estructural (RFE)	**-2.8%**	**-3.9%**	**-3.9%**

Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF.
Nota: la suma de los totales puede no coincidir por razones de redondeo de las cifras.

4. Panorama macrofiscal 2025-2029

Esta sección presenta los supuestos macroeconómicos para el quinquenio 2025-2029 presentados por el MEF en la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional, así como las metas establecidas del RFE. En función de este escenario macrofiscal se evalúan algunos riesgos. Finalmente, se presenta un análisis sobre la trayectoria del ratio de deuda ante distintos escenarios para las variables macrofiscales.

4.1. Supuestos macroeconómicos y metas fiscales operativas

La tabla 4 muestra los supuestos macroeconómicos presentados por el MEF[17]. Los mismos suponen una tasa de crecimiento del PIB que promediaría 2,4% en todo el quinquenio, con una brecha del PIB, determinante para el ajuste cíclico de los ingresos y gastos fiscales, que se volvería levemente negativa entre 2026 y 2028. Asimismo, se supone un cumplimiento de la meta de inflación del BCU en torno al 4,5% anual para todo el horizonte temporal, una variación del deflactor del PIB similar y una depreciación del tipo de cambio nominal que converge al 2,1% anual.

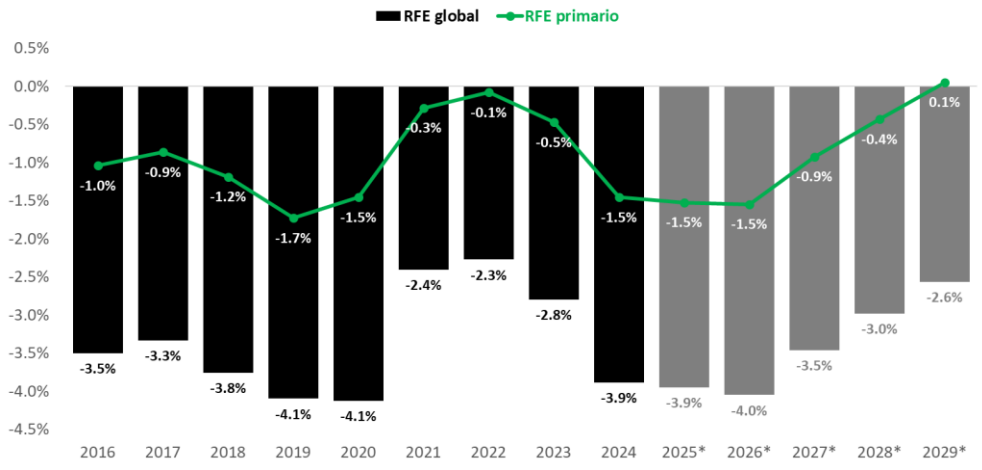
Tabla 4: Supuestos macroeconómicos del MEF

	2025	2026	2027	2028	2029
PIB real (var. promedio anual)	2.6%	2.2%	2.4%	2.5%	2.5%
Brecha del PIB (respecto al PIB potencial)	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%
Inflación (var. promedio anual)	4.7%	4.1%	4.4%	4.5%	4.5%
Deflactor del PIB (var. promedio anual)	4.6%	4.0%	4.3%	4.4%	4.4%
Depreciación del TC nominal (var. promedio anual)	3.3%	0.3%	1.6%	2.1%	2.1%
Depreciación del TC nominal (var. fin de período)	-5.7%	0.7%	2.1%	2.1%	2.1%

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

En cuanto a la trayectoria fiscal, se establecieron metas para el RFE que empiezan en -3,9% en 2025 y convergen a -2,6% en 2029[18]. Lo anterior supone una mejora en el mediano plazo del balance estructural de 1,3 p.p. del PIB respecto al nivel de 2024 que se concentraría en el trienio 2027 - 2029. La trayectoria esperada del RFE primario y global se visualiza en el gráfico 2.

Gráfico 2: Evolución del RFE y metas para 2025-2029 (% del PIB)[19]



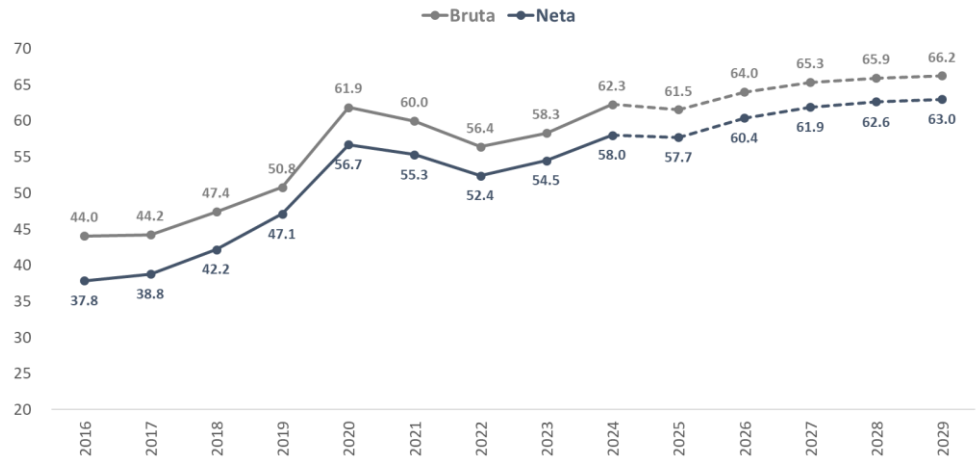
Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF.

Con estos supuestos macroeconómicos, aun cuando las metas de RFE se cumplan estrictamente y las proyecciones fiscales se verifiquen, la secuencia y la magnitud de la mejora fiscal proyectada

[17] MEF (2025). Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-29 (págs. 36-37).
[18] MEF (2025). Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-29 (págs. 67-69).
[19] La serie de RFE entre 2016-2024 fue corregida dado los cambios en la estimación metodológica del PIB potencial y la brecha del PIB que determina el ajuste cíclico de los ingresos y gastos primarios fiscales, así como por la inclusión de la variación anual de la deuda flotante.

hacia el final del quinquenio implica prolongar la trayectoria alcista del ratio de deuda en la última década (ver Recuadro Temático: Análisis de la deuda del GC en 2015-2024). En concreto, de acuerdo a lo presentado por el MEF, la deuda bruta aumentaría de 62,3% en 2024 a 66,2% del PIB en 2029, mientras que la deuda neta lo haría de 58,0% a 63,0% del PIB respectivamente, tal como se muestra en el gráfico 3[20]. En efecto, el plan fiscal propuesto no llegaría a estabilizar el ratio de deuda, que sigue creciendo en 2029.

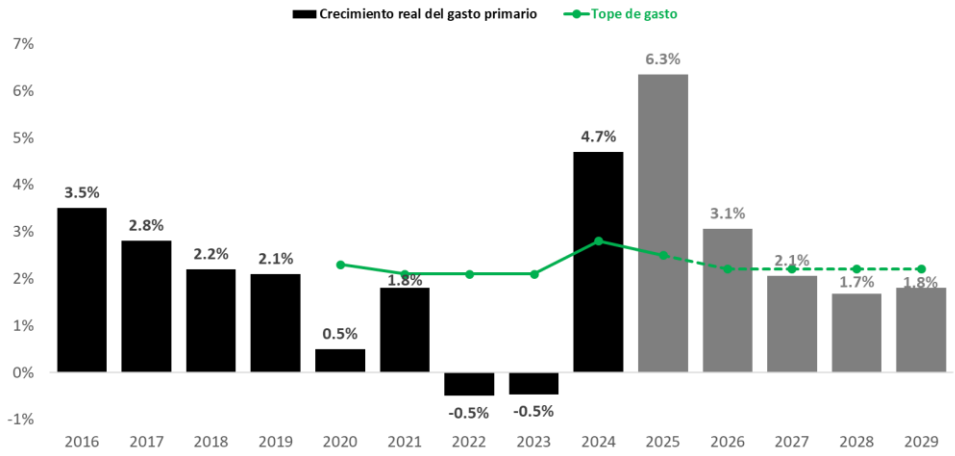
Gráfico 3: Evolución de la deuda del GC y proyecciones para 2025-2029 (% del PIB)



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

Por su parte, el gasto primario del GC-BPS crecería 15,8% real a lo largo del quinquenio, con un crecimiento superior al tope vigente en los dos primeros años (6,3% y 3,1% respectivamente) y luego una convergencia al 1,8% (gráfico 4)[21].

Gráfico 4: Evolución del gasto primario real del GC-BPS (var. anual)



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

[20] MEF (2025). Exposición de motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-29 (págs. 96-97).

[21] En la regla fiscal actual el tope de gasto primario real del GC-BPS está vigente, pero en el rediseño propuesto por el MEF en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-29 se plantea eliminarlo a partir de 2026 (año en que entraría en vigencia la Ley de Presupuesto aprobada). Esto se analizará en la sección 5.3.2.

4.2. Riesgos fiscales

Tal como ha alertado el CFA en instancias anteriores, la situación fiscal actual está caracterizada por un desbalance fiscal estructural que no es consistente con una trayectoria sostenible de la deuda, y por lo tanto, es necesario disponer medidas que estabilicen su dinámica. Las metas de RFE propuestas por el MEF producen un aumento adicional del ratio de deuda y, hacia el fin del período, serían algo inferiores a las que se requerirían para estabilizarlo, por lo cual suponen la necesidad de un ajuste fiscal adicional por parte de la siguiente administración de gobierno para lograrlo.

Como se mencionó anteriormente, el contexto internacional presenta riesgos potencialmente relevantes para el costo de financiamiento y el crecimiento. Asimismo, se destacan un conjunto de riesgos domésticos que podrían afectar la trayectoria esperada del balance estructural y, por ende, de la deuda.

i) La consolidación fiscal proyectada se sustenta exclusivamente en un aumento permanente de la recaudación de la DGI, resultado de dos elementos: ajustes al sistema tributario y una mayor eficiencia recaudatoria por parte de la DGI. En la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley no se incluyó información que permita evaluar con mayor profundidad los supuestos que sirven de base a estas estimaciones ni los riesgos detrás de estas proyecciones. No obstante, es claro que se trata de innovaciones que, por su propia naturaleza, están sujetas a mayor incertidumbre que otro tipo de medidas tradicionales de ajuste y conllevan naturalmente un riesgo de que su capacidad efectiva sea menor a la prevista. La no materialización de parte de estos ingresos adicionales podría frustrar parte de la mejora prevista del RFE (a menos que se ajusten correspondientemente los gastos estructurales previstos).

ii) Dada la trayectoria esperada de las modificaciones tributarias y de las mejoras en la eficiencia recaudatoria, la consolidación fiscal proyectada tendría lugar recién en el período 2027-2029, previéndose una mejora significativa del RFE de 1,5 p.p. del PIB en los tres últimos años de esta administración. Sin embargo, este horizonte coincide con una mayor proximidad del ciclo electoral, lo que históricamente ha estado asociado a rigideces y mayores presiones de gasto, y un deterioro del resultado fiscal. Además, los compromisos incrementales en el gasto corriente que suelen surgir en las diversas instancias de Rendición de Cuentas a lo largo del quinquenio tienden a reducir el margen de maniobra para la política fiscal activa, algo que podría ser necesario en caso de que no se efectivicen parte de los ingresos proyectados por modificaciones tributarias o eficiencia recaudatoria. En este contexto, la ausencia de mejoras inmediatas en el RFE supone un riesgo para la cadencia de la consolidación fiscal, que podría llevar a que la mejora proyectada del RFE hacia fines del quinquenio resulte parcialmente postergada.

iii) La tasa promedio de crecimiento del PIB efectivo que se asume para el quinquenio (2,4% anual) es algo superior al crecimiento efectivo esperado por el promedio de los integrantes del Comité de Expertos para el período (2,2%). El crecimiento promedio de 2,4% es también superior al promedio de la última década (1,2%), aunque durante este período la economía estuvo afectada negativamente por shocks significativos tales como el fin del superciclo de commodities en 2015, la pandemia del Covid-19 en 2020 y la sequía de 2023. Por otra parte,

el crecimiento promedio en la década previa (beneficiado por el super ciclo de los commodities) fue de 5,8% anual. Es claro que el crecimiento de Uruguay es altamente volátil y vulnerable a factores externos. Dada la elevada incertidumbre del escenario externo, existe un riesgo de que el escenario macroeconómico esté sobreestimando el crecimiento, y en consecuencia la recaudación y la mejora proyectada del balance estructural en el período.

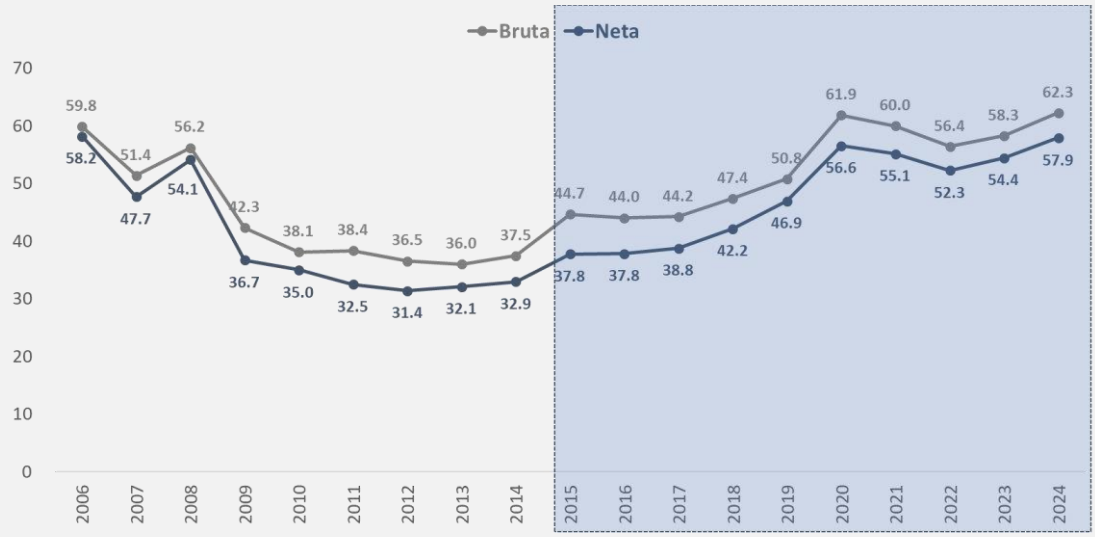
iv) Las proyecciones de precios son consistentes con el cumplimiento de la meta de inflación del BCU del 4,5%. Una desinflación más pronunciada en 2025 y 2026, como la que se está observando, podría incrementar el gasto primario estructural (en términos reales y como porcentaje del PIB). Adicionalmente, una eventual reducción de la meta hacia niveles por debajo del 4,5% tal como lo plantea el MEF en la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley, podría demorar la convergencia fiscal, ya que la reducción de la meta de inflación tiene un efecto de una sola vez en el año en que se reduce la meta de inflación por el descalce generado entre los ingresos nominales y los gastos nominales indexados a la inflación del período anterior.

Recuadro Temático: Análisis de la deuda del GC en 2015-2024

Este recuadro tiene como objetivo analizar la trayectoria de la deuda del Gobierno Central en la última década. Se presentan las principales razones que explican su evolución y el contexto macroeconómico en el que se desarrolló, al tiempo que se resaltan las mejoras en su perfil y se realiza una comparación internacional.

En la última década, **la deuda del GC aumentó de manera significativa**: tanto la medición bruta como la neta de activos de la Tesorería se incrementó en unos 25 puntos porcentuales del PIB, como se muestra en la figura A.

Figura A: Deuda del Gobierno Central (% del PIB, expresada en pesos uruguayos)



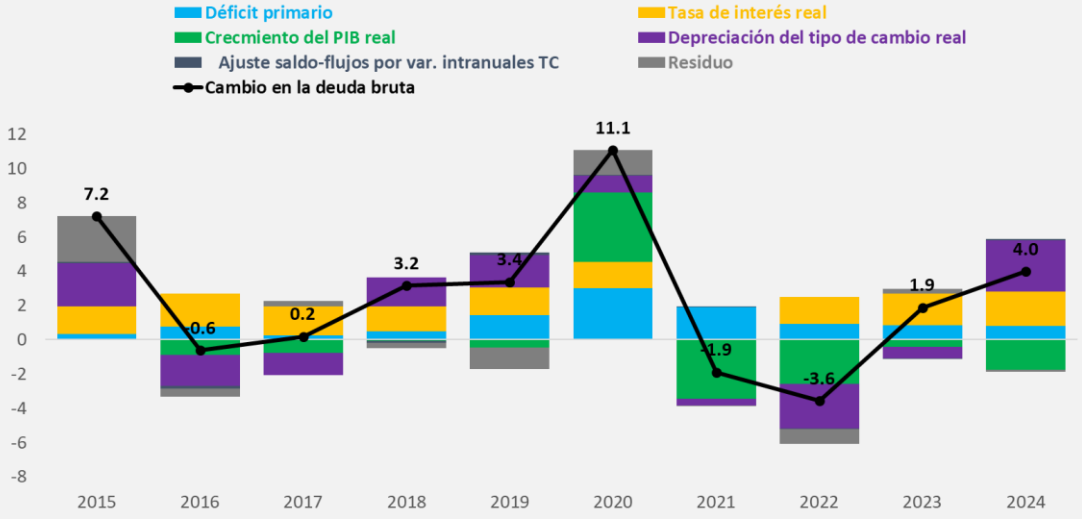
Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF.

Esta trayectoria al alza respondió a una combinación de factores: una **relación positiva entre la tasa de interés real de la deuda y el crecimiento real de la economía** (*r-g*), que determina el crecimiento autónomo de la deuda; la **persistencia de déficits primarios del Gobierno Central-BPS**; y en menor medida la **depreciación del tipo de cambio real**.

En concreto, como muestra la figura B, del incremento de 24,8 p.p. del cociente de deuda bruta sobre PIB entre 2015 y 2024, 10,7 p.p. se explicaron por el déficit primario. Por su parte, 8,9 p.p. se atribuyeron a la dinámica autónoma de la deuda (*r-g*), mientras que 3,4 p.p. a la depreciación del tipo de cambio real. Por su parte, otros flujos generadores de deuda no identificados aportaron 1,7 p.p.[22], mientras que los ajustes saldo-flujo por variaciones intraanuales del tipo de cambio nominal sumaron 0,1 p.p., reflejando el efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio nominal dentro del año sobre el stock de deuda final.

[22] Flujos no identificados pueden deberse a diferencias de valuación no captadas (por ejemplo, por moneda en UI y UP o por cambios de precios de bonos en mercados secundarios), pasivos contingentes materializados que no se reportan de manera explícita o cualquier otro flujo financiero que altere el stock de deuda, pero no se pueda asignar a las categorías anteriores.

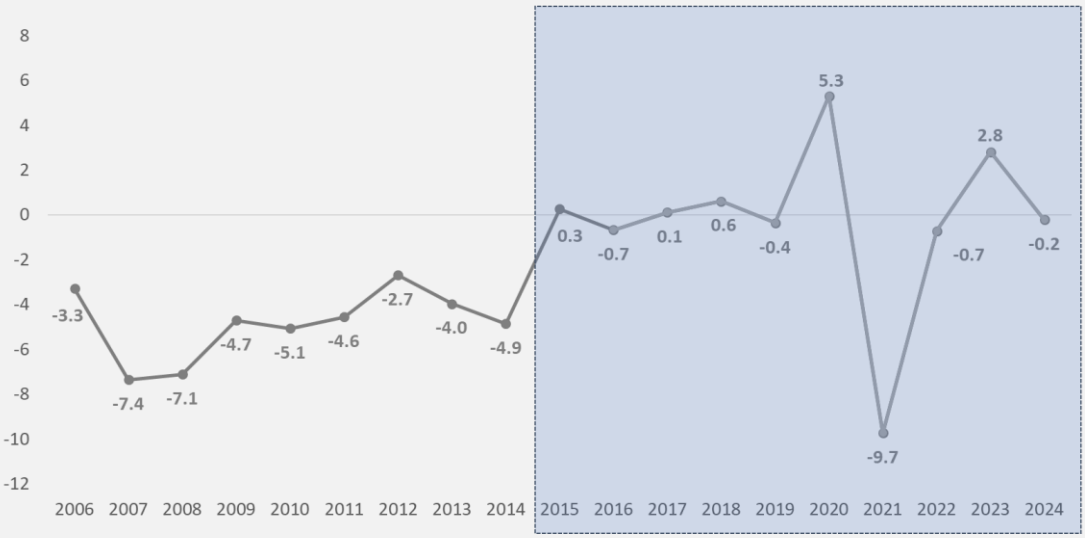
Figura B: Flujos generadores de deuda bruta (en puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Elaboración del CFA utilizando el DDT del FMI.

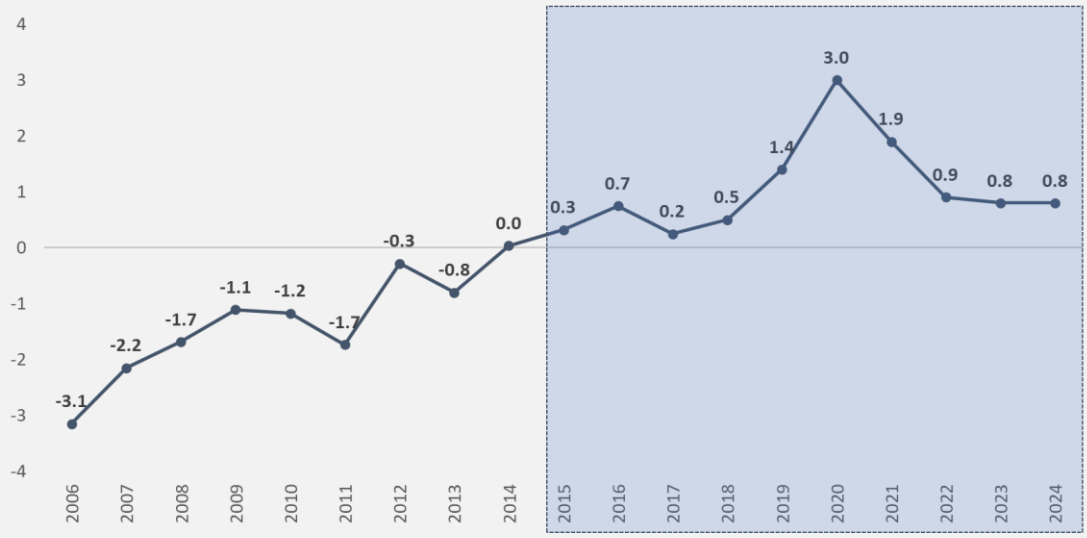
A este respecto, el diferencial entre la tasa de interés real de la deuda y el crecimiento del PIB real (*r-g*) se volvió levemente positivo luego de una década previa donde había sido negativo por el rápido crecimiento real del PIB, mientras que los déficits primarios promediaron 1,1% del PIB por año (consistente con un déficit global de 3,5% promedio), tal como se muestra en las figuras C y D, respectivamente.

Figura C: Diferencial entre la tasa de interés real de la deuda y el crecimiento del PIB real (puntos porcentuales)



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos de la UGD y el BCU.

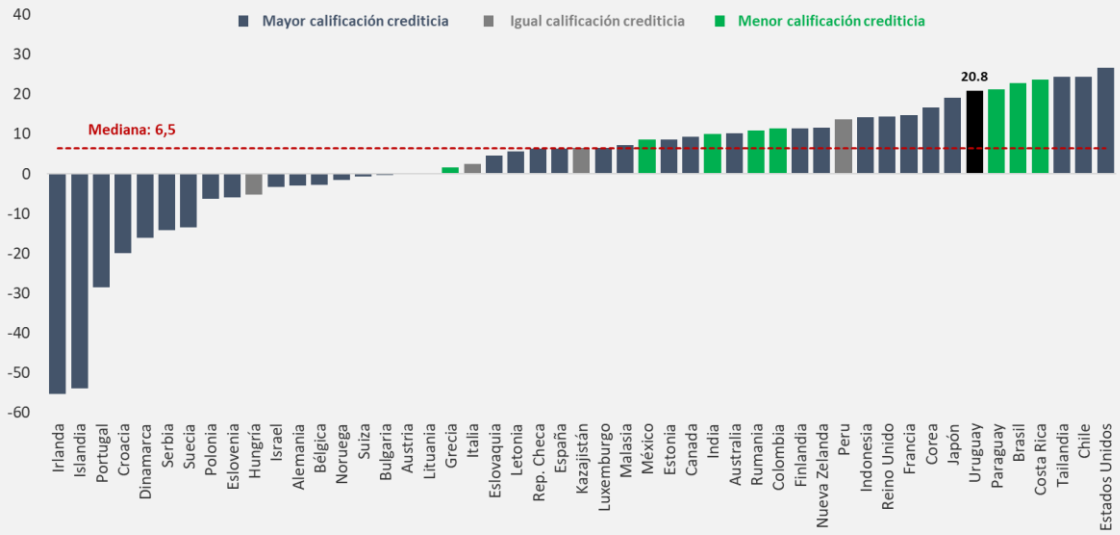
Figura D: Déficit primario del GC-BPS (% del PIB, excluyendo ingresos al FSS)



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

En la comparación internacional, **entre 2014 y 2023** (último dato disponible) **Uruguay fue una de las economías que registró mayor aumento en su nivel de deuda bruta sobre PIB para el Gobierno Central**. En efecto, el aumento de deuda en ese período fue 14,3 p.p. mayor a la mediana de 48 países seleccionadas, ubicándose en la cola derecha de la distribución, tal como se observa en la figura E. Incluso este incremento fue mayor al registrado por sus pares con igual calificación crediticia (BBB según la escala de Fitch) tales como Hungría, Italia, Kazajistán, Bulgaria, Indonesia o Perú. Sin embargo, en la comparación regional, Uruguay presentó menores aumentos de la deuda que Chile, Brasil, Costa Rica o Paraguay.

Figura E: Deuda bruta del Gobierno Central (variación en p.p. del PIB, 2023 vs 2014)



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

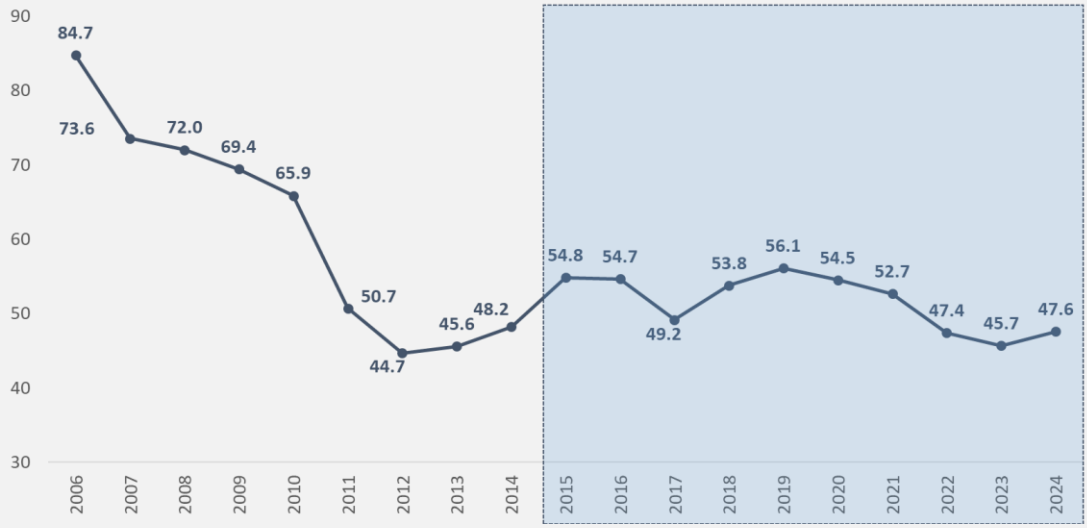
Por último, es importante destacar que, a pesar de esta trayectoria alcista, **el perfil de la deuda mostró importantes fortalezas.** La deuda a tasa flotante sólo representa el 6,1% del total y el plazo promedio se ha extendido a 11,7 años, lo que reduce la vulnerabilidad a shocks de refinanciación.

Además, sólo el 4,5% del stock de deuda vence con horizonte de un año, reflejando un calendario de pagos más equilibrado. Asimismo, como se muestra en la figura F se ha logrado desdolarizar parcialmente el stock (aunque aún la proporción de deuda en moneda extranjera asciende al 48% del total), ampliando la oferta de bonos en moneda local (UI, UP y nominal en pesos uruguayos), diversificando la base de inversionistas y reduciendo la exposición al riesgo cambiario.

En los últimos años, la estrategia de emisión también ha permitido aprovechar un contexto de spread soberano reducido y de menores niveles de inflación, que amortiguan el costo real de financiamiento.

En conjunto, estas características muestran que, aunque el nivel de deuda se ha incrementado significativamente, su perfil de riesgo, costo y liquidez se ha fortalecido, otorgando mayor flexibilidad a su manejo.

Figura F: Stock de deuda en moneda extranjera (% del total)



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

En síntesis, en la década 2015-2024 Uruguay presentó un importante aumento de su cociente de deuda sobre PIB explicado por mayores déficits, y la reversión de un diferencial negativo entre la tasa de interés real de la deuda y el crecimiento real. Este endeudamiento incluso fue mayor a la mediana de países comparables, aunque menor al de otros países de América Latina. No obstante, en este período mejoró su perfil crediticio y consolidó el riesgo país más bajo de la región, medido por su prima de riesgo EMBI, pese a no tener la calificación crediticia más alta entre su grupo de pares.

4.3. Análisis de escenarios para el ratio de deuda

Dado que la dinámica de la deuda asume un rol central en la nueva regla fiscal, en esta sección se analiza la trayectoria de deuda bajo el escenario central propuesto por el MEF y otros dos escenarios donde se hacen ajustes adicionales al resultado primario.

Cabe destacar que los ejercicios presentados en este capítulo no constituyen recomendaciones de política, sino que se realizan con el objetivo de ilustrar las implicaciones cuantitativas de distintos escenarios, simulando trayectorias alternativas de la deuda bajo escenarios de política fiscal pasiva o ajustes necesarios del resultado primario para estabilizar la deuda. En otras palabras, estos escenarios resultan de interés a efectos de evaluar variaciones al plan fiscal propuesto sobre la deuda. Para esto, se utiliza la metodología y la herramienta de dinámica de la deuda propuesta por Acosta-Ormaechea y Martínez (2021)[23]. Estas simulaciones muestran también el grado de incertidumbre de las trayectorias de deuda debido a la imprecisión estadística de los supuestos macroeconómicos que sustentan a los escenarios[24].

El escenario 1 representa la trayectoria fiscal producida por las metas de RFE planteadas por el MEF entre 2025 y 2029, a las que se agrega el 2030 manteniendo los mismos supuestos macroeconómicos[25]. El segundo escenario busca ilustrar el esfuerzo fiscal que sería necesario para estabilizar el ratio de deuda en su nivel de 2024. El tercer escenario es un escenario intermedio que representa la trayectoria fiscal producida por las metas de RFE planteados por el MEF, pero incorpora una política fiscal activa en 2026 con ajuste permanente del gasto del 0,3% del PIB. A continuación, se describen estos escenarios y sus implicancias para la trayectoria de la deuda.

Escenario 1: trayectoria fiscal planteada por el MEF.

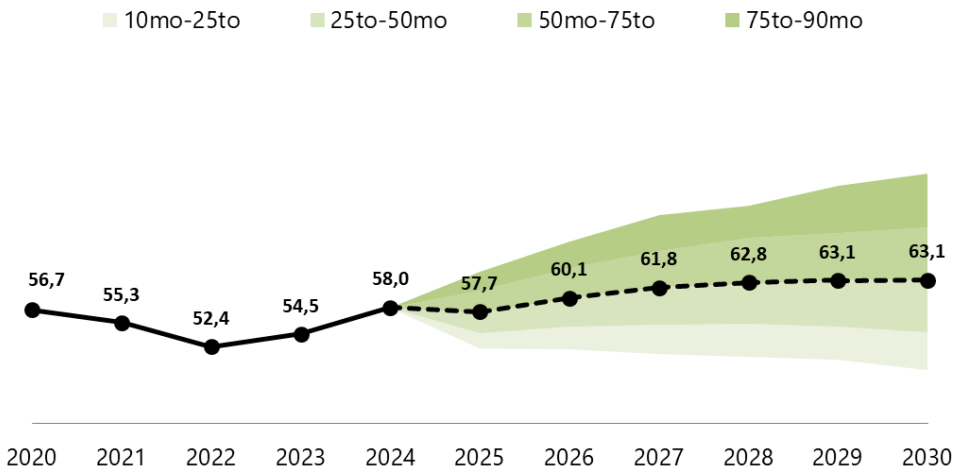
De cumplirse los supuestos macroeconómicos de la Tabla 4 y la senda fiscal visualizada en el gráfico 2, el ratio de deuda mantendría una trayectoria creciente, aunque moderaría el ritmo de crecimiento anual en relación con los 10 años previos. En concreto, como se observa en el gráfico 5, la deuda neta aumentaría desde 58,0% en 2024 a 63,1% en 2029.

[23] Los tres escenarios se calculan usando la herramienta *Debt Dynamics Tool (DDT)* descrita en Acosta-Ormaechea y Martínez (2021). Esta herramienta esta calibrada para proyectar escenarios de deuda bruta; por ende, se restan los activos del gobierno proyectados por el MEF para cada año para reflejar la evolución de la deuda neta.

[24] Específicamente el crecimiento del PIB real, la tasa de interés real y el tipo de cambio real.

[25] Esta aproximación podría dar alguna diferencia respecto a lo estimado por el MEF, pero ellos son de magnitud no material (0,1 p.p. en promedio). En particular, puede existir diferencias por supuestos no explicitados en la Exposición de Motivos como la variación del IMS (relevante para la deuda en UP).

Gráfico 5: Escenario 1 para la trayectoria del ratio de deuda



Fuente: Elaboración del CFA.

Como se muestra en la tabla 5, el aumento del ratio de deuda neta entre 2024 y 2029 estaría explicado en su totalidad por el déficit primario acumulado (4,2 p.p. del PIB), la dinámica autónoma de la deuda dada por la brecha entre la tasa de interés real y el crecimiento del PIB real (2,6 p.p. del PIB) y la reducción de activos del GC (+1,1 p.p. del PIB), lo cual sería compensado parcialmente por la apreciación del tipo de cambio real (-2,8 p.p. del PIB).

Tabla 5: Flujos generadores de la deuda en el Escenario 1

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Deuda bruta (% del PIB)	**62.3**	**61.6**	**63.7**	**65.2**	**66.0**	**66.3**	**66.3**
Deuda neta (% del PIB)	**58.0**	**57.7**	**60.1**	**61.8**	**62.8**	**63.1**	**63.1**
Contribución al cambio en la deuda neta (p.p. del PIB)	**3.5**	**-0.3**	**2.3**	**1.7**	**1.0**	**0.3**	0.0
Déficit primario	0.8	1.2	1.5	1.0	0.5	0.0	-0.3
Dinámica autónoma de la deuda (r-g)	0.3	0.4	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
Tasa de interés real (r)	2.0	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0
Crecimiento real (g)	-1.8	-1.6	-1.3	-1.5	-1.6	-1.6	-1.6
Depreciación del tipo de cambio real	3.0	-2.3	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Ajuste saldo-flujos por var. intranuales TC	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Residuo	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Variación de activos del GC	-0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0

Fuente: Elaboración del CFA.
Nota: la suma de los totales puede no coincidir por razones de redondeo de las cifras.

A este respecto, el resultado fiscal primario previsto para el final del quinquenio (0,0 % del PIB) es algo menor al necesario para estabilizar la deuda al nivel alcanzado en 2029. En efecto, bajo estos supuestos, el resultado primario estabilizador de la deuda sería algo mayor, un superávit de 0,3% del PIB.

Estimando un rango posible de trayectorias para el ratio de deuda neta con una distribución probabilística asociada[26], se observa una dispersión simétrica, reflejando la alta probabilidad de

[26] Se generan 1.000 simulaciones de trayectorias distintas de deuda, donde en cada simulación se extrae un shock aleatorio de la distribución conjunta de las variables, y se los aplica aditivamente sobre los respectivos valores en el escenario base.

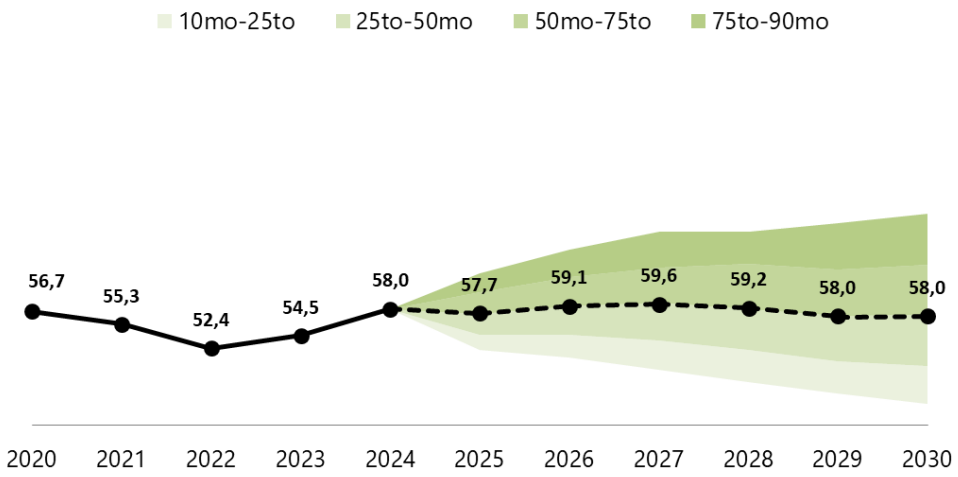
que la deuda se ubique en torno al escenario base en los próximos años. En esta línea, existiría un 56% de probabilidad neta se ubique en 2029 por debajo de 65% del PIB y un 36% de probabilidad de que esta se ubique por debajo de su valor de 2024.

Escenario 2: ajuste fiscal requerido para estabilizar el ratio de deuda en el nivel de 2024.

Otro escenario útil de analizar es aquel donde (manteniendo los supuestos macroeconómicos de la Tabla 4) el resultado primario estabiliza el valor de la deuda en su nivel de 2024 hacia final del quinquenio. Para esto, se suponen una serie de ajustes acumulativos al resultado primario previsto desde 2026 hasta 2029.

En efecto, se requeriría una mejora acumulativa del resultado primario de 0,7 p.p. del PIB en cada año, desde un déficit de 1,2% en 2025 a un superávit de 1,6% en 2029. Bajo esta convergencia, la deuda neta culminaría el quinquenio en el mismo valor que en su punto de partida tal como se observa en el gráfico 6.

Gráfico 6: Escenario 2 para la trayectoria del ratio de deuda



Fuente: Elaboración del CFA.

A la estabilización de la deuda neta entre 2024 y 2029 contribuirían positivamente la apreciación del tipo de cambio real (2,7 p.p.) y los superávits acumulados (0,9 p.p.), mientras que negativamente la dinámica autónoma de la deuda (2,5 p.p.) y la disminución de activos del GC (1,1 p.p.). Es claro que esto requiere un esfuerzo fiscal muy superior al escenario 1.

Tabla 6: Flujos generadores de la deuda en el Escenario 2

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Deuda bruta (% del PIB)	**62.3**	**61.6**	**62.7**	**63.0**	**62.4**	**61.2**	**61.2**
Deuda neta (% del PIB)	**58.0**	**57.7**	**59.1**	**59.6**	**59.2**	**58.0**	**58.0**
Contribución al cambio en la deuda neta (p.p. del PIB)	**4.0**	**-0.3**	**1.3**	**0.5**	**-0.4**	**-1.3**	0.0
Déficit primario	0.8	1.2	0.5	-0.2	-0.9	-1.6	-0.3
Dinámica autónoma de la deuda (r-g)	0.3	0.4	0.8	0.6	0.4	0.4	0.3
Tasa de interés real (r)	2.0	2.0	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8
Crecimiento real (g)	-1.8	-1.6	-1.3	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
Depreciación del tipo de cambio real	3.0	-2.3	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Ajuste saldo-flujos por var. intranuales TC	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Residuo	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Variación de activos del GC	-0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0

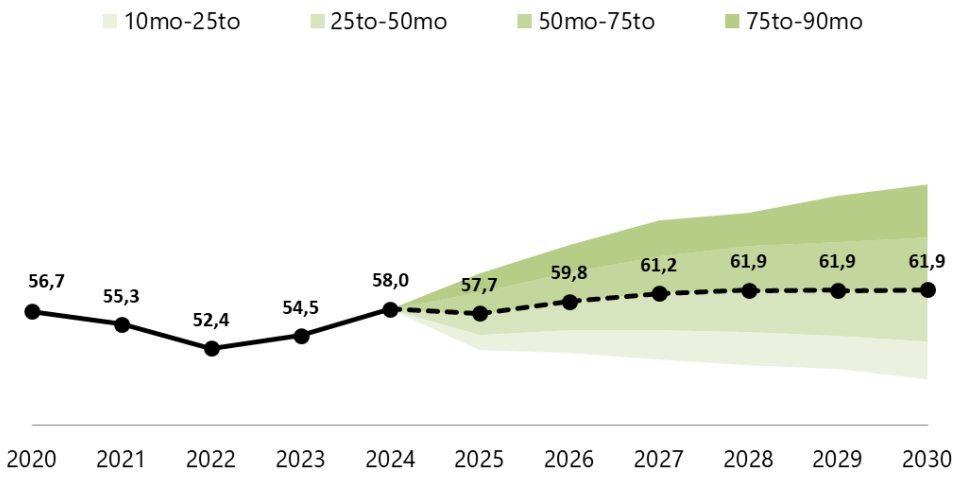
Fuente: Elaboración del CFA.
Nota: la suma de los totales puede no coincidir por razones de redondeo de las cifras

En este escenario, la probabilidad de que la deuda neta se ubique en 2029 por debajo de 65% del PIB sería de 75% y la probabilidad de que esta se ubique por debajo de su valor de 2024 sería de 50% en línea con lo que muestra la distribución de probabilidad del gráfico 5.

Escenario 3: convergencia fiscal con ajuste permanente del gasto estructural por 0,3% del PIB en 2026.

Finalmente, se presenta un escenario donde el deterioro del déficit primario de 2026 (-1,5%) respecto de 2025 (-1,2%) se elimina con una política fiscal activa de 0,3% del PIB. Como variación al escenario 1 que representa la propuesta fiscal del MEF basada en mayores ingresos, este escenario puede pensarse como un ajuste adicional basado en un recorte del gasto por 0,3% del PIB en 2026. Este ajuste es de carácter permanente, lo que implica una consolidación de aproximadamente 1,2 % del PIB en el acumulado del quinquenio respecto al escenario sin ajuste de gastos. Este escenario mantiene el resto de todos los supuestos macroeconómicos del escenario 1.

Gráfico 7: Escenario 3 para la trayectoria del ratio de deuda.



Fuente: Elaboración del CFA

Al anticipar y profundizar la convergencia fiscal (respecto al escenario del MEF) se logra estabilizar la deuda neta al 61,9% del PIB ya en el 2028 tal como muestra el gráfico 7. Este valor sería inferior al 63,0% estimado por el MEF debido a una acumulación de déficits primarios menor a la prevista (en 1,2 p.p. del PIB).

Como se muestra en la tabla 7, el aumento entre 2024 y 2029 estaría explicado en su totalidad por el déficit primario acumulado menor al del escenario 1 (3,0 p.p. del PIB), la dinámica autónoma de la deuda (2,6 p.p. del PIB) y la reducción de activos del GC (+1,1 p.p. del PIB), lo cual sería compensado parcialmente por la apreciación del tipo de cambio real (-2,8 p.p. del PIB).

Tabla 7: Flujos generadores de la deuda en el Escenario 3

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Deuda bruta (% del PIB)	**62.3**	**61.6**	**63.4**	**64.6**	**65.1**	**65.1**	**65.1**
Deuda neta (% del PIB)	**58.0**	**57.7**	**59.8**	**61.2**	**61.9**	**61.9**	**61.9**
Contribución al cambio en la deuda neta (p.p. del PIB)	**3.5**	**-0.3**	**2.0**	**1.4**	**0.7**	**0.0**	0.0
Déficit primario	0.8	1.2	1.2	0.7	0.2	-0.3	-0.3
Dinámica autónoma de la deuda (r-g)	0.3	0.4	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
Tasa de interés real (r)	2.0	2.0	2.1	2.0	1.9	2.0	2.0
Crecimiento real (g)	-1.8	-1.6	-1.3	-1.5	-1.6	-1.6	-1.6
Depreciación del tipo de cambio real	3.0	-2.3	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Ajuste saldo-flujos por var. intranuales TC	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Residuo	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Variación de activos del GC	-0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0

Fuente: Elaboración del CFA.
Nota: la suma de los totales puede no coincidir por razones de redondeo de las cifras

En este escenario, la probabilidad de que la deuda neta se ubique en 2029 por debajo de 65% subiría al 62% y la probabilidad de que esta se ubique por debajo de su valor de 2024 subiría a 39%.

En síntesis, los escenarios muestran cómo distintos ajustes al resultado fiscal primario en magnitud y cadencia afectan la dinámica del ratio de deuda. Se concluye que el escenario propuesto por el MEF, que converge a un balance primario efectivo equilibrado, realizaría buena parte de la corrección necesaria para estabilizar el ratio de deuda al final del período, pero no lo logra completamente. Según estimaciones del CFA, el superávit primario necesario para que esto ocurra sería de 0,3% del PIB, levemente superior al proyectado por el MEF. Por su parte, una política fiscal activa que implique un ajuste de gasto permanente en 2026 podría cumplir este objetivo, en particular a través de un recorte de gasto que complemente el plan actual que se concentra exclusivamente en los ingresos. Por último, se requeriría un ajuste fiscal mayor (a razón de 0,7 p.p. del PIB por año) que acumulativamente lleve a un superávit primario de 1,6% al final del quinquenio para evitar un aumento adicional en el ratio de deuda, estabilizándola a su nivel de 2024, y así frenar el crecimiento de 25 p.p. observó en la última década (ver el Recuadro Temático: Análisis de la deuda del GC para 2015-2024).

En este sentido, es importante notar que el diferencial entre la tasa de interés real y la tasa de crecimiento del PIB real, que explica la dinámica autónoma de la deuda, se ha vuelto menos favorable en los últimos años, y se mantendría en esos niveles en el próximo quinquenio. Esto

implica desafíos desde el punto de vista fiscal para evitar una trayectoria creciente del ratio de deuda.

5. Valoraciones del CFA

En la presente sección, se sintetizan las principales valoraciones del CFA respecto a la trayectoria fiscal propuesta por el MEF, así como a las modificaciones del marco fiscal incluidas en el proyecto de Ley de Presupuesto Nacional y su exposición de motivos, tanto la regla fiscal como su institucionalidad.

5.1. Sobre el proceso de revisión y monitoreo del RFE

En cumplimiento de sus atribuciones, y sobre la base de la revisión de las planillas de trabajo enviadas por el MEF el 28 de agosto de 2025 y al intercambio con las autoridades[27], el CFA concluyó el 4 de setiembre de 2025 que el cálculo del RFE para el período 2025-2029 se ajustó a la metodología vigente[28].

5.2. Sobre la trayectoria fiscal propuesta para 2025-2029

El CFA reitera la importancia de revertir el deterioro fiscal estructural que tuvo lugar en 2023 y 2024, reafirmando lo comentado en su informe del 20 de febrero de 2025 donde se afirmó que "*la posición fiscal estructural se mantiene alejada de un nivel consistente con la sostenibilidad intertemporal del cociente de deuda sobre PIB*"[29].

La trayectoria fiscal propuesta en el Proyecto de Ley de Presupuesto responde a ese desafío, pero lo hace en forma parcial.

En primer lugar, el plan fiscal planteado por el Gobierno continúa, aunque a un ritmo más moderado, la trayectoria de crecimiento de la deuda de la última década. En efecto, la deuda neta aumentaría de 58% a 63% del PIB. El equilibrio fiscal primario que está previsto para el fin del período estaría todavía por debajo del necesario para detener el crecimiento de la deuda. En este sentido, estimaciones del CFA indican que el resultado primario que estabiliza la deuda neta en 63% sería de 0,3% del PIB. Sería necesario este esfuerzo adicional en el primer año de gobierno de la siguiente administración para lograr que la deuda se estabilice en 2030 (escenario 1 de la sección anterior) [30]. La trayectoria alcista de la deuda consumiría gran parte del "espacio fiscal" permitido por un ancla de deuda neta sobre PIB de 65% que el MEF sugiere como referencia prudencial (ver sección 6.2.1), dejando poco margen de maniobra ante shocks adversos.

En segundo lugar, la mejora fiscal programada se concentra en mayores ingresos estructurales, producto de modificaciones tributarias y mejoras esperadas en la eficiencia recaudatoria, elementos que por su naturaleza están sujetos a incertidumbre y que, por ende, presentan un

[27] CFA (2025). Comunicado N°60.
[28] CFA (2025). Comunicado N°61.
[29] CFA (2025). Informe sobre el cálculo del RFE al cierre de 2024 (pág. 23).
[30] Las proyecciones fiscales de la Exposición de Motivos muestran una estabilización de la deuda a partir de 2030 en la página 70, pero no detallan el resultado primario asociado con esa situación.

riesgo de ser insuficientes para cumplir con las metas fiscales. El CFA destaca que la Exposición de Motivos que acompaña el Proyecto de Ley de Presupuesto no incorporó información que permita cuantificar y evaluar el riesgo asociado a las proyecciones de recaudación. En este sentido, el CFA advierte que existe un potencial riesgo de sobrestimación de esta recaudación adicional, que es el pilar sobre el que descansa la mejora fiscal programada en el período.

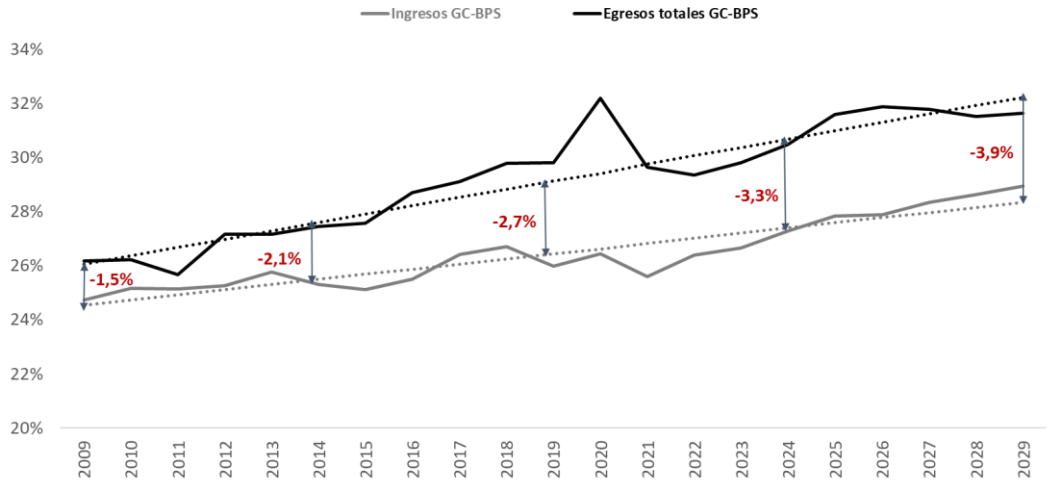
En tercer lugar, la mejora prevista se posterga hasta el último trienio 2027-2029, en el que el RFE primario convergería desde -1,5% del PIB en 2025 y 2026 a un nivel de equilibrio en 2029. La reducción de los márgenes de maniobra que toda postergación supone por motivos de imprevistos se suma a la dinámica incremental que los egresos primarios suelen tener en las instancias de Rendición de Cuentas. Además, el CFA advierte que el horizonte de la mejora fiscal planteada coincide con una mayor proximidad del ciclo electoral, el cual ha estado históricamente asociado a rigideces y mayores presiones de gasto. La postergación de medidas de política fiscal activa constituye una fuente de riesgo para el cumplimiento de los objetivos de la senda fiscal propuesta.

Por todos estos motivos, el CFA resalta que el programa fiscal se vería fortalecido si estuviera acompañado de medidas orientadas a contener el crecimiento del gasto estructural, cuyo efecto es conocido y puede disponerse de forma inmediata. Tal como se ilustra en el escenario 3 de la sección anterior, un recorte de gasto permanente de 0,3% del PIB en el 2026 moderaría la postergación del ajuste y estabilizaría el ratio de deuda antes del año electoral.

El CFA nota que, aun cumpliéndose la senda propuesta, el plan fiscal alivia, pero no pone fin a los desequilibrios fiscales de 2024-25 que conducen al aumento del ratio de deuda. Además, el CFA advierte que, desde una perspectiva histórica, las mejoras que se proponen al balance fiscal se inscriben en una tendencia de veinte años en que la brecha entre ingresos y gastos crece, lo cual no es sostenible a largo plazo. El gráfico 8 a continuación ilustra el mayor crecimiento tendencial del gasto relativo al de los ingresos, a pesar de que la carga tributaria ha ido creciendo en ese mismo periodo[31]. La brecha entre ambos agregados fiscales ha ido ampliándose, como lo muestran las flechas verticales (y su expresión numérica en rojo). El esfuerzo fiscal del programa del MEF se orienta en la dirección correcta, dado que la brecha entre gastos e ingresos se cierra hacia el final del período de proyección. El régimen de crecimiento tendencial de ambos agregados macrofiscales que muestra el gráfico no es sostenible a largo plazo.

[31] Las líneas punteadas son tendencias lineales ajustadas a egresos e ingresos sobre el PIB a partir del año 2010, cuando los primeros empiezan su despegue. Se excluyó del cálculo de la tendencia el 2020 por tratarse de un outlier.

Gráfico 8: Ingresos y egresos totales del GC-BPS (% del PIB)



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

5.3. Sobre la propuesta de modificación de la regla fiscal

El CFA reafirma, tal como expresó en su informe de 20 de febrero de 2025, que el cambio de administración de gobierno y la presentación de su programa económico-financiero constituye una ventana de oportunidad para introducir cambios que fortalezcan la regla e institucionalidad fiscal vigente desde 2020. El CFA valora la iniciativa del MEF para aprovechar esta instancia.

Asimismo, se destaca como altamente positivo el ámbito de trabajo e intercambio entre los equipos técnicos del MEF y el CFA que se llevaron adelante entre los meses de abril y agosto.

El CFA valora la adopción de una regla dual con metas operacionales de corto plazo de RFE asociadas a un ancla de deuda neta de mediano plazo. Este avance está alineado con lo sugerido por el CFA en sus informes previos, el BID en su documento de recomendaciones para fortalecer el marco fiscal y el propio MEF en la Rendición de Cuentas de junio de 2024. Esto permitiría afianzar el compromiso de las finanzas públicas con la sostenibilidad fiscal en base a metas estables en el tiempo.

Asimismo, opina que es necesario apuntalar el diseño de la regla para apuntalar su cumplimiento con una reglamentación robusta que haga efectivos los principios generales estipulados en el Proyecto de Ley.

En lo que sigue, se recoge la opinión colegiada del CFA sobre las modificaciones propuestas al diseño de la regla fiscal y su institucionalidad, así como a la metodología de estimación del RFE y otras modificaciones.

5.3.1. Ancla de deuda neta de mediano plazo

El Proyecto de Ley de Presupuesto presentado por el MEF incorpora al marco fiscal el concepto de ancla de deuda neta del GC-BPS como referencia de prudencia que garantice la sostenibilidad fiscal de mediano plazo (Artículo 664).

El CFA entiende que la inclusión del concepto de ancla fiscal para referenciar un nivel prudente de deuda en la regla fiscal constituye un avance fundamental para apuntalar la sostenibilidad fiscal de mediano plazo. De este modo, los planes fiscales cuentan con una referencia prudencial preestablecida para su diseño y para su evaluación. Adicionalmente, incorporar un ancla de deuda facilita la comunicación sobre los compromisos que asume la política fiscal en materia de sostenibilidad fiscal.

La inclusión de un ancla de deuda permite además que las metas anuales de RFE tengan mayor estabilidad en el tiempo, en la medida que mantengan un vínculo explícito y analítico con el ancla. La estabilidad fiscal estructural es una característica deseable de la gestión fiscal.

De acuerdo a lo incorporado en la Exposición de Motivos del proyecto de ley, para determinar el ancla de deuda neta se estimó la deuda neta límite ("DL"), la cual representa un umbral, que, de alcanzarse, generaría dificultades fiscales debido a restricciones de acceso al financiamiento en los mercados por alta probabilidad de impago y la consecuente elevada inestabilidad macroeconómica. Este límite de deuda neta se redondeó en 85% del PIB, que surgió de aplicar un promedio simple de dos enfoques metodológicos (cada uno de los cuales, a su vez, incluye varias estimaciones): Fatiga Fiscal ("FF") y Disciplina de Mercado ("DM"), cuyos resultados econométricos indicaron una deuda límite de 77% y 95%, respectivamente[32].

Por su parte, el ancla de deuda neta corresponde al umbral que asegure con una alta probabilidad (99%, según lo considerado por el MEF) que el límite de deuda de 85% no sea alcanzado en un horizonte razonable (5 años, según lo considerado por el MEF). Este umbral fue calibrado utilizando simulaciones de la trayectoria de la deuda mediante un ejercicio de *bootstrapping,* donde la dinámica conjunta de los principales determinantes de la deuda se somete aleatoriamente a shocks estocásticos (que pueden alcanzar hasta el doble de los observados históricamente, según lo considerado por el MEF). Bajo esta definición, se obtuvo un nivel ancla de deuda neta sobre PIB de 65% para el perímetro GC-BPS.

En este sentido, la distancia entre ambos niveles de deuda (estimado en 20 p.p. del PIB) representa un "margen de seguridad" que permite cierto exceso temporario de la deuda con respecto al ancla. De esta forma, si la deuda neta se elevara por encima de 65% y entrara en el "margen de seguridad", sea porque la gestión fiscal se desvía de sus objetivos, las tasas de interés aumentan más de lo esperado, el crecimiento es menor al esperado o se da cualquier otro evento adverso en el entorno macroeconómico, correspondería activar una política fiscal activa que produzca un resultado fiscal que reduzca la deuda hacia el nivel del ancla en el marco de los mecanismos de convergencia, también previstos en el Artículo 664 del proyecto de Ley.

En este sentido, el CFA realiza las siguientes valoraciones al respecto:

i. En cuanto a la estimación de la DL, se valora positivamente el esfuerzo realizado para implementar en Uruguay un conjunto de enfoques metodológicos y estrategias empíricas que recogen las mejores prácticas en la materia.

[32] MEF (2025). Anexo a la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-2029 (págs. 197-207).

ii. Dado que la estimación de umbrales de deuda es fruto de desarrollos recientes, no existe suficiente consenso profesional sobre cuál enfoque metodológico presenta los mejores resultados de DL. En este sentido, aplicar un promedio simple de distintos enfoques podría ser razonable en la medida que las metodologías de FF y DM presentan virtudes y limitaciones, que podrían estar compensadas en esta medida resumen. No obstante, cabe señalar que existe una mayor literatura empírica académica en torno a metodologías del tipo FF, que se basan en un modelo analítico del comportamiento fiscal, que con respecto a las del tipo DM. Las metodologías del tipo DM utilizan directamente como medida resumen las valuaciones que los mercados financieros hacen de dicho comportamiento.

iii. Si bien los enfoques metodológicos utilizados son razonables, el CFA no tiene elementos suficientes para evaluar con mayor certeza las estimaciones estadísticas que ellos producen porque subsisten algunas incertidumbres sobre los métodos aplicados y su precisión estadística. Una validación más certera de estos métodos requeriría análisis más detallado de los procedimientos econométricos utilizados, así como pruebas adicionales de consistencia y robustez de los mismos.

Por ejemplo, es posible que las estimaciones podrían estar condicionadas por eventos atípicos ocurridos durante la muestra analizada (o que pudieran ser mejoradas al considerar eventos informativos no incluidos en el período muestral). En particular, sería útil analizar si el ciclo de tasas de interés a nivel global extremadamente bajas entre 2009 y 2022 podría introducir un sesgo optimista en las estimaciones de DL. De igual modo, las observaciones en 2002 y 2003, cuando Uruguay perdió acceso al financiamiento externo son relevantes para la estimación de la deuda límite, pero podrían no ser aplicables a algunas de las especificaciones econométricas utilizadas, que modelan el costo del crédito asumiendo que hay acceso. En este sentido, sería útil poner a prueba los métodos ensayando con distintas alternativas muestrales.

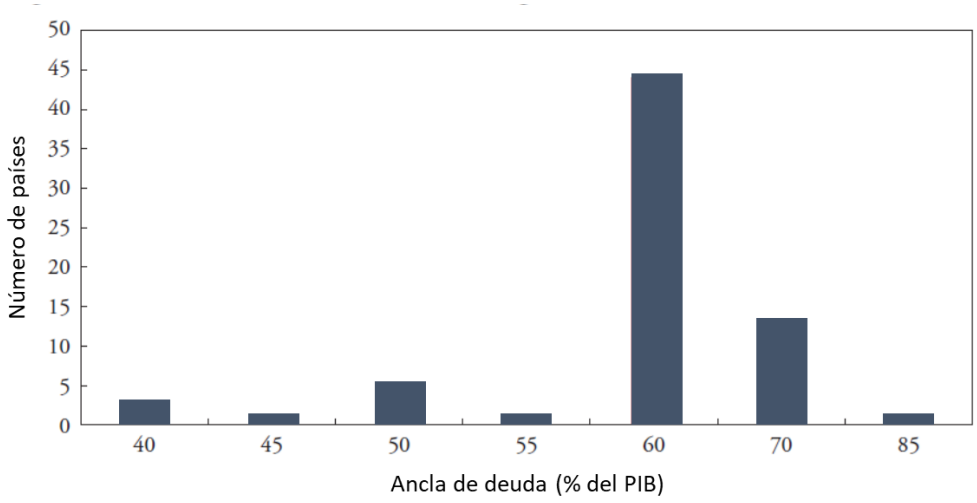
iv. Las estimaciones puntuales de las DL están naturalmente sujetas a imprecisión estadística. Esta es una fuente de riesgo que debe considerarse para la determinación del margen de seguridad que el ancla de deuda provee. Además, un horizonte temporal de cinco años puede ser demasiado corto para que la reacción de política sea capaz de absorber shocks persistentes. Al mismo tiempo, la definición del margen de tolerancia de 1% para calibrar la probabilidad de que la deuda no supere su valor límite y de la amplitud duplicada de los shocks permitidos en su trayectoria es un criterio muy conservador, que es posible que compense las fuentes de riesgo no consideradas, pero que el CFA no está en condiciones de cuantificar con la información disponible.

v. Si bien la evaluación de las metodologías y estrategias empíricas deben ser evaluadas por su proceso y no por su resultado, el CFA observa que el valor de 65% de ancla de deuda neta sobre PIB está por encima del rango de estimaciones que se manejaban para Uruguay como

niveles prudentes, que se situaban entre 50% y 60% para perímetros algo más amplios del sector público e incluyendo activos del Tesoro[33].

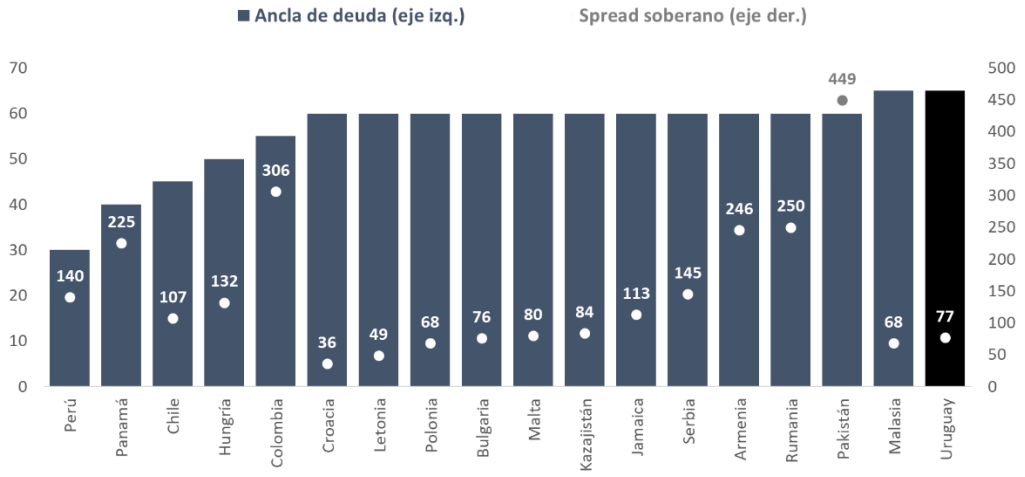
vi. También se observa que este valor se encuentra por encima de la mayoría de las anclas de deuda establecidas por los países con este tipo de reglas (actualizada a 2021), tal como se muestra en el gráfico 9. Es posible que Uruguay presente algunos fundamentos institucionales idiosincráticos que justifiquen un ancla de deuda superior a países de la región. De hecho, su spread soberano se ha consolidado como el más bajo entre sus pares regionales, aunque sin alcanzar la mayor calificación crediticia. Sin embargo, lo mismo no puede decirse de la comparación global como muestra el gráfico 10.

Gráfico 9: Número de países con ancla de deuda en 2021



Fuente: IMF Fiscal Rules Database 2021.

Gráfico 10: Anclas de deuda (% del PIB) **en economías emergentes y spread soberano** (puntos básicos)



Fuente: Elaboración del CFA en basa a datos del FMI.

[33] Una recopilación de estas estimaciones puede visualizarse en la sección 7: Reflexiones sobre deuda prudente para el caso uruguayo del Informe sobre el cálculo del RFE al presentarse la Rendición de Cuentas 2023 (CFA, 2024).

vii. Las observaciones anteriores son elementos que resaltan la relevancia de contar con información más detallada para reforzar la determinación del ancla de deuda neta de 65%. Más allá de la solvencia técnica de las metodologías utilizadas para obtener las estimaciones, el CFA hace notar su preocupación por el potencial efecto *signaling* de un ancla de deuda neta de 65% del PIB para el GC-BPS, que admite una expansión adicional del ratio de deuda actual y podría ser interpretada como una manera de permitir la continuación del desequilibrio fiscal en este quinquenio, consolidando la trayectoria alcista de la deuda neta en 25 p.p. del PIB registrada en los últimos 10 años (ver Recuadro Temático: Análisis de la deuda del GC para 2015-2024).

viii. En consecuencia, **el CFA recomienda aplicar el ancla de deuda neta determinada en 65% del PIB con un criterio de gran prudencia** a los efectos de contrarrestar la potencial generación de una señal adversa en el mercado[34]. Por tal motivo, en su evaluación de las metas de RFE propuestas, el CFA considera importante que éstas sean calibradas de modo de contribuir a moderar el ritmo de crecimiento del ratio de deuda durante el quinquenio dejando un margen con respecto al ancla de 65%.

ix. El CFA recomienda además incluir como medida prudencial adicional que se prevea una **cláusula complementaria de revisión del ancla a la baja ante sorpresas en la evaluación de mercado del riesgo de la deuda,** como ser aumentos del riesgo país (superiores a los 400 puntos básicos en el promedio anual, por ejemplo) o rebajas de la calificación crediticia (al mínimo escalón de grado inversor, por ejemplo), en escenarios donde la deuda neta no es particularmente alta en relación al ancla (no excede el ancla, por ejemplo). . En este sentido, se destaca la importancia para el país de preservar niveles bajos de riesgo país, mantener la calificación crediticia con cierta holgura respecto a su mínimo escalón, y eventualmente mejorar dicha calificación. Esta cláusula contingente permitiría reaccionar a circunstancias negativas imprevistas y de ese modo dar mayor credibilidad al ancla de deuda como referencia prudencial.

x. El CFA recomienda adoptar el concepto de **objetivo de deuda referencial**, un objetivo de deuda de mediano plazo derivado de las metas de RFE planteadas en la planificación quinquenal que debe dejar, por definición, un cierto margen por debajo del ancla de deuda[35]. Este amortiguador permitiría que en la planificación fiscal la deuda proyectada se mantenga alejada del ancla, evitando así el denominado "problema del imán" (*magnet effect*)[36]. El denominado "problema del imán" surge del hecho de que algunos países han tratado el ancla de deuda como una meta de deuda, por lo cual el ancla termina actuando como un "imán". Este objetivo referencial no opera como un techo para la deuda (de hecho, tampoco lo es el ancla de deuda), sino que simplemente crea una zona de seguridad antes

[34] Esta recomendación refleja la opinión mayoritaria de los consejeros del CFA. Sin embargo, el consejero Jorge Roldós considera que el ancla de deuda neta debería fijarse en 60% del PIB, en base a las estimaciones realizadas con la metodología más establecida de Fatiga Fiscal, a las anclas adoptadas por otros países presentada en los gráficos 8 y 9, y al reducido perímetro de GC-BPS que esta abarca.
[35] Para el período 2025-29 este objetivo fue fijado implícitamente en 63% del PIB por el MEF.
[36] Eyraud et al (2018a) y CFA Chile (2021).

de llegar al ancla de 65%[37]. Cabe aclarar que esta recomendación del CFA constituye un criterio de prudencia adicional al enfoque planteado por el MEF en la Exposición de Motivos, en el que no se consideran objetivos referenciales que operen como amortiguadores. El CFA sugiere que, sin perjuicio de circunstancias excepcionales que puedan justificarse, el margen de seguridad del objetivo de deuda referencial a utilizar en el Presupuesto Quinquenal sea de por lo menos 50% de la diferencia entre el valor del ancla y la deuda neta inicial al momento de elaborarse el Presupuesto Nacional (es decir, el ratio de deuda del año anterior). La adopción de este criterio implica para ser consistentes con el ancla, las metas de RFE deben producir un objetivo de deuda referencial admisible.

xi. Adicionalmente, para reforzar la credibilidad e integridad del ancla de deuda deben adoptarse mecanismos robustos de corrección de desvíos con respecto de las metas. Estos mecanismos deben mantener un equilibrio entre los objetivos de sostenibilidad y de estabilización macroeconómica de la política fiscal, otorgando un peso creciente al objetivo de sostenibilidad a medida que la deuda se acerca y/o supera el ancla de deuda. Estos aspectos se profundizan en la sección 5.3.3.

5.3.2. Pilares operativos

El Proyecto de Ley de Presupuesto modifica los pilares operativos de la regla fiscal vigente en las leyes N° 19.889 y N°19.924: mantiene el RFE y el tope de endeudamiento neto del GC pero elimina el tope de incremento real del gasto primario del GC-BPS[38]. En este sentido, el artículo 664 del Proyecto de Ley de Presupuesto define la regla fiscal como una "*regla de carácter dual con ancla de mediano plazo basada en el nivel de deuda neta y metas indicativas anuales de RFE, ambos consistentes con el tope de endeudamiento público*".

En cuanto al **pilar del RFE**, el CFA valora la profundización del enfoque estructural, porque éste permite diferenciar entre el impacto de la política fiscal subyacente o permanente de los efectos asociados al ciclo económico y otros factores temporarios. Esta metodología ofrece una visión más genuina de la postura fiscal y del estado de las cuentas públicas, permitiendo un fortalecimiento de la sostenibilidad de la deuda y ampliando los márgenes de maniobra de la política fiscal frente a shocks adversos. En este marco, el CFA enfatiza la necesidad de una comunicación más pedagógica del concepto y la medición del RFE hacia analistas económicos, actores políticos y la ciudadanía en general.

Asimismo, el CFA valora que en el nuevo diseño propuesto las metas de RFE estén explícitamente vinculadas con la sostenibilidad fiscal definida por el ancla de deuda, de tal modo que se exija que las metas sean consistentes con este umbral. Estas metas, establecidas en el Presupuesto quinquenal, estarán sujetas a mecanismos de corrección en caso de incumplimiento o desvío que deberán reglamentarse tal como lo dispone el artículo 665 del Proyecto de Ley, lo cual implica que en ese caso el pilar de RFE tendrá una mayor exigibilidad y no sería meramente indicativo. El CFA opina que, para evitar confusiones e inconsistencias con el mecanismo de

[37] La brecha entre la deuda referencial del plan fiscal y el ancla de deuda cumple no solo un propósito prudencial de impedir planes fiscales que involucran alto riesgo sino también de eficiencia, reservando margen fiscal futuro para políticas fiscales prioritarias e inversiones de alta rentabilidad social.
[38] MEF (2025). Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2025-2029 (artículos 665 y 674).

corrección, debería eliminarse el adjetivo “indicativas” en la caracterización de las metas que establece el artículo 664. En la sección 5.3.3 se proponen elementos a tener en cuenta en la reglamentación de los mecanismos de corrección ante desvíos de las metas.

En consonancia con esta exigibilidad, el CFA estima conveniente que las metas adopten una mayor jerarquía normativa, quedando plasmadas en un Decreto del Poder Ejecutivo, junto a la trayectoria esperada del ratio de deuda y la deuda referencial que surge de la planificación quinquenal.

Finalmente, **el CFA plantea la incorporación de una disposición especial para el año electoral** en relación al pilar de RFE. Dada la evidencia sobre el ciclo electoral de las finanzas públicas en Uruguay, el CFA recomienda incorporar disposiciones complementarias que operen como mecanismos de compromiso con la disciplina fiscal y la rendición de cuentas en este período en particular. Concretamente se propone incorporar en el articulado las siguientes disposiciones:

- En la Rendición de Cuentas del año preelectoral y en del año electoral, el MEF deberá presentar un informe especial evaluando los riesgos de incumplimiento de la regla fiscal. En su comparecencia ante el Parlamento, el MEF deberá presentar el plan de cumplimiento de las metas y las acciones correctivas.
- La meta de RFE del año electoral no puede ser inferior a la del año anterior.

Respecto a la **eliminación del pilar de tope indicativo de gasto primario real**, el CFA opina que esta decisión plantea algunos *trade-offs* que deben evaluarse en la práctica a la luz de la evidencia internacional y de la experiencia acumulada.

La introducción de un ancla de deuda supone que las metas operativas anuales de todos los pilares mantengan consistencia cuantitativa con esta ancla. La evidencia internacional muestra que los países que adoptan orientaciones de mediano plazo a través de cocientes de deuda tienden a operacionalizar su política fiscal a través del balance fiscal (efectivo o estructural), en detrimento de otros objetivos específicos como ingresos o gastos. Bajo este esquema, una regla con un ancla de deuda y multiplicidad de pilares operativos podría sobredimensionar la cantidad de objetivos asignados a un único instrumento de política, reduciendo su implementabilidad y efectividad. En particular, el pilar de tope de gasto es una restricción que tiene un alcance parcial y no se autocorrige (siendo establecido en términos de tasas de crecimiento, no tiene capacidad para tomar en cuenta desequilibrios en los niveles de partida). En consecuencia, el pilar de tope al crecimiento de gastos sobre una base anual podría contradecir al pilar de resultado fiscal estructural validado por el ancla de deuda que constituye la base integral de la regla fiscal.

Otro aspecto limitante del carácter parcial del pilar de gasto es que no se ajusta a cambios en la estructura tributaria que el sistema político defina. En efecto, cambios en los ingresos estructurales por ese motivo también pueden permitir cambios en el gasto de largo plazo más allá del crecimiento del PIB potencial que actúa como tope en este pilar. En cambio, el pilar de RFE permite, en teoría, obtener los mismos objetivos sin asumir un cierto tamaño del estado

Por otro lado, eliminar el tope de gasto implica suprimir una restricción explícita entre la evolución del gasto público y el crecimiento de largo plazo de la economía, que, dado su consistencia temporal, proporcionaría una seguridad adicional (o redundancia) a la sostenibilidad de la deuda en el caso en el caso de que el pilar de RFE —más complejo en su

diseño — no se implementara o cumpliera de forma adecuada. En ese caso, podría también limitar políticas de gasto procíclicas, especialmente en fases expansivas. En efecto, evidencia parcial presentada en el informe del CFA del 29 de febrero de 2024[39] muestra que la introducción de esta restricción y su cumplimiento entre 2020 y 2023 estuvo acompañada por una reducción significativa de la correlación entre los componentes cíclicos del gasto y el PIB. Si bien este pilar es de fácil monitoreo y sencilla comunicación, esto no es una ventaja relativa porque también lo es el ancla de deuda de mediano plazo.

En resumen, la regla fiscal ganaría con la eliminación del pilar del tope de gasto al evitar eventuales inconsistencias entre los pilares, pero perdería al eliminar un control adicional para garantizar la sostenibilidad que podría detectar posibles imperfecciones en la implementación del RFE. El CFA opina que **la propuesta de eliminar el pilar indicativo de tope de gasto es un avance en el diseño de la regla fiscal en su conjunto dada la introducción de un ancla de deuda de mediano plazo y en la medida que la futura reglamentación imponga mecanismos de corrección robustos que aseguren su cumplimiento**. De todas formas, el CFA subraya la conveniencia de seguir monitoreando el gasto primario real del GC-BPS como elemento de control dado que es un instrumento útil para el control de una política fiscal sostenible en el largo plazo.

Por último, el **pilar del tope de endeudamiento neto** mantiene su esencia como una meta jurídicamente vinculante que limita la trayectoria explícita del flujo de endeudamiento neto máximo que el GC puede contraer en un ejercicio para financiar el resultado fiscal efectivo. En este sentido, el cambio propuesto supone que éste dejará de expresarse en dólares y pasará a expresarse en Unidades Indexadas ("UI"), lo cual lo volvería menos expuesto a cambios de valuación y lo hace más consistente con la planificación fiscal. Asimismo, el Proyecto de Ley prevé que permanezca vigente el último monto autorizado, hasta tanto el Parlamento apruebe un nuevo tope. Esto permite superar el problema del vacío legal que ocurría cuando este tope no era explícitamente definido y aprobado por el Parlamento, aunque el CFA alerta que es necesario adecuar el tope a la baja a partir de 2027 para adecuarlo a la reducción esperada de resultado fiscal efectivo y las menores necesidades de financiamiento previstas en el Programa Financiero del Gobierno (Tabla 8).

[39] CFA (2024). Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al cierre fiscal 2023 (págs. 24-28).

Tabla 8: Programa Financiero del Gobierno Proyecciones 2026-20229

PROGRAMA FINANCIERO DEL GOBIERNO PROYECCIONES 2026-2029 En millones de dólares, excepto donde se indique				
	2026	2027	2028	2029
USOS	**6.667**	**6.843**	**6.254**	**6.078**
Déficit Primario	1.345	902	458	3
Pago de Intereses [1/]	2.381	2.520	2.655	2.861
Amortizaciones de Títulos de Mercado y Préstamos [2/]	2.908	3.431	3.155	3.188
Variación de Activos Financieros [3/]	33	-10	-14	26
Liquidez de Tesorería	70	31	26	42
Otros Activos Financieros	-37	-41	-40	-16
FUENTES	**6.667**	**6.843**	**6.254**	**6.078**
Desembolsos con Org. Multilaterales e Inst. Financieras	600	600	500	500
Emisión Total de Títulos de Mercado [4/]	5.966	6.145	5.652	5.467
Otros (neto) [5/]	101	98	102	111
ENDEUDAMIENTO NETO DEL GOBIERNO	**3.625**	**3.324**	**3.011**	**2.753**
Tope Legal propuesto para 2026 (expresado en millones de UI)	25.115			
(equivalente millones de USD) [6/]	*3.992*			

Fuente: Tomado de la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-29.

5.3.3. Mecanismos de convergencia y corrección ante desvíos de las metas.

La nueva regla dual propuesta en el Proyecto de Ley de Presupuesto introduce conceptualmente los mecanismos de corrección ante desvíos de las metas. Sin embargo, el articulado legal no propone mecanismos concretos que determinen explícitamente cómo y cuándo estos deberían operar, algo que está sujeto a la reglamentación por parte del Poder Ejecutivo.

Por un lado, el artículo 664 del Proyecto de Ley dispone que el Poder Ejecutivo deberá presentar anualmente en cada instancia presupuestal, los *"mecanismos de convergencia hacia el ancla de deuda neta de mediano plazo*".

Por otro lado, el artículo 665 define los mecanismos de convergencia como la "*senda de ajustes requeridos en las metas fiscales de corto plazo, para el cumplimiento de las metas fiscales de mediano plazo*".

Por su parte, el artículo 672 regula la cláusula de escape que habilita la suspensión transitoria de las metas de la regla fiscal ante eventos de carácter extraordinario como "*crisis económicas severas, conflicto bélico y situaciones de emergencia o desastres a escala nacional*". Se explicita además que, al cesar las circunstancias que motivaron la activación de la cláusula, el Poder Ejecutivo deberá presentar al CFA y a la Asamblea General un plan de reactivación de la regla fiscal.

En definitiva, el diseño de la regla dual introduce dos tipos de eventos diferenciados desde el punto de vista económico y fiscal, que requieren, por tanto, un tratamiento distinto. Por un lado, **mecanismos de corrección para asegurar el cumplimiento de la regla en tiempos "normales"**

(artículo 664 y 665). Por otro lado, **mecanismos de corrección ante shocks "extraordinarios" que motivarían la activación de la cláusula de escape** y que luego requerirán un "plan de reactivación" de la regla fiscal (artículo 672).

En este sentido, el CFA valora la inclusión conceptual de estos mecanismos en el proyecto de Ley dado que las buenas prácticas internacionales sugieren que las reglas fiscales con anclas de deuda son más efectivas para mitigar los riesgos fiscales cuando cuentan con mecanismos de corrección robustos[40]. Ello porque el diseño y la jerarquía normativa de los mecanismos de corrección operan como una señal importante del compromiso de la política fiscal con el ancla de deuda a mediano plazo y determinan por tanto su credibilidad[41].

Con el objetivo de aportar elementos de cara a la reglamentación de los artículos mencionados, el CFA plantea a continuación un conjunto de propuestas:

Propuestas para la implementación de los mecanismos de corrección.

Estas recogen lecciones de la experiencia internacional[42] y se adaptan a las particularidades de la regla dual uruguaya planteada en el Proyecto de Ley. Al respecto, la literatura señala algunos principios orientadores y propiedades deseables de los mecanismos de corrección.

Por un lado, su diseño debe buscar mantener un equilibrio entre asegurar el cumplimiento del ancla como restricción fiscal y evitar correcciones fiscales abruptas, especialmente cuando estas puedan poner en peligro un proceso de recuperación económica[43]. Por otro lado, la experiencia sugiere dos elementos claves de su operativización[44]: (i) las características de su activación (circunstancias o eventos que disparan su implementación); (ii) la acción correctiva o las actividades que deberán implementar las autoridades a partir de su activación[45].

El CFA entiende que el mecanismo de corrección a reglamentar debería adoptar un enfoque **simple** (que favorezca la comunicación), **preventivo** (para evitar correcciones tardías y abruptas) y **flexible** (para evitar correcciones procíclicas).

A continuación, se describe un esbozo de estos mecanismos según el tipo de evento: (a) en tiempos normales y (b) ante shocks extraordinarios que motivarían la activación de la cláusula de escape.

a) Mecanismos de corrección en tiempos normales

El CFA entiende que la reglamentación de los mecanismos de corrección en "tiempos normales" debería mantener un **equilibrio** entre los **objetivos de sostenibilidad y de estabilización macroeconómica** de la política fiscal, de acuerdo a los siguientes criterios:

---

[40] Eyraud et al. (2018a) y FMI (2025).

[41] Idealmente, la literatura y experiencia sugieren que estos mecanismos deberían tener el mismo rango legal que la regla y su ancla de deuda.

[42] Por una revisión exhaustiva ver CFA Chile (2021) y Lledó et al (2017).

[43] Eyraud et al. (2018a).

[44] Una revisión exhaustiva de estas características puede encontrarse en CFA (2025) -sección 9.2-.

[45] Algunos mecanismos de corrección implementados en otros países establecen acciones específicas (correcciones automáticas), en tanto que otros requieren ajustes a la programación fiscal del Poder Ejecutivo con eventual participación del Parlamento.

- En situaciones donde el **nivel de deuda neta está por debajo y muy alejada del ancla de mediano plazo**, debe primar el objetivo de estabilización macroeconómica de la política fiscal.

- En situaciones donde el **nivel de deuda neta está por debajo y moderadamente alejada del ancla de mediano plazo**, debe primar el objetivo de estabilización macroeconómica de la política fiscal, pero se deben corregir aquellos eventuales desvíos a las metas de RFE que impliquen aumentos de deuda, utilizando el mecanismo de cuenta de control que se describe más adelante.

- En situaciones donde el **nivel de deuda neta está por debajo pero cerca del ancla de mediano plazo**, el objetivo estabilizador debería comenzar a quedar relegado en favor de una mayor importancia del objetivo de sostenibilidad. Este caso puede requerir ajustes correctivos en las metas operativas del RFE para conservar espacio de maniobra fiscal en el futuro y disminuir la probabilidad de ajustes abruptos futuros[46].

- En situaciones donde **el nivel de deuda neta supera al ancla de mediano plazo**, debe primar el objetivo de sostenibilidad de la política fiscal. Este caso requiere ajustes en las metas operativas del RFE y otras acciones correctivas automáticas o discrecionales, de manera que se asegure una rápida convergencia de la deuda neta debajo del ancla de mediano plazo.

Bajo estos principios y criterios, el CFA recomienda que la reglamentación de los artículos 664 y 665 considere un régimen de mecanismos de corrección con los siguientes elementos:

1. **Cuenta de control con deuda neta por debajo de 65%.** Esta iniciativa operaría como mecanismo general en todas las situaciones en que el ratio de deuda neta sea inferior al ancla de mediano plazo. La cuenta de control operaría como una cuenta nocional en la que se registran los desvíos, en más y en menos, entre la meta de RFE y el RFE observado, e incluiría un mecanismo de corrección automático, tal que si esta diferencia superara un umbral determinado (por ejemplo, 0,5% del PIB), necesariamente la meta de RFE se vuelve más exigente en la magnitud del desvío. Esta cuenta de control evita introducir ajustes innecesarios ante desvíos "pequeños", pero limita la acumulación de desvíos sistemáticos que amenazan el cumplimiento del ancla de mediano plazo. Este tipo de mecanismos de corrección automático bajo esquemas de cuenta de control de carácter nocional son utilizados por países como Alemania y Suiza (también conocido como mecanismo de *"debt brake")*.

   A modo de ejemplo, la tabla 9 muestra el caso extremo de ajuste en un solo período. En este caso, cuando la cuenta de control llega al 0,7% del PIB en el año 4, la meta de RFE del año 5 se ajustaría en esa misma magnitud con el objetivo de compensar los desvíos acumulados. Esto evitaría que los desvíos de las metas operacionales se acumulen y pongan en riesgo el cumplimiento de las metas mediano plazo, generando así mayor compromiso y credibilidad con el ancla de deuda. Al mismo tiempo, en la medida que es

[46] El monitoreo de la deuda cuando está se encuentra por debajo del ancla de mediano plazo se facilita si el gobierno establece un "objetivo referencial" para su periodo de gobierno, que en este caso seria 63%.

un mecanismo conocido y anticipado, debería operar como un freno endógeno a los desvíos producto de indisciplina fiscal.

Tabla 9: Ejemplo sobre cómo operaría un mecanismo automático de corrección ante desvíos (cifras ilustrativas)

Año	Meta de RFE (% del PIB)	RFE observado (% del PIB)	Desvío (RFE - RFE*)	Cuenta de control	¿Desvío acumulado supera umbral de 0,5% del PIB?	Meta RFE con ajuste automático (% del PIB)
1	-3.5	-3.6	0.1	0.1	NO	-3.5
2	-3.0	-2.9	-0.1	0.0	NO	-3.0
3	-2.5	-2.8	0.3	0.3	NO	-2.5
4	-2.0	-2.4	0.4	0.7	SI	-2.0
5	-1.5	-0.8	0.0	0.0	NO	-0.8
6	-1.0	-1.2	0.2	0.2	NO	-1.0

Fuente: Elaboración propia del CFA.

El mecanismo de cuenta de control es una disposición general para asegurar el cumplimiento de las metas de RFE en todos los escenarios de deuda por debajo del ancla. El CFA entiende necesario incorporar además disposiciones especiales para las correcciones a la cuenta de control, en función de la trayectoria de la deuda y la distancia al ancla, mecanismos que se describen a continuación.

2. **Corrección por desvío de las metas de RFE en escenario de deuda neta entre 55% y 60% con trayectoria de deuda creciente.** En situaciones en que la deuda neta se sitúe entre 55% y 60%, el desvío acumulado en la cuenta de control podría corregirse en dos o tres ejercicios, por ejemplo. A efectos de salvaguardar el objetivo de estabilización macroeconómica de la política fiscal, el cumplimiento de esta obligación se vería postergado en caso de que la brecha de producto sea negativa, debiendo cumplirse una vez que la brecha esté cerrada.

3. **Corrección por desvío de las metas de RFE en escenario de deuda neta entre 60% y 65% con trayectoria creciente.** En situaciones en que la deuda neta se sitúe entre 60% y 65%, el desvío acumulado en la cuenta de control podría corregirse en uno o dos ejercicios, por ejemplo (ver el caso extremo de corrección en un período en Tabla 9). Teniendo en cuenta que, en esta zona, el nivel de deuda neta es cercano al ancla, el CFA propone resignar el objetivo de estabilización macroeconómica y priorizar la corrección automática del RFE para garantizar el objetivo de sostenibilidad.

4. **Corrección de las metas de RFE para converger a 65% (cuando la deuda neta supera el 65%) y congelamiento del gasto primario incremental.** En este escenario, las metas operacionales de RFE deberían corregirse de manera que el gobierno recomponga el ratio de deuda respecto al ancla dentro de su mandato, priorizando el objetivo de sostenibilidad de la política fiscal. En esa línea, con el objetivo de ratificar el compromiso con el ancla, el CFA propone evaluar la conveniencia de establecer un mecanismo que

disponga la imposibilidad de aumentar los gastos discrecionales en las siguientes instancias presupuestales hasta que la deuda neta este por debajo del valor del ancla[47].

Por último, es importante notar que, en todos los escenarios, los criterios descritos para corregir desvíos a las metas establecidas son útiles también para evaluar la consistencia de las metas propuestas con el ancla de deuda, lo cual es exigido por la regla fiscal y debe ser evaluado por el CFA. El caso más claro es cuando la deuda neta supera el ancla de mediano plazo. Análogamente al mecanismo de corrección propuesto, las metas propuestas serían evaluadas como consistentes solo cuando implican un ajuste fiscal que conlleva una trayectoria de deuda neta que converge al ancla en el plazo estipulado. De este modo, todo desvío de las metas que activa el mecanismo de corrección corresponde también a un desvío de la trayectoria de convergencia prevista, lo cual le da coherencia al sistema en su conjunto. En el caso en que la deuda neta es inferior al ancla de mediano plazo, las metas propuestas serían evaluadas como consistentes con el ancla de deuda si el objetivo de deuda referencial no supera el umbral prudencial indicado.

b) Mecanismos de corrección ante shocks extraordinarios que motive la activación de la cláusula de escape

A diferencia del artículo 665 que regula la convergencia en tiempos económicos "normales", el artículo 672 regula la reactivación de la regla fiscal luego de su suspensión por la ocurrencia de un evento de carácter extraordinario. Ello porque ante la ocurrencia de un evento de este tipo, la reacción óptima de la política fiscal es una respuesta transitoria y expansiva, que opera de forma contracíclica sobre la demanda agregada, incrementando en forma transitoria el déficit efectivo, con un efecto de nivel de una sola vez sobre la deuda neta. A modo de ejemplo, ante la ocurrencia del Covid-19 en Uruguay, la política fiscal reaccionó en forma contracíclica y el ratio de deuda neta aumentó en torno a 10 puntos porcentuales del PIB.

Desde el punto de vista de la sostenibilidad de la política fiscal y la credibilidad del ancla de deuda de mediano plazo, el escenario más desafiante está dado por la reglamentación del caso en que, luego de la activación de la cláusula de escape, el ratio de deuda neta supere el valor del ancla de 65%. Sin perjuicio de ello, en términos generales, el CFA recomienda lo siguiente a efectos del artículo 672:

1. **Deuda neta inferior a 65% al cesar la activación de la cláusula de escape (regla fiscal deja de estar "suspendida").** El Poder Ejecutivo debería presentar nuevas metas de RFE en el marco de los dispuesto en el artículo 664 del Proyecto de Ley. Para los años

[47] Países como Costa Rica, Eslovaquia o Polonia constituyen ejemplos de mecanismos de corrección duros con congelamientos de gastos cuando se superan ciertos umbrales de deuda. Costa Rica define un ancla de deuda del 60%, por encima del cual el crecimiento del gasto está topeado en el 2/3 del crecimiento del PIB de los cuatro años anteriores, y en caso de que la deuda se ubique por debajo de ese umbral, se relaja el tope de crecimiento del gasto. En el caso de Polonia y Eslovaquia las restricciones operan incluso en forma preventiva para umbrales inferiores al ancla, pero son igualmente ilustrativas para el diseño del mecanismo propuesto en este apartado. En el caso de Polonia el ancla de Deuda está establecida en 60%, pero en umbrales por encima del 50% las restricciones de la regla son crecientes: entre 50% y 55% del PIB el presupuesto del año siguiente no puede incrementar el déficit, entre 55%y 60% se congelan los salarios públicos y el gasto estatal, entre otras medidas.

siguientes, en caso de ser necesario, se aplicarán los mecanismos de corrección dispuestos en anteriormente.

2. **Deuda neta superior a 65% al cesar la activación de la cláusula de escape (regla fiscal deja de estar "suspendida").** El Poder Ejecutivo deberá presentar un plan de reactivación de la regla fiscal, definiendo en particular: (i) el nuevo escenario macroeconómico, detallando los impactos económicos del evento que motivó la aplicación de la cláusula de escape y las proyecciones macro fiscales actualizadas en un horizonte de 5 años, (ii) proyecciones del balance fiscal efectivo, balance fiscal estructural y deuda neta, (iv) estimaciones del superávit primario estructural necesario para recomponer el ancla de deuda bajo distintos escenarios macroeconómicos y distintos horizontes temporales, y (v) un plan de convergencia fiscal que incluya el horizonte temporal definido para recomponer el ancla de deuda, las nuevas metas de RFE para el período presupuestal en curso (según lo dispuesto en el artículo 664 del Proyecto de Ley) y para todo el horizonte temporal del plan de reactivación[48].

Debe reconocerse que el nivel de la deuda neta puede no ser un indicador fidedigno del riesgo del status quo, y en consecuencia no ser una buena base para definir cuándo y cómo aplicar los mecanismos de convergencia y corrección de desvíos. Esto es así porque la deuda neta está afectada por factores temporarios (relacionados con el ciclo económico o con condiciones financieras como tasas reales o depreciación real) que exija ajustes innecesarios o excesivamente drásticos (cuando la deuda está inflada por factores temporarios) o esconda la necesidad de un ajuste (cuando la deuda está reprimida).

Por ese motivo, el CFA sugiere avanzar en posibles estimaciones de un ratio de deuda neta estructural que excluya el efecto de los factores temporarios que afectan la trayectoria y el riesgo del stock de deuda neta observada, en línea con el enfoque estructural. Si bien no existen experiencias conocidas en la literatura que traten o investiguen este tema, avanzar en esta agenda sería importante dado que los mecanismos de corrección descritos se podrían aplicar con mejor efectividad. Un primer paso puede ser evaluar la posibilidad de utilizar modelos dinámicos de proyección de la deuda en vez de la deuda observada al momento de activar la corrección.

5.3.4. Metodología de estimación del PIB potencial y la brecha del PIB

En sus informes previos, el CFA sugirió la necesidad de robustecer la estimación de las variables inobservables relevantes de la regla fiscal como el PIB potencial y la brecha del PIB[49].

A este respecto, en la Exposición de Motivos que acompaña el proyecto de Ley de Presupuesto el MEF anunció cambios metodológicos en la forma de estimación del PIB potencial y la brecha del PIB, recogidos en el decreto 173/025 que sustituye al decreto 315/021. Este cambio fue

[48] Este plan podría seguir algunas de las estrategias esbozadas en CFA (Apéndice; Febrero 2025), CFA Chile (2021) o Eyraud (2018), con justificación del MEF sobre la elección de la estrategia.
[49] Ver por ejemplo CFA (2024): Informe sobre el RFE al cierre de 2023, CFA (2024): Informe sobre el RFE al presentarse la Rendición de Cuentas 2023 y CFA (2025): Informe sobre el RFE al cierre fiscal 2024.

anunciado en la convocatoria realizada al CE el pasado 12 de agosto en la que el CFA participó como observador[50].

Concretamente, en sustitución de la metodología de FP se propuso: i) la distinción entre el corto y largo plazo, aplicando metodologías diferentes para cada marco temporal, ii) para el corto plazo, la estimación del PIB potencial mediante modelos estructurales multivariantes inobservables ("MEM") de componentes inobservables con datos trimestrales en donde se incorporan variables del estado actual de la economía como la inflación, la tasa de desempleo, los términos de intercambio y el PIB de Argentina y Brasil, iii) para el largo plazo, la estimación del PIB potencial mediante modelos estructurados univariantes ("MEU") con datos anuales desde 1955[51].

Atendiendo a estas modificaciones, en la convocatoria al CE en este año, el MEF amplió el conjunto de insumos solicitados, añadiendo la proyección de variables trimestrales para el período II.25-I.27 tales como la tasa de desempleo, la inflación interanual y el tipo de cambio, que alimentan las estimaciones del MEM en el corto plazo. Asimismo, se solicitó la estimación de la variación anual del PIB observado que se introduce en los MEU.

Dado lo anterior, el CFA realiza las siguientes valoraciones:

i) La inclusión de nuevas metodologías de estimación tales como el MEM y el MEU constituye un avance respecto al punto de partida y está alineada con recomendaciones previas del CFA y la experiencia internacional en la materia.

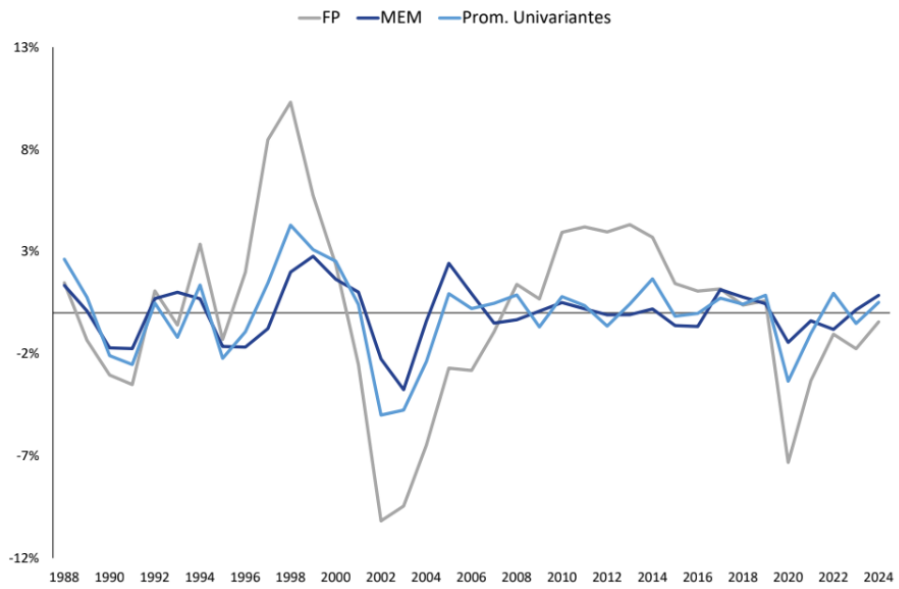
ii) La estimación del PIB potencial y la brecha del PIB de corto plazo con MEM, en lugar de MEU u otro método de tendencia a largo plazo, tiene implícito algunos *trade offs* que deben ser evaluados para su mejor uso de acuerdo al tipo de política fiscal. Las políticas fiscales estructurales, por ejemplo, la determinación de balances estructurales, requieren la estimación de un PIB potencial de largo plazo a efectos de estabilizar los gastos estructurales en el tiempo. Por otro lado, la presupuestación de políticas anticíclicas requiere la estimación del PIB potencial coyuntural, de modo que la brecha cíclica del producto mida la utilización de los factores productivos disponibles en la coyuntura.

   Por un lado, los MEM tenderían a captar mejor el ciclo coyuntural o de corto plazo, en el cual ciertos factores de producción son fijos o rígidos (capital instalado, población económicamente activa, productividad potencial a uso pleno de factores). Este es un método poco sensible a revisiones de datos en el tiempo porque se basa en información con menor incertidumbre que la de métodos basados en proyecciones de largo plazo, lo cual reduce una fuente de volatilidad. A su vez, es un método bastante insesgado, dado que los períodos en que estima que la economía estuvo por encima de su nivel potencial (brecha positiva) se compensan en líneas generales con aquellos en los que estuvo por debajo (brecha negativa). Esta medida resulta útil para presupuestar gastos anticíclicos que atiendan la utilización subóptima de factores.

[50] MEF (2025). Acta de la sesión del Comité de Expertos celebrada el 12 de agosto de 2025.
[51] MEF (2025). Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2025-2029 (págs. 48-49).

Por otro lado, los MEM tenderían a hacer más volátil la estimación del PIB potencial en comparación con los MEU u otros métodos que capturan las tendencias en la acumulación de factores en el largo plazo porque absorben la volatilidad de la acumulación de factores productivos y su productividad (minimizando la amplitud estimada de la brecha cíclica del PIB con respecto al PIB efectivo). Por ende, la determinación de los ingresos y gastos estructurales (ver gráfico 11, donde por ejemplo la brecha del PIB en las crisis de 2002 y la pandemia en 2020 se vuelve menos negativa, o en el boom de 2010-2014 se vuelve menos positiva que lo sugerido por otros indicadores de capacidad observados). Esta predisposición llevaría a gastos estructurales volátiles y procíclicos, erosionando el objetivo deseado del enfoque estructural donde los gastos permanentes son financiados con ingresos permanentes. En particular, podría inducir un gasto excesivo en el auge y una respuesta fiscal insuficiente, o negativa, en la recesión.

Gráfico 11: Brecha del PIB estimada con diferentes metodologías



Fuente: Tomado del MEF en el marco de la convocatoria al Comité de Expertos de 12/8.

iii) La inclusión de los MEU podría subsanar en parte las limitaciones anteriores, siempre y cuando sean utilizados sistemáticamente a la hora de la programación fiscal quinquenal móvil, en instancias tanto del Presupuesto Nacional como de Rendiciones de Cuentas. Esta estimación de PIB estructural sería particularmente útil para determinar las metas de balance estructural de la regla fiscal y anclar el cociente de deuda sobre PIB a largo plazo.
Al respecto, el CFA entiende relevante que los MEU arrojen un resultado explícito sobre el crecimiento del PIB estructural, a largo plazo, que opere también como una referencia para la evaluación del crecimiento del gasto implícito en la programación fiscal.

iv) En línea con lo expresado en la Exposición de Motivos en relación a las mejoras a la regla introducida por la pasada administración, donde se establece la importancia de continuar perfeccionando los métodos utilizados ("también es importante entenderlo como parte de un proceso que requiere de una evaluación periódica, que procure asegurar efectivamente los objetivos propuestos"), con el objetivo de garantizar la sostenibilidad de las finanzas

públicas y la estabilidad de los gastos estructurales, el CFA continuará evaluando métodos relativos a la estimación del PIB potencial y asesorando al respecto. En particular, seguirá monitoreando diferentes medidas sobre la evolución del gasto primario estructural en relación a los ingresos estructurales, los cuales están principalmente determinados en el mediano plazo por el crecimiento del PIB potencial. El CFA no descarta la utilidad de monitorear un indicador de FP en caso de que se detecten cambios sustanciales en la formación de capital, en la inmigración o en la aceleración de las innovaciones tecnológicas.

5.3.5. Ingresos y gastos extraordinarios

En cuanto a la determinación de los ingresos y egresos extraordinarios para el ajuste del resultado fiscal efectivo, el MEF planteó avances en la Exposición de Motivos del proyecto de Ley de Presupuesto.

En particular, se propone un enfoque basado en filtros secuenciales que incorporan cuatro criterios fundamentales: la unicidad de la partida (temporalidad), su materialidad (impacto relevante en las cuentas fiscales y en la interpretación de los resultados), la afectación de la comparabilidad interanual y la volatilidad que pueda distorsionar la lectura del RFE.

En caso de los ingresos extraordinarios, se propuso: i) mantener la metodología vigente para la determinación de utilidades extraordinarias de los Entes Públicos y ii) aplicar el filtro secuencial mencionado a adelantos de ingresos y a cambios impositivos, que puedan afectar la comparabilidad.

Por su parte, en el caso de los gastos extraordinarios se propuso i) incluir la variación anual de la deuda flotante como partida, es decir de las obligaciones contraídas por el GC-BPS, pero aún no pagadas y ii) excluir el componente de intereses extraordinarios tanto para los FSS como las ganancias o pérdidas que se producen por reaperturas de bonos por encima o debajo de la par.

Adicionalmente, el MEF planteó la importancia de revisar periódicamente los criterios taxativos, dotar de mayores atribuciones al CFA para revisar estos ajustes y difundir públicamente esta información de forma más periódica.

A este respecto, el CFA valora que continúen los avances en este rubro y comparte los cambios propuestos. Es importante destacar que este tema presenta poca evidencia comparada en la materia dado que la casuística entre países es amplia, por lo que predominan los criterios de tipo *ad hoc*. Aún así, que existan taxativamente mecanismos o rubros cubiertos en la definición de extraordinario, está en sintonía con la naturaleza del enfoque estructural y coadyuva a su transparencia.

5.3.6. Regla para inversión en infraestructura

La Exposición de Motivos introduce una nueva regla y procedimientos asociados con el objetivo de hacer más transparente y sostenible la inversión en infraestructura por parte de agencias o mecanismos que van más allá de los Proyectos de Participación Público-Privada (“PPP”). El CFA valora este esfuerzo de ampliación indirecta del perímetro de la regla, así como los pasos iniciales hacia una contabilidad patrimonial del sector público que permitiría un mejor análisis de la sostenibilidad fiscal.

En particular, el tope global anual de 0,7% del PIB a los compromisos de pagos futuros asociados con estos proyectos según el artículo 676 del proyecto de Ley de Presupuesto 2025) limita las obligaciones de repago que trasciendan a la administración corriente. Los requerimientos de registro y aprobación por parte del MEF, si bien institucionalizan procedimientos existentes, obligan al MEF a proyectar pagos futuros, verificar el cumplimiento del tope e informar a la Asamblea General y al CFA de dichos compromisos de pagos futuros. Esto constituye un avance hacia la transparencia y la sostenibilidad fiscal.

5.4. Sobre la propuesta de modificar el Consejo Fiscal Asesor a Autónomo

El CFA valora las propuestas incluidas en el Proyecto de Ley de Presupuesto en relación con el fortalecimiento de sus atribuciones, que trascendería su rol de asesor del MEF y pasaría a llamarse Consejo Fiscal Autónomo (artículo 210)[52]. Este objetivo de fortalecimiento expresado en la Exposición de Motivos que acompaña el proyecto de Ley para darle mayor independencia y dotarlo de iniciativa propia recoge sustancialmente las recomendaciones del CFA en sus informes previos y el espíritu del intercambio con las autoridades en los últimos cinco meses.

En particular, el nuevo articulado ampliaría las áreas de asesoramiento del CFA, incorporando otras materias tales como la evaluación de los riesgos a la sostenibilidad de la deuda pública y el seguimiento de la regla fiscal respecto al artículo 210 de la Ley N° 19.889 vigente.

Asimismo, el proyecto de Ley contempla en su artículo 667 que "*el CFA deberá presentar sus informes a las Comisiones Parlamentarias que abordan la temática específica de su competencia*".

Por su parte, otros artículos propuestos vinculados a la regla fiscal también ampliarían el perímetro de funciones y atribuciones del CFA en la medida que el MEF deba:

- Por el artículo 671, dar cuenta al CFA de los motivos para invocar la cláusula de salvaguarda que habilita en hasta un 20% el aumento del tope de endeudamiento neto del GC en situaciones de "*grave desaceleración económica, sustanciales cambios de precios relativos, situaciones de emergencia o desastres de escala nacional*" (Artículo 671).

- Por el artículo 672, dar cuenta al CFA de los motivos para activar la cláusula de escape que ameriten la suspensión de la regla fiscal tales como crisis económicas severas, conflicto bélico y situaciones de emergencia o desastres de escala nacional.

- Por el artículo 676, informar al CFA sobre los compromisos de pagos futuros de inversión en infraestructura por parte de agencias o mecanismos que van más allá de los Proyectos de Participación Público-Privada ("PPP").

[52] Artículo 210 del proyecto de Ley de Presupuesto: "*Con la finalidad de fortalecer la institucionalidad fiscal, el Poder Ejecutivo conformará un Consejo Fiscal Autónomo, el cual tendrá carácter técnico e independiente y cuya principal función será la de asesorar al Ministerio de Economía y Finanzas en materia de política fiscal, evaluación de los riesgos a la sostenibilidad de la deuda pública y seguimiento de la regla fiscal*".

En este sentido, a efectos de consolidar esta maduración institucional del CFA después de cinco años de su creación, el CFA recomienda que el decreto reglamentario detalle con precisión las nuevas funciones y atribuciones del CFA que han sido objeto de intercambio con las autoridades en los últimos cinco meses.

El CFA destaca además que la consolidación de su autonomía institucional requiere consolidar mayores capacidades operativas para cumplir cabalmente con sus nuevas atribuciones y con las obligaciones que dispone el Proyecto de Ley. El CFA destaca la necesidad de contar con recursos presupuestales que permitan llevar adelante sus actividades y consoliden la transición desde una entidad honoraria a un Consejo Autónomo. En este sentido, una vez que se apruebe el Proyecto de Ley y el Decreto que reglamente sus atribuciones y obligaciones en forma explícita, el CFA realizará un análisis exhaustivo de las actividades a realizar y de las necesidades operativas con la ayuda de organismos internacionales y ecosistemas de Consejos Fiscales regionales (como FISLAC) a efectos de dimensionar sus necesidades presupuestales, con el objetivo de que sea considerado en la próxima instancia presupuestal.

6. Recomendaciones y sugerencias del CFA

En lo que sigue, el CFA realiza algunas recomendaciones y sugerencias con el objetivo de mejorar la operacionalización y reglamentación de la regla fiscal que finalmente sea aprobada en la Ley de Presupuesto.

i) **Adoptar el ancla de 65% con criterios de máxima prudencia y establecer la cifra puntual de 65% para el ancla de deuda neta sobre PIB en un decreto reglamentario o norma de mayor jerarquía**. Esto contribuiría a dar estabilidad a dicho número como un valor más permanente, con consideraciones de mediano plazo que traspasen más de una administración de gobierno y así evitar modificaciones de carácter discrecional que terminen debilitando el ancla fiscal.

ii) **Incluir en un decreto reglamentario, como medida prudencial, una cláusula de revisión del ancla a la baja en el caso de registros altos sorpresivos del riesgo país** (superiores a los 400 puntos básicos en el promedio anual, por ejemplo) **o rebajas de la calificación crediticia** (al mínimo escalón de grado inversor, por ejemplo), a pesar de que la deuda esté en consonancia con el ancla. En este sentido, se destaca la importancia para el país de preservar niveles bajos de riesgo país, mantener la calificación crediticia con cierta holgura respecto a su mínimo escalón, y eventualmente mejorar dicha calificación. Esta cláusula contingente permitiría reaccionar a circunstancias negativas imprevistas y de ese modo dar mayor credibilidad al ancla de deuda como referencia prudencial.

iii) **Establecer las metas anuales de RFE de todo el horizonte quinquenal y el objetivo de deuda referencial en un decreto reglamentario**. Asimismo, el referido decreto debería ser explícito en la importancia del cumplimiento ex-post de las metas de RFE. Esto otorgaría mayor previsibilidad a la política fiscal y contribuiría a la credibilidad de la regla, facilitando su monitoreo periódico y exigibilidad. Asimismo, ayudaría a la distinción entre metas y proyecciones para todo el horizonte

quinquenal, de modo de evaluar en forma independiente el cumplimiento del objetivo operacional y los eventuales desvíos que pudieran observarse.

iv) **Continuar monitoreando la variación del gasto primario real del GC-BPS como elemento de control y publicarlo en los informes fiscales.** Si bien el tope de gasto deja de ser una meta a efectos del diseño de los objetivos de la regla fiscal, el crecimiento real del gasto es materia relevante a efectos de la sostenibilidad de la política fiscal. Por tanto, el CFA entiende útil su monitoreo y publicación recurrente.

v) **Diseñar y reglamentar mecanismos robustos de convergencia y corrección ante desvíos de las metas.** Una normativa explícita con el objetivo de asegurar la sostenibilidad de la trayectoria de la deuda en línea con el valor del ancla prudencial de deuda aumenta la previsibilidad de la senda fiscal y la credibilidad de la regla fiscal**.** Se proponen mecanismos que priorizan crecientemente la sostenibilidad a medida que la deuda neta se acerca al ancla de deuda de 65%, impidiendo, según las circunstancias, su crecimiento y la perforación de un cierto umbral de referencia prudente. Cuando la deuda supera el ancla de 65%, el mecanismo exige convergencia al ancla en un plazo determinado (excepto cuando se suspende su activación con la cláusula de escape). Estos criterios de convergencia y corrección serían también aplicables operativamente para la evaluación de la consistencia de las metas de RFE con el ancla de deuda que la regla fiscal exige.

vi) **Reglamentar disposiciones de control de la política fiscal en el año electoral, de manera aumentar los mecanismos de control y rendición de cuentas durante el ciclo electoral.** En particular se propone limitar el deterioro de las metas de RFE en el año electoral y solicitar al MEF un análisis de riesgos de incumplimiento de la regla fiscal y presentación de un plan de cumplimiento de las metas con acciones correctivas en las dos leyes de Rendición de Cuentas previas a las elecciones.

vii) **Profundizar la evaluación comparativa de distintas metodologías para la estimación del PIB potencial y la brecha del PIB.** Con el objetivo de mejorar las estimaciones, se propone comparar el resultado de las metodologías vigentes (MEM y MEU) con otras metodologías estadísticas, indicadores de capacidad observada y metodologías de FP mejoradas, y evaluar su utilidad para su mejor uso de acuerdo al tipo de política fiscal, estructural o contracíclica; sin descartar la posibilidad de recurrir a un promedio que contemple las virtudes y limitaciones de cada una de ellas.

viii) **Avanzar en posibles estimaciones de un ratio de deuda neta estructural que excluya el efecto de los factores temporarios que afectan la trayectoria y el riesgo del stock de deuda neta observada, en línea con el enfoque estructural**. Si bien no existen experiencias conocidas en la literatura que traten o investiguen este tema, avanzar en esta agenda sería importante dado que los mecanismos de corrección descritos se podrían aplicar con mejor efectividad.

7. Bibliografía

Acosta-Ormaechea, S. Martinez, L. (2021). A Guide and Tool for Projecting Public Debt and Fiscal Adjustment Paths with Local- and Foreign-Currency Debt. Institute for Capacity Development, IMF.

Banco Central del Uruguay (2025). Encuesta de Expectativas Económicas de agosto de 2025.

Banco Central del Uruguay (2025). Encuesta de Expectativas de inflación de agosto de 2025.

Banco Interamericano de Desarrollo (2025). Propuestas para continuar fortaleciendo el Marco Fiscal de Uruguay.

Cantisani, G. (2024). Límite de deuda y nivel de deuda prudente en Uruguay: en busca de un ancla de mediano plazo para la política fiscal, UdelaR.

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

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.

Consejo Fiscal Asesor (2024). Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al cierre fiscal de 2023.

Consejo Fiscal Asesor (2024). Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al presentarte por parte del Poder Ejecutivo el proyecto de Ley de Rendición de Cuentas de 2023.

Consejo Fiscal Asesor (2025). Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al cierre fiscal de 2024.

Consejo Fiscal Autónomo de Chile (2021). Informe del CFA para el fortalecimiento de la regla fiscal: ancla de deuda, cláusulas de escape y mecanismos de corrección.

Constitución de la República Oriental del Uruguay.

Davoodi, Elger, Fotiu, Garcia-Macia, Han, Lam y Medas (2025). Fiscal Rules and Fiscal Councils: Recent Trends and Performance during the COVID-19 Pandemic. IMF – WP 22/11.

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

Decreto N°173/025 del Poder Ejecutivo. 21 de agosto de 2025.

Eyraud, Debrun, Hodge, Lledó y Pattillo. (2018a). “Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability”, Staff Discussion Notes No. 18/04, IMF.

Eyraud, Baum, Hodge, Jarmuzek, Ture, Mbaye y Kim. (2018b). “How to Calibrate Fiscal Rules; A Primer”. IMF

Fondo Monetario Internacional (2025). Fiscal Guardrails against High Debt and Looming Spending Pressures. IMF SDN/2025/00 & Technical Annexes.

Fondo Monetario Internacional (2025). World Economic Outlook Update. Global Economy: Tenuous Resilience amid Persistent Uncertainty.

Fondo Monetario Internacional (2020). Fiscal Rules, Escape Clauses, and Large Shocks.

Ley N° 19.889.

Lledó, Yoon, Fang, Mbaye y Kim (2017). "Fiscal Rules at a Glance". IMF

Ministerio de Economía y Finanzas (2025). Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2025-2029.

Ministerio de Economía y Finanzas (2025). Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-2029.

Ministerio de Economía y Finanzas (2025). Acta de la sesión del Comité de Expertos celebrado el día 12 de agosto de 2025.

Ministerio de Economía y Finanzas (2025). Resultado del Comité de Expertos. Acta N°4 del 29 de julio de 2025.

Ministerio de Economía y Finanzas (2025). Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal. Ejercicio 2024.

Ministerio de Economía y Finanzas (2024). Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal. Ejercicio 2023.

Ministerio de Economía y Finanzas (2024). Nota Metodológica 2: Ingresos y egresos extraordinarios, definiciones y conceptos asociados.

Ministerio de Economía y Finanzas (2025). Nota Metodológica 6: Unificación de criterio metodológico para depurar el resultado fiscal del GC-BPS de utilidades extraordinarios de entes públicos.

8. Glosario de siglas

ANCAP: Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland

ANTEL: Administración Nacional de Telecomunicaciones

BCU: Banco Central del Uruguay

BID: Banco Interamericano de Desarrollo

BPS: Banco de Previsión Social

BROU: Banco de la República Oriental del Uruguay

CFA Consejo Fiscal Asesor

DGI: Dirección General de Impositiva

DL: Deuda neta límite del GC-BPS

DM: Enfoque de disciplina de mercado

DP: Deuda neta del GC-BPS

FED: Reserva Federal de Estados Unidos

FF: Enfoque de fatiga fiscal

FISLAC: Fiscal Sustainability for Latin America and the Caribbean Countries

FP: Función de Producción

FMI: Fondo Monetario Internacional

FSS: Fideicomiso de la Seguridad Social

GC: Gobierno Central

IMAE: Indicador Mensual de Actividad Económica

INE: Instituto Nacional de Estadística

MEF: Ministerio de Economía y Finanzas

MEM: Métodos estructurales multivariados

MEU: Métodos estructurales univariados

PIB: Producto Interno Bruto

PPP: Proyectos de Participación Público Privada

RFE: Resultado Fiscal Estructural

TPM: Tasa de política monetaria

UGD: Unidad de Gestión de Deuda

UTE: Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas