



**POLÍTICA FISCAL:
LINEAMIENTOS,
ENDEUDAMIENTO,
RESULTADO FISCAL
EFECTIVO Y PILARES DE
LA REGLA FISCAL**

Junio 2023



CONTENIDO:

1. Lineamientos estratégicos de la Política Fiscal	3
2. Resultado Fiscal Efectivo y Pilares de la Regla Fiscal	7
2.1. Resultado Fiscal Año 2022.....	7
2.1.1. Resultado Fiscal Efectivo.....	8
2.1.2. Pilares de la Regla Fiscal: Resultado Fiscal Estructural, Egresos Primarios, Endeudamiento Neto.....	9
2.1.3. Fondo Solidario Covid.....	9
2.2. Proyecciones Fiscales 2023-2027.....	11
2.2.1. Resultado Fiscal Efectivo	11
2.2.2. Primer Pilar de la Regla Fiscal: Resultado Fiscal Estructural.....	15
2.2.3. Segundo Pilar de la Regla Fiscal: Egresos Primarios.....	17
2.2.4. Tercer Pilar de la Regla Fiscal: Endeudamiento Neto.....	18
3. Dinámica de Deuda	19
3.1. Evolución del stock de deuda en 2022.....	19
3.2. Dinámica de la deuda 2023-2027: escenario base.....	20
3.3. Análisis de sensibilidad y cuantificación de la incertidumbre en las proyecciones de base.....	23



1. Lineamientos estratégicos de la Política Fiscal

Desde 2020, la política fiscal tiene como objetivo un manejo responsable y prudente de los dineros públicos como condición necesaria para la estabilidad macroeconómica que atraiga inversión, incremente el crecimiento potencial de la economía uruguaya y, con ello, genere empleos de calidad que deriven en mayor bienestar a los uruguayos.

El cuidado de los dineros públicos es esencial para preservar el gasto social a lo largo del tiempo sin comprometer la capacidad de pago del país ni tener que recurrir a la suba de impuestos cuando los ingresos corrientes no son suficientes para cubrir un gasto público excesivo.

Este manejo prudente de las finanzas públicas fue decisivo en la mejora crediticia del país en los últimos dos años, por parte de las cinco principales calificadoras de riesgo¹, proceso sólo comparable cuando el país obtuvo y recuperó el grado inversor en 1997 y 2012 respectivamente. En 2022, el país logró alcanzar la mayor nota de crédito de su historia, BBB+², apenas un escalón por debajo de la selecta categoría A. Esta mejora crediticia es importante porque reduce el costo de financiamiento del gobierno, con la consiguiente liberación de recursos públicos para la implementación de políticas sociales y, a la vez, reducción del costo crediticio en empresas e individuos del país. La mejora crediticia contribuye también a atraer mayor inversión, tanto pública como privada, y a aumentar el empleo para los uruguayos, a la vez que genera un impacto positivo en los ahorros de los trabajadores a través de la revalorización de los títulos públicos que administran los fondos previsionales.

Un manejo responsable de los dineros públicos implica buscar la sostenibilidad de la deuda pública. La sostenibilidad de la deuda hace referencia a la noción de que el volumen de deuda respecto al tamaño de la economía no crezca indefinidamente, asegurando la solvencia de largo plazo del gobierno. Desde el inicio de esta administración, se puso foco en estabilizar el stock de deuda del Gobierno Central-BPS en relación al producto. Así se plasmó en las sucesivas instancias presupuestales, incluyendo la actual, en las que se consignaron proyecciones de deuda con una trayectoria estable que era, a su vez, el ancla sobre la que se estimaban las cifras de los tres pilares de la regla fiscal instaurada en 2020.

Tal como se ilustra en el gráfico y tablas siguientes, en cada instancia presupuestal se propuso estabilizar el cociente de deuda en el año siguiente inmediato y en el período de proyección, es decir, cinco años móviles hacia adelante. A modo de ejemplo, en la instancia presupuestal del año 2020, se estimaba alcanzar un cociente de deuda neta de 60,6% ese año, cociente que subiría a 64% en 2022 para converger gradualmente a 63,9% hacia 2024. En junio del año pasado, en la rendición de cuentas de 2021, se estimaba alcanzar un cociente de deuda neta/PIB de 52,8% en 2022, convergiendo a niveles cercanos a 54% en los cinco años móviles hacia adelante.

¹ DBRS, Fitch Ratings, Moody's, R&I y Standard & Poor's.

² Por parte de R&I y S&P.



Cociente de Deuda Neta Estimado según Instancia Presupuestal

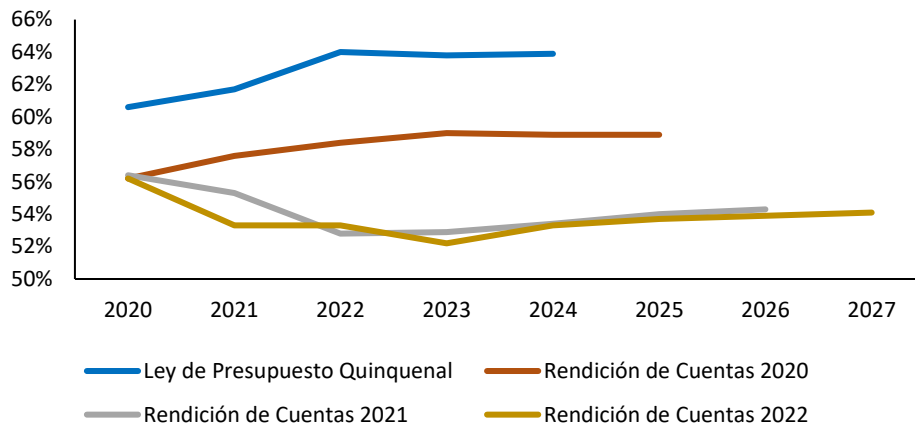
% del PIB ^{1/}

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ley de Presupuesto Quinquenal	60,6%	61,7%	64,0%	63,8%	63,9%			
Rendición de Cuentas 2020	56,2%	57,6%	58,4%	59,0%	58,9%	58,9%		
Rendición de Cuentas 2021	56,4%	55,3%	52,8%	52,9%	53,4%	54,0%	54,3%	
Rendición de Cuentas 2022	56,2%	53,3%	53,3%	52,2%	53,3%	53,7%	53,9%	54,1%

Dato observado. Cambios pueden obedecer a revisión de CCNN.

^{1/} En la Ley de Presupuesto Quinquenal, el PIB era base 2005 ya que el BCU aún no había publicado la base 2016.

Dinámica de Deuda Neta según Instancia Presupuestal
Gobierno Central, como % del PIB



En consecuencia, el manejo fiscal durante esta administración siempre se realizó considerando las prioridades políticas de gobierno, en el marco de la estabilización del endeudamiento público en relación al PIB. Ello determinó la cuantificación de los tres pilares que conforman la regla fiscal, para los cinco años móviles considerados, en el marco de los límites legales sobre el endeudamiento neto. También es el caso de la variación de los egresos primarios cuyo tope indicativo es el crecimiento potencial del PIB.

A modo de ejemplo, en la Rendición de Cuentas 2021, se planificaron las finanzas públicas para el período 2022-2026 de forma de atender un incremento del gasto fiscal – excluyendo COVID – en torno al 2% real anual de crecimiento potencial, a la vez que se estabilizaba el cociente de deuda neta entre 52,8% y 54,3% del PIB con los supuestos macroeconómicos asumidos en el escenario base. Para el año 2022, esto era consistente con un resultado fiscal estructural de -2,6% del PIB (primer pilar de la regla fiscal), una caída de 1,9% real de los egresos primarios (incluyendo COVID) y un tope de endeudamiento neto de US\$ 2.100 millones (pilar 3). Con las cifras de 2022 cerradas, el resultado fiscal estructural fue, efectivamente, 2,6% del PIB, el gasto primario real cayó 0,5% real y el endeudamiento neto subió US\$ 1.860 millones. El cociente de deuda neta/PIB, por su parte, cerró el año en 53,3% del PIB, en línea con el 52,8% estimado.

Es importante resaltar que, en los tres años de gestión de la actual administración, tanto las metas instrumentales de la regla fiscal como la proyección del cociente de deuda en relación al PIB fueron cumplidas cabalmente. Este cumplimiento fue consecuencia de un manejo prudente



de los dineros públicos y también de la evolución de los indicadores macroeconómicos en línea con lo esperado, incluyendo los precios relativos que, en algunos casos tuvieron una evolución favorable. Por ello, si bien la proyección en 2020 en la instancia del Presupuesto, era cerrar el año 2022 con un cociente de deuda pública/PIB de 64%, el resultado observado fue 53,3%³. En suma, la nueva regla fiscal instaurada en 2020, consta de tres pilares que, en cada instancia legal presupuestal, se determinan con el objetivo de atender las necesidades de políticas públicas a la vez de estabilizar el cociente de deuda/PIB. En concreto, para el año 2023 en curso, la expectativa de la deuda pública neta, con los indicadores macroeconómicos supuestos, es cerrar el año en 52,2% del PIB y entre 53% y 54% del PIB hacia el final del período de análisis, en 2027.

A continuación, se detalla la evolución de los tres pilares referidos en cada instancia presupuestal, atendiendo a los objetivos de gasto y de endeudamiento públicos antedichos.

Resultado Fiscal Estructural (Primer Pilar)

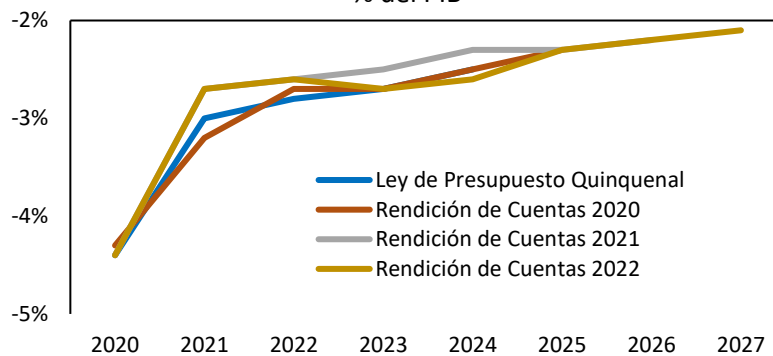
% del PIB ^{1/}

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ley de Presupuesto Quinquenal	-4,4%	-3,0%	-2,8%	-2,7%	-2,5%			
Rendición de Cuentas 2020	-4,3%	-3,2%	-2,7%	-2,7%	-2,5%	-2,3%		
Rendición de Cuentas 2021	-4,4%	-2,7%	-2,6%	-2,5%	-2,3%	-2,3%	-2,2%	
Rendición de Cuentas 2022	-4,4%	-2,7%	-2,6%	-2,7%	-2,6%	-2,3%	-2,2%	-2,1%

Dato observado. Cambios pueden obedecer a revisión de CCNN y estimación de PIB potencial.

^{1/} En la Ley de Presupuesto Quinquenal, el PIB era base 2005 ya que el BCU aún no había publicado la base 2016.

Resultado Fiscal Estructural según Instancia Presupuestal % del PIB



En el caso del resultado fiscal estructural, primer pilar de la regla fiscal, se partió en la Ley de Presupuesto Quinquenal con una meta indicativa de -2,7% del PIB para el año 2023. Esa meta se mantuvo en la instancia de Rendición de Cuentas 2020 mejorando a -2,5% del PIB al año siguiente, en la Rendición de Cuentas 2021. Ello, en la medida en que consignaban los datos

³ Cabe señalar que parte de esa diferencia se explicó por el cambio de base del PIB. No obstante, considerando la Rendición de Cuentas 2020, en que dicho cambio ya había acontecido, la expectativa era que el cociente de deuda/PIB cerrara 2022 en 63%, notoriamente por encima del cierre observado ese año.



observados hacia atrás, se modificaban los supuestos macroeconómicos hacia adelante y se actualizaba la dinámica de deuda. En la Rendición de Cuentas del año 2022 actual, la meta indicativa del resultado fiscal estructural retorna al nivel establecido en la exposición de motivos de la Ley de Presupuesto Quinquenal y la Rendición de Cuentas 2020, siendo igualmente consistente con una dinámica de deuda notoriamente más favorable (tanto en términos brutos como netos) a la prevista en dichas instancias presupuestales.

Variación de Egresos Primarios (Segundo Pilar)

en términos reales

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ley de Presupuesto Quinquenal	0,7%	-4,9%	1,8%	1,7%	1,8%			
Rendición de Cuentas 2020	0,6%	1,2%	-3,6%	1,8%	2,3%	2,1%		
Rendición de Cuentas 2021	0,6%	1,6%	-1,9%	1,0%	1,8%	2,0%	2,1%	
Rendición de Cuentas 2022	0,6%	1,6%	-0,5%	-0,6%	2,5%	2,8%	2,8%	2,8%

Dato observado. Cambios pueden obedecer a revisión de CCNN y estimación de PIB potencial.

^{4/} En la Ley de Presupuesto Quinquenal, el PIB era base 2005 ya que el BCU aún no había publicado la base 2016.

El segundo pilar de la regla fiscal se refiere a la variación real anual de los egresos primarios del gobierno central que no puede superar determinado valor. Ese tope a la variación de los gastos primarios del gobierno central está dado por el crecimiento económico potencial que surge de las estimaciones realizadas por MEF a partir de los insumos del Comité de Expertos sobre los factores de producción⁴. El crecimiento potencial se estimó inicialmente en 2,1% y este año se actualizó a 2,8% real anual. Esto significa que la regla fiscal habilita un aumento real del gasto público en esa misma magnitud, en línea con el crecimiento de largo plazo de la economía y, por tanto, de las expectativas de incremento futuro de los ingresos fiscales.

La estimación del aumento de gasto primario a lo largo de estos últimos años ha ido variando según los requerimientos estructurales y extraordinarios de gasto público, siempre atendiendo al tope referido. Para 2023, la expectativa es que los egresos primarios caigan 0,6% real, ya que se parte del año 2022 que tiene un gasto adicional significativo a través del Fondo COVID. Esta caída del gasto en 2023, consecuencia de la comparación con el gasto de 2022, es notoriamente distinta a la variación esperada para este año en instancias presupuestales previas, en las que se esperaba un incremento de gasto primario. De ahí la importancia de actualizar, año a año, las estimaciones y metas indicativas de cada uno de los pilares, a efectos de recoger lo acontecido en años previos, los nuevos supuestos macroeconómicos, considerar eventos extraordinarios y, fundamentalmente, la trayectoria de deuda esperada. Si se excluyen los gastos relacionados con el COVID, la expectativa es que el gasto primario crezca en torno a 1% real anual, luego de haber superado 3% real el año previo.

Además de ser instrumentales al objetivo de estabilizar el endeudamiento, otro aspecto a resaltar respecto a los tres pilares de la regla fiscal, es que no siempre logran maximizarse de forma simultánea, en la medida en que se ven afectados por factores de índole diversa. A modo de ejemplo, incrementar el gasto primario 2,1% real en 2023, implicaría un deterioro del resultado fiscal estructural a niveles de 3,5% del PIB, algo que sería inconsistente con la meta propuesta y con una trayectoria estable de deuda.

⁴ Dicho comité está actualmente integrado por doce consultores externos: CERES, CPA Ferrere, Exante, Grant Thornton, Universidad ORT, Pricewaterhouse Cooper, CED, FCEA-IECON, UCU, KPMG, UM y Equipos Consultores.



Del mismo modo, incrementar el endeudamiento neto al máximo establecido por Ley en 2022, hubiera implicado un incumplimiento de la meta indicativa del resultado fiscal estructural y hubiera sido incompatible con el objetivo de deuda trazado.

Tope de Endeudamiento Neto (Tercer Pilar)

en millones de dólares corrientes

	2020	2021	2022	2023	2024
Ley de Presupuesto Quinquenal	3.500	2.300	-	-	-
Rendición de Cuentas 2020 ^{2/}	3.113	2.990	2.100	-	-
Rendición de Cuentas 2021	3.113	2.563	2.100	2.200	-
Rendición de Cuentas 2022 ^{2/}	3.113	2.563	1.860	2.860	2.300

Dato observado.

^{2/} En 2021 y 2023, se solicitó activación de la cláusula de salvaguarda por lo que el tope incluye tal activación.

En base a los datos presentados, es posible afirmar que la nueva institucionalidad fiscal ha propiciado el manejo responsable de las finanzas públicas cumpliendo con todos los objetivos trazados, no sólo a nivel de metas cuantitativas sino, particularmente, a la hora de dar respuesta a las necesidades planteadas por la sociedad. En efecto, pese a la crisis sanitaria, la emergencia hídrica, y los shocks de precios internacionales, esta administración incrementó el gasto destinado a las áreas prioritarias y a la población más vulnerable, a la vez que redujo la carga tributaria a los contribuyentes de menores ingresos y a las pequeñas y medianas empresas.

2. Resultado Fiscal Efectivo y Pilares de la Regla Fiscal

2.1. Resultado Fiscal Año 2022

En el año 2022, se cumplió con la regla fiscal a la vez que se continuaron poniendo a disposición de la ciudadanía los recursos necesarios para atender la situación generada por la emergencia sanitaria. Así, se destinaron US\$ 401 millones, equivalentes a 0,6% del PIB, para sostener las medidas sociales, económicas y sanitarias derivadas de la pandemia. Por su parte, el conflicto entre Ucrania y Rusia, provocó una escalada en los precios de los alimentos a nivel global y Uruguay no fue ajeno a esta situación. En ese sentido, se presentaron medidas de apoyo focalizadas en los sectores sociales más vulnerables.

Estas acciones no impidieron el cumplimiento de los compromisos fiscales necesario para la estabilización macroeconómica y la generación de empleo. Por el contrario, las cifras fiscales estuvieron en línea con las previstas en la Ley de Rendición de Cuentas 2021 (Ley N° 20.075, de 20 de octubre de 2022), con especial énfasis en las referidas a los tres pilares de la regla fiscal, a saber, resultado fiscal estructural, gasto primario y endeudamiento neto, reforzando la credibilidad en la planificación y el manejo de la política fiscal del país.



2.1.1. Resultado Efectivo

El resultado del Gobierno Central - Banco de Previsión Social (GC-BPS) en 2022, se ubicó en -3,0% del Producto Interno Bruto (PIB). El ingreso de fondos al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS) en el marco de lo previsto en la Ley N° 19.590 fue de 0,2% del PIB, por lo que el resultado fiscal del GC-BPS, depurado de este efecto fue -3,2% del PIB.

Los ingresos del GC-BPS cerraron el año en 26,1% del PIB, aumentando 0,5% del PIB en comparación con 2021. Los ingresos de la Dirección General Impositiva (DGI) aumentaron 0,3% del PIB respecto a 2021, como consecuencia de la mayor recaudación de Impuesto al Valor Agregado (IVA) de 0,4% del PIB mientras que los ingresos del BPS aumentaron 0,3% del PIB.

Los egresos primarios del GC-BPS se ubicaron en 26,9% del PIB en 2022, disminuyendo 0,2% del PIB con respecto a 2021, particularmente debido a una caída en los gastos no personales de 0,4% del PIB.

Por su parte, las inversiones del GC presentaron un aumento de 0,5% del PIB respecto al año anterior.

Finalmente, el pago de intereses del GC-BPS ascendió a 2,2% del PIB, aumentando 0,1% del PIB respecto al año anterior.

El resultado global de las Empresas Públicas (EPP) fue superavitarario en 0,1% en términos del producto, lo que implica una reducción de 0,5% con respecto al año anterior. En particular, el resultado primario corriente de las EPP disminuyó en 0,4% del PIB explicada, principalmente, por el menor resultado de UTE, que en 2021 había obtenido ganancias extraordinarias de la mano de fuertes exportaciones de energía eléctrica a la región. Las inversiones del total de las EPP aumentaron en un 0,1% del PIB en comparación con el año anterior.

La suma del resultado global de las Intendencias y del Banco de Seguros del Estado (BSE) disminuyó 0,1% en términos del PIB con respecto a 2021.

Por tanto, en 2022, el resultado del Sector Público No Monetario (SPNM) se ubicó en -2,5% del PIB. Excluyendo el efecto del FSS, el resultado fiscal del SPNM se situó en -2,7 % del PIB.

El resultado global del BCU mejoró y se ubicó en -0,7% del PIB. Mientras que el resultado primario corriente en términos del PIB se ubicó en -0,1%, la carga de intereses fue de 0,6% del PIB.

En suma, en 2022, el resultado del Sector Público Global (SPG) fue de -3,2% del PIB, -3% del PIB en el caso del Gobierno Central-BPS. Depurado del efecto del FSS, dichos resultados se situaron en -3,4% y -3,2% del PIB respectivamente.



2.1.2. Regla Fiscal: Resultado Estructural, Egresos Primarios y Endeudamiento Neto

En línea con la nueva institucionalidad fiscal, en la Rendición de Cuentas 2021 (RC2021), el gobierno se trazó una meta indicativa de resultado fiscal estructural para ese año, a la vez que ratificaba el tope de variación del gasto primario en línea con el PIB potencial (2,1% real) y el tope de endeudamiento neto establecido un año atrás en US\$ 2.100 millones para ese año. Las tres metas fueron cumplidas en 2022, por tercer año consecutivo.

En lo que respecta al primer pilar de la regla fiscal, el resultado estructural, la Ley de Rendición de Cuentas 2021 se propuso alcanzar un valor de 2,6% del PIB. Dicho objetivo se cumplió cabalmente, alcanzándose ese valor en 2022. Cabe mencionar que, luego de incorporados los últimos insumos provistos por el Comité de Expertos respecto a sus expectativas futuras sobre los factores de producción, se revisó la estimación del producto potencial y del resultado fiscal estructural presentada en la Exposición de Motivos de la Ley de Rendición de Cuentas 2021, no sólo para 2022 sino también hacia atrás.

En cuanto a los egresos primarios, segundo pilar de la regla fiscal, los mismos descendieron 0,5% en términos reales respecto a 2021, manteniéndose por debajo del tope establecido en base al crecimiento potencial fijado en 2,1% real en la RC2021.

Finalmente, el artículo 343 de la Ley N°19996 (RC2020), estableció el tope legal de endeudamiento neto del Gobierno Central para 2022 en US\$ 2.100 millones. El Endeudamiento Neto del Gobierno se define como el endeudamiento bruto (la suma de emisiones de títulos de deuda pública y desembolsos de préstamos con organismos multilaterales de crédito e instituciones financieras), deducidas las amortizaciones y cancelaciones contractuales o anticipadas de títulos de deuda pública y préstamos, así como la variación de activos financieros del Gobierno Central (disponibilidades líquidas y otros activos financieros) durante el ejercicio (artículo N°697 de la Ley N° 19.924). En coordinación con la Contaduría General de la Nación (CGN), se llevó a cabo una conciliación de la cifra presentada del endeudamiento neto para el año 2022, resultando en la suma de US\$ 1.860 millones, dentro del tope legal establecido para el tercer pilar de la regla fiscal.

Pilares de la Regla Fiscal 2022		1º	2º	3º
Concepto	Resultado Fiscal Estructural (% del PIB)	Variación de Egresos Primarios (en términos reales)	Tope de Endeudamiento (en millones de dólares)	
Objetivo RC 21	-2.6	2.1	USD 2.100	
Observado 2022	-2.6	-0.5	USD 1.860	

2.1.3. Fondo Solidario COVID-19

Con el objetivo de dotar de transparencia los gastos derivados de la pandemia, se creó el Fondo Solidario COVID-19 a través de la Ley N° 19.874 el 8 de abril de 2020, medida que fue aprobada por unanimidad en el Parlamento. De esta forma, desde el inicio de la pandemia y durante el año 2022, los gastos fiscales se pueden dividir en dos grandes categorías: por un lado, las medidas de contención a la pandemia y, por otro, el gasto no asociado a la emergencia sanitaria, mayoritariamente estructural o permanente.



Los gastos que se registran en el Fondo Solidario COVID-19, administrado por el MEF, son los relativos a la protección de la población en términos de medidas sanitarias (de prevención, mitigación, atención y rehabilitación), de apoyo a la población más vulnerable (alimentación, transferencias sociales, etc.) y de apoyo al sector productivo y el empleo (prestaciones sociales por desempleo y enfermedad, subsidios y resignación de recaudación derivada de la reducción del empleo).

En relación a los ingresos, la Ley estableció que los recursos del Fondo se componen de un porcentaje de utilidades del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) y un porcentaje de las utilidades acumuladas de la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND), además de donaciones, transferencias y fondos originados en préstamos de organismos internacionales y multilaterales de crédito.

En relación a los egresos, para algunas medidas se midió el costo directo de la misma, como por ejemplo para los gastos sanitarios, mientras para otras se estimó el costo.

En los casos del Seguro de Desempleo y el Subsidio por Enfermedad, para estimar el monto del gasto que corresponde a la emergencia sanitaria en cada mes de 2022, se estimó primero el gasto que se hubiera dado en el caso en que ésta no hubiera existido. Para ello, se tomó como referencia el monto pagado el mismo mes del año 2019, ajustado por la evolución salarial acumulada en el período. La diferencia entre el monto efectivamente pagado en 2022 y el monto de referencia estimado para el escenario sin pandemia, fue el gasto considerado atribuible al efecto de la emergencia sanitaria y, por tanto, asignado al Fondo COVID.

También se debió estimar el efecto de la pandemia en los aportes a la seguridad social, como consecuencia de que los trabajadores ingresaran al Seguro de Desempleo o al Subsidio por Enfermedad. Se estimó el monto de la Resignación de Aportes, considerando en primer lugar, un cociente promedio entre aportes legales (por tipo, patronal personal y FONASA) y el costo de la prestación social recibida (Seguro de Desempleo o Subsidio por Enfermedad). Así, en función de las prestaciones pagadas y el cociente promedio definido, se estimó la resignación de aportes generados asociados a cada prestación.

Adicionalmente, para determinar el monto de los aportes resignados que hubieran correspondido al BPS, se descontaron los aportes que hubieran sido transferidos a las AFAP. Asimismo, la Resignación de Aportes del BPS y DGI incorpora el efecto de otros subsidios otorgados, así como la reducción en la recaudación producto de las leyes Nº 19.942 y Nº 19.956. En ambas leyes se estipularon medidas de alivio tributario para mitigar el impacto económico de la crisis sanitaria.

En todas las estimaciones de costos se utilizaron las mismas metodologías utilizadas en las estimaciones de costos en 2021.

A continuación, se detallan los principales rubros de ingresos y egresos del Fondo Solidario COVID-19 ejecutados durante el año 2022⁵:

⁵ Para la rendición de cuentas desagregada del Fondo Solidario COVID-19 del año 2022 véase el documento en <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/fondocovid>



EJERCICIO 2022

FONDO SOLIDARIO COVID - 19

	Total		% del PIB
	Millones de pesos	Millones de dólares	
Donaciones y Transferencias	194	5	0,0%
Menores Transferencias AFAP	70	2	0,0%
INGRESOS FONDO COVID-19	264	6	0,0%
Medidas Sociales	1.065	26	0,0%
AFAM- PE y TuApp	843	20	0,0%
Programas de Alimentación	179	4	0,0%
Refugios, Programas de Vivienda y Otros	43	1	0,0%
Medidas Económicas y de Empleo	3.903	95	0,1%
Subsidio por Enfermedad	2.191	53	0,1%
Resignación de Ingresos BPS	1.436	35	0,0%
Programa Oportunidad Laboral	374	9	0,0%
Otras Medidas de Empleo	-99	-2	0,0%
Medidas Sanitarias	11.804	287	0,4%
Plan de Vacunación	3.000	73	0,1%
Pruebas de Diagnóstico ¹	3.533	86	0,1%
Insumos Sanitarios	5.271	128	0,2%
EGRESOS FONDO COVID-19	16.772	407	0,6%
RESULTADO FONDO COVID-19	16.508	401	0,6%

¹ Incluye un ajuste de \$34.813.378 por concepto de devoluciones asociadas a estudios de diagnóstico. Los totales aquí presentados no contemplan aquellos pagos correspondientes a tests de diagnóstico COVID no financiados a través del Fondo COVID-19. Los mismos fueron abonados mediante convenio extra-judicial y ascendieron a \$2.416.160.659. No obstante, los mismos se consideran egresos extraordinarios del 2022.

Tal como se establece en el Decreto N° 117/022, el Fondo Solidario COVID-19 financiará las acciones que a la fecha del cese de la emergencia sanitaria dispuesto por Decreto N° 106/022, de 5 de abril de 2022, hubieran sido comprometidas, se encontraran vigentes y en ejecución con plazo pendiente, hasta su finalización. En este sentido, los últimos egresos presupuestales del Fondo COVID-19 se devengaron hasta el mes de diciembre 2022. Sin embargo, en los primeros meses de 2023, se observaron egresos fiscales (criterio caja) que, a la fecha ascienden a unos 416 millones de pesos.

2.2. Proyecciones Fiscales 2023-2027

2.2.1. Resultado fiscal efectivo

Para el año 2023, se espera que los ingresos de GC - BPS, excluyendo los ingresos del FSS, se deterioren en 0,2% del PIB respecto al año anterior. Por su parte, los egresos primarios disminuirían 0,4% del PIB, mientras que se prevé que los intereses incrementen 0,2% del PIB. De esta forma, el resultado global del GC - BPS excluyendo el efecto del FSS, cerraría 2023 con un déficit de 3,2% del PIB, manteniéndose estable respecto a 2022.



La reducción de 0,5 p.p. en los ingresos del GC, obedecería mayoritariamente a una reducción en la recaudación de DGI por una combinación de factores asociada, entre otros, a un menor IVA importación y mayores devoluciones de certificados de crédito – en las que cabe destacar a la empresa UTE. Por su parte, los ingresos del BPS excluyendo los ingresos del FSS, aumentarían 0,2% respecto al año anterior.

Para 2024, se prevé una mejora fiscal de 0,5% del PIB respecto a 2023, finalizando con un resultado global de GC-BPS de -2,7% del PIB, excluyendo el efecto del FSS. Se espera que los ingresos del GC-BPS mejoren 0,2% del PIB respecto a 2023, mientras que los egresos primarios disminuirían 0,2% del PIB.

La proyección de remuneraciones se encuentra en línea con lo establecido en los artículos 3, 4 y 5 de la Ley N° 20.075 (RC2021) que, no sólo respeta el compromiso del gobierno de recuperar el nivel de salario real al 1° de enero de 2024 (Artículo N° 4 de la Ley de Presupuesto), sino que establece una recuperación salarial por encima de los niveles de pre pandemia para los trabajadores estatales. Tendrán mayores aumentos salariales las remuneraciones más sumergidas, en particular en las áreas de Interior y Defensa.

Considerando la evolución proyectada tanto para la deuda del Gobierno Central como para las variables macroeconómicas relevantes, se prevé que la partida de intereses converja en torno a 2,3% del PIB hacia 2024.

Para las Empresas Públicas (EPP) se prevé un resultado global equilibrado en 2023, reduciéndose 0,1% del PIB respecto al año anterior y mejorando hacia el 2024. Por otro lado, se espera que el resultado primario del BSE y de Intendencias, se mantenga estable en términos del PIB en esos años, lo que resultaría en un resultado global de 0,4% del PIB en 2023 y 0,6% del PIB en 2024 para el “Resto del Sector Público No Monetario”.

En línea con lo anterior, se proyecta un resultado global del SPNM, excluyendo el efecto del FSS, de -2,8% para el año 2023, y -2,1% del PIB hacia 2024.

Por su parte, para 2023, se espera una mejora del resultado global del BCU respecto a 2022 de 0,1%, explicado principalmente por un menor pago de intereses, cerrando en -0,5% del PIB. Hacia 2024, dicho resultado convergería a -0,4% del PIB.

En suma, se prevé un resultado global del SPC de -3,3% del PIB para 2023 excluyendo el efecto del FSS, mientras que dicho resultado cerraría 2024 en -2,6% del PIB lo que implica una mejora del resultado global del SPC en el horizonte de proyección a 2027.

En cuanto a los años 2025, 2026 y 2027, su inclusión obedece al nuevo marco temporal definido en la nueva institucionalidad fiscal puesta en marcha por el actual gobierno, cuyo objetivo es otorgar una visión de mediano plazo en materia de perspectivas económicas y evolución de las finanzas públicas. No obstante, en la medida en que dichos años exceden el período del actual gobierno, la proyección se realiza de forma meramente pasiva, particularmente en materia de gastos discrecionales del GC-BPS. En particular, se utiliza el supuesto de que, a partir del año 2025, se optimiza el segundo pilar de la regla fiscal (variación real de egresos primarios), hasta alcanzar el tope actual vigente (+2,8% real anual), impulsado por el rubro inversiones. De esta



forma, para ese año, se prevé un resultado fiscal de -2,4% del PIB para el GC-BPS, excluyendo el efecto del FSS. Para 2026 y 2027, se prevén resultados fiscales de -2,3% y -2,2% del PIB respectivamente.



EJERCICIO 2022

Resultado Fiscal Sector Público 1/

* Proyecciones en % del PIB

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
INGRESOS GOBIERNO CENTRAL - BPS	25,6	26,1	25,8	26,0	26,3	26,3	26,2
Gobierno Central	19,1	19,3	18,9	19,0	19,3	19,3	19,3
DGI	16,2	16,5	16,1	16,2	16,5	16,6	16,6
Comercio Exterior	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
Otros	1,9	1,7	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
BPS	6,5	6,8	6,9	7,0	7,0	7,0	6,9
Ingresos netos FSS Ley N° 19.590	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EGRESOS PRIMARIOS GOBIERNO CENTRAL - BPS	27,2	26,9	26,6	26,3	26,3	26,3	26,2
Egresos Primarios Corrientes Gobierno Central - BPS	26,1	25,4	25,4	25,2	24,9	24,5	24,0
Remuneraciones	4,7	4,6	4,6	4,6	4,5	4,3	4,2
Gastos no personales	4,3	3,9	3,5	3,5	3,3	3,2	3,1
De los cuales: PPP	0,2	0,1	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
Pasividades	9,1	8,9	9,1	9,1	9,1	9,1	8,9
Transferencias	8,0	8,0	8,1	8,0	8,0	7,9	7,8
Inversiones GC	1,1	1,6	1,2	1,1	1,4	1,8	2,2
RESULTADO PRIMARIO GOBIERNO CENTRAL - BPS	-1,6	-0,8	-0,7	-0,3	0,0	0,1	0,0
Intereses Gobierno Central - BPS	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1
BPS - FSS Ley N° 19.590 (-)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
RESULTADO GLOBAL GOBIERNO CENTRAL - BPS	-3,7	-3,0	-3,1	-2,6	-2,3	-2,2	-2,1
RESULTADO GLOBAL GOBIERNO CENTRAL - BPS s/50	-4,1	-3,2	-3,2	-2,7	-2,4	-2,3	-2,2
Resultado Primario Corriente Empresas Públicas	1,4	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2
Inversiones Empresas Públicas	0,7	0,8	0,9	0,8	1,0	0,7	0,7
RESULTADO PRIMARIO EMPRESAS PÚBLICAS	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,4	0,5
Intereses Empresas Públicas	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
RESULTADO GLOBAL EMPRESAS PÚBLICAS	0,6	0,1	0,0	0,2	0,0	0,3	0,4
RESULTADO PRIMARIO INTENDENCIAS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Intereses Intendencias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RESULTADO GLOBAL INTENDENCIAS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
RESULTADO PRIMARIO BSE	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses BSE	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
RESULTADO GLOBAL BSE	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
R. GLOBAL RESTO SECTOR PÚBLICO N. MONETARIO	1,1	0,5	0,4	0,6	0,4	0,8	0,8
RESULTADO PRIMARIO SECTOR PÚBLICO NO MONETARIO	-0,6	-0,5	-0,5	0,1	0,3	0,7	0,7
RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO NO MONETARIO	-2,6	-2,5	-2,7	-2,0	-1,9	-1,4	-1,3
RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO NO MONETARIO S/50	-3,0	-2,7	-2,8	-2,1	-2,0	-1,5	-1,4
RESULTADO PRIMARIO BCU	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Intereses BCU	0,9	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4
RESULTADO GLOBAL BCU	-0,9	-0,7	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5
RESULTADO PRIMARIO SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO	-0,7	-0,6	-0,5	0,1	0,2	0,6	0,6
RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO	-3,5	-3,2	-3,2	-2,5	-2,5	-2,0	-1,8
RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO S/50	-3,9	-3,4	-3,3	-2,6	-2,6	-2,1	-1,9

1/ La suma de las cifras puede no coincidir por razones de redondeo



2.2.2. Primer Pilar de la Regla Fiscal: Resultado Fiscal Estructural

Si bien para el año 2023, el resultado fiscal efectivo del GC-BPS sería deficitario en 3,1% del PIB (3,2% del PIB excluyendo los ingresos del FSS), una vez ajustado por el efecto ciclo y partidas extraordinarias⁶, el mismo se situaría en -2,7% del PIB. El ajuste por partidas extraordinarias reduciría el déficit en 0,1% del PIB mientras que el ajuste cíclico lo haría en 0,2% del PIB.

Cabe mencionar que la brecha PIB se estima ahora en -2,2% para 2023, por debajo de la expectativa de -0,8% en la RC2021, lo que implica un mayor ajuste cíclico. Ello, en la medida en que se espera un menor crecimiento del PIB efectivo en 2023 y, por otra parte, el PIB potencial sería mayor según los nuevos insumos del Comité de Expertos. No obstante ello, parecería haber un conjunto de factores no completamente captados por el ajuste cíclico y que estarían afectando negativamente la recaudación neta de la DGI en 2023, particularmente en aquellos tributos asociados a la importación.

Por todo ello, tal como se explicitara anteriormente, la meta indicativa del resultado fiscal estructural para el año corriente retornaría al objetivo establecido en la Ley de Presupuesto Quinquenal, situándose 0,2 puntos porcentuales por debajo de lo esperado en la RC2021. Como ya fue dicho, la expectativa del cociente del stock de deuda bruta en relación al PIB es notoriamente inferior a ambas instancias presupuestales referidas para 2023 y, para 2027, similar a la prevista en la RCC21 para el año 2026.

En 2024, se estima cerrar con un déficit fiscal efectivo de 2,6% del PIB que, en términos estructurales, equivaldría a un déficit de 2,6% del PIB. La brecha PIB ese año se mantendría negativa en 1,1% por debajo del nivel potencial.

Las proyecciones pasivas de 2025, que asumen que el gasto primario aumenta en línea con el máximo habilitado por Ley, son consistentes con mejoras adicionales del resultado fiscal estructural a -2,3% del PIB en 2025, -2,2% en 2026 y -2,1% del PIB en 2027. La brecha PIB, por su parte cerraría el año 2027, 0,8% por debajo de su nivel potencial.

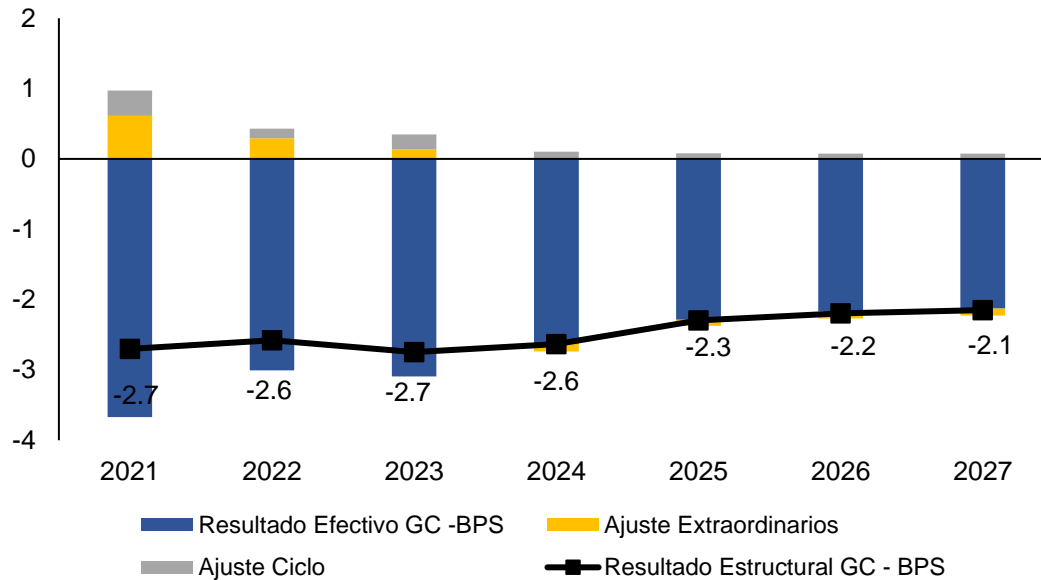
El 28 de junio pasado, se mostraron estos resultados al Consejo Fiscal Asesor⁷, el que próximamente se pronunciará respecto a la aplicación de la metodología vigente en las estimaciones del resultado fiscal estructural.

6 En la sección Nueva Institucionalidad Fiscal de la página web del Ministerio de Economía y Finanzas detalla la metodología para la estimación del resultado fiscal estructural. Allí se explica en detalle cómo se efectúa el ajuste de extraordinarios y cíclico. Se puede ver un detalle de las partidas extraordinarias identificadas en: <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/comunicacion/publicaciones>

7 El Consejo Fiscal Asesor es un consejo externo al MEF y está actualmente integrado por los economistas Alfonso Capurro, Ana Fostel y Aldo Lema.



Resultado Fiscal Estructural % del PIB



EJERCICIO 2022

Resultado Fiscal Observado y Estructural del GC - BPS

* Proyecciones en % del PIB

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Resultado Efectivo GC -BPS	-3,7	-3,0	-3,1	-2,6	-2,3	-2,2	-2,1
Ajuste Extraordinarios	0,6	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Ingresos	0,5	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Egresos	1,5	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Brecha	-3,9	-1,4	-2,2	-1,1	-0,8	-0,7	-0,8
Ajuste Ciclo	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Ingresos GC-BPS	0,7	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1
Egresos GC-BPS	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Resultado Estructural GC - BPS	-2,7	-2,6	-2,7	-2,6	-2,3	-2,2	-2,1



2.2.3. Segundo Pilar de la Regla Fiscal: Egresos Primarios

Se adjunta la variación del gasto primario previsto en el horizonte temporal 2023-2027. Tal como se informara oportunamente, las nuevas estimaciones de crecimiento potencial, a partir de los insumos recibidos por el MEF el 31 de mayo pasado, arrojan un aumento del mismo de 2,1% real anual a 2,8% real anual, con el consiguiente incremento del tope vigente para la variación de los egresos primarios a partir de 2024.

Dicho aumento obedeció, mayoritariamente, a mayores datos observados de inversión fija y fuerza de trabajo en 2021 y 2022, en relación a los estimados por el Comité de Expertos. En menor medida, obedeció a mejores expectativas respecto a dichos factores una década hacia adelante.

Para 2023, se estima que los egresos primarios caerán 0,6% real anual respecto a 2022, debido a la alta base de comparación 2022 que incluía los gastos del fondo COVID. Excluyendo este efecto, se estima un aumento del gasto primario en torno a 1% real. Cabe mencionar que este año, el gobierno implementó un alivio tributario que tiene un impacto de única vez en el balance fiscal similar al de un aumento de gasto. De 2025 en adelante, se asume que la variación del gasto primario se optimiza al tope de 2,8% real anual, ajustando al alza el rubro inversiones.

EJERCICIO 2022

Egresos Primarios GC - BPS asumiendo maximización del pilar 2 en el rubro inversiones

* Variación real, en %

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egresos Primarios Gobierno Central - BPS	1,6	-0,5	-0,6	2,5	2,8	2,8	2,8
Remuneraciones	-1,7	-1,3	2,1	1,4	0,7	0,0	0,0
Gastos no personales	20,4	-9,6	-8,8	4,3	-3,7	-0,9	0,0
Pasividades	0,1	-1,9	3,2	3,4	2,9	2,3	1,4
Transferencias	-1,8	0,5	1,9	2,3	2,8	1,9	1,2
Inversiones	-6,0	43,7	-23,2	-3,3	31,8	27,7	28,6
Tope		2,1	2,1	2,8	2,8	2,8	2,8

No obstante el supuesto anterior, cabe precisar que la proyección pasiva de la variación real de los gastos primarios para 2025, 2026 y 2027 es de 1,9%, 1,2% y 1% real respectivamente, tal como se consigna en el gráfico siguiente.



EJERCICIO 2022

Egresos Primarios GC - BPS estimación pasiva

* Variación real, en %

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egresos Primarios Gobierno Central - BPS	1,6	-0,5	-0,6	2,5	1,9	1,2	1,0
Remuneraciones	-1,7	-1,3	2,1	1,4	0,7	0,0	0,0
Gastos no personales	20,4	-9,6	-8,8	4,3	-3,7	-0,9	0,0
Pasividades	0,1	-1,9	3,2	3,4	2,9	2,3	1,4
Transferencias	-1,8	0,5	1,9	2,3	2,8	1,9	1,2
Inversiones	-6,0	43,7	-23,2	-3,3	10,7	-2,6	1,9
Tope		2,1	2,1	2,8	2,8	2,8	2,8

Cabe resaltar que las estimaciones del déficit estructural, endeudamiento neto y stock de deuda aquí consignados – y presentados oportunamente en la exposición de motivos de la Rendición de Cuentas 2022 – se hicieron bajo el supuesto de maximización del pilar 2 en el rubro inversiones.

2.2.4. Tercer Pilar de la Regla Fiscal: Endeudamiento Neto

Endeudamiento Neto del Gobierno Central en 2023

Tal como se describe en el capítulo de Gestión de Deuda, el Endeudamiento Neto del Gobierno que se proyecta, derivado del plan financiero para 2023, es de US\$ 2.370 millones. Tal como se mencionó anteriormente, el nuevo marco fiscal introducido en la Ley de Presupuesto 2020-2024, estableció un límite al máximo endeudamiento neto del gobierno anual. El tope legal se estableció en US\$ 2.200 millones para el 2023. El Gobierno considera que la actual emergencia de déficit hídrico configura las condiciones previstas para la ampliación del límite legal de endeudamiento neto. En virtud de ello, el Poder Ejecutivo comunicará a la Asamblea General que invocará el uso de la facultad dispuesta en el artículo 699 referido anteriormente, el cual permite ampliar el tope legal de endeudamiento neto para 2023, hasta US\$ 2.860 millones de dólares, a efectos de contemplar el déficit previsto.

Endeudamiento Neto del Gobierno Central en 2024

La proyección de endeudamiento neto del gobierno para el año 2024 que se deriva del programa financiero se proyecta en US\$ 2.200 millones, por lo que, en el proyecto de Ley de Rendición de Cuentas que precede a esta Exposición de Motivos, se presenta un tope legal de endeudamiento neto de US\$ 2.300 millones.



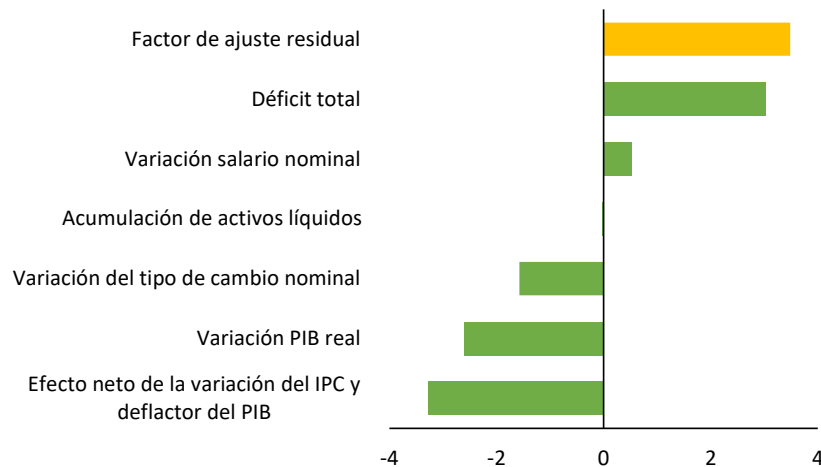
3. Dinámica de Deuda

3.1. Evolución del stock de deuda en 2022

La deuda bruta cerró 2022 en 57.4% del PIB, en línea con el cociente estimado para dicho año en la Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal del Ejercicio 2021 (57.6% del PIB). Ello implicó una disminución de 0,43 puntos porcentuales respecto al cierre de 2021, mientras que la deuda neta se mantuvo estable durante el mismo período.

Utilizando la metodología presentada en la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2020-2024, es posible desagregar la incidencia de los distintos determinantes macroeconómicos en la variación entre 2021 y 2022 de la deuda bruta como porcentaje del PIB. Como se observa en el gráfico debajo, el principal factor fue el déficit fiscal (con una incidencia de 3 puntos porcentuales). La apreciación de la moneda también tuvo un impacto significativo en la caída del cociente deuda/PIB, dada la aún alta dolarización de la deuda y el componente transable en la estructura del PIB. El efecto combinado de la variación del IPC y del deflactor del PIB nominal tuvo un efecto neto de reducción del cociente de deuda⁸.

Contribución de factores a la variación de deuda bruta como % del PIB en 2022



Fuente: MEF.

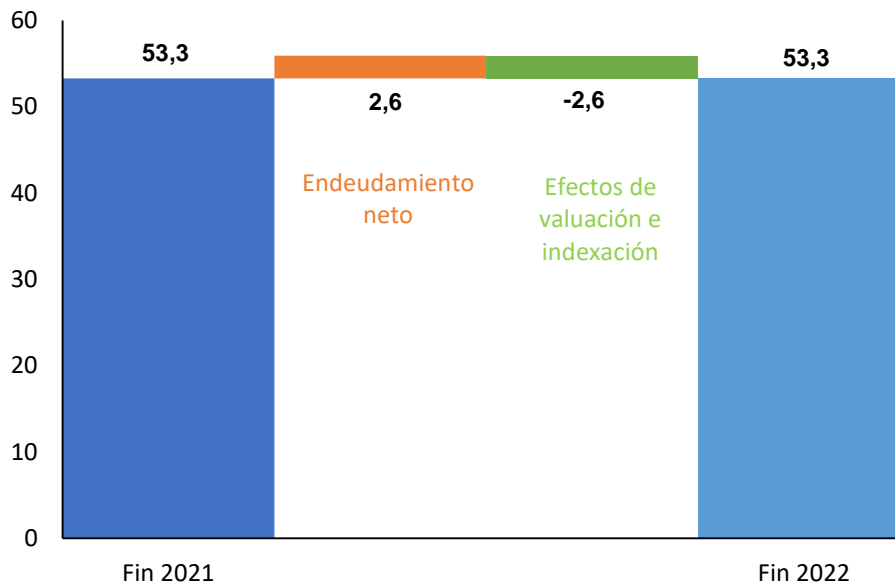
También es posible descomponer la variación entre 2021 y 2022 en la deuda neta como porcentaje del PIB, identificando la contribución del flujo de endeudamiento neto. Como se muestra en la gráfica debajo, el endeudamiento neto contribuyó en 2,6 puntos porcentuales a la variación del cociente deuda neta/PIB en dicho período. Sin embargo, el efecto combinado de

⁸ El factor residual de ajuste, que también se presenta en el gráfico, asegura la consistencia entre: (i) la variación del stock de la deuda pública bruta en el período considerado, (ii) el flujo de endeudamiento neto en el año y (iii) los efectos de valuación e indexación captados en el modelo. Este factor incluye diferencias en cotizaciones de monedas extranjeras, los efectos de las emisiones de mercado por arriba o por debajo de la par, el pago de cupones de la deuda en distintos momentos del año y el tratamiento estadístico de los bonos de capitalización del BCU, entre otros.



los movimientos intra-anales en los tipos de cambio, tasas, salarios y precios sobre stocks de activos y pasivos y PIB, tuvieron una contribución negativa que compensó casi enteramente el endeudamiento neto, explicando que el cociente de stock de deuda neta se haya mantenido estable.

Contribución a la variación de deuda neta como % del PIB en 2022



Fuente: MEF.

3.2. Dinámica de la deuda 2023-2027: escenario base

La sostenibilidad de la deuda hace referencia a la noción de que el volumen de deuda respecto al tamaño de la economía no crezca indefinidamente, asegurando la solvencia de largo plazo del gobierno. Por ejemplo, en una economía que no crece, un déficit primario constante financiado con deuda no resulta viable en el largo plazo, porque cada nueva emisión de deuda genera una mayor carga intereses que aumenta el déficit total (primario más intereses) y exige mayores emisiones de deuda y, así sucesivamente. En consecuencia, la deuda total, como porcentaje del PIB, aumentaría en forma persistente.

Para proyectar y analizar la evolución del stock de deuda (bruta y neta) del Gobierno Central como porcentaje del PIB, se utiliza un modelo que resume la ecuación canónica de la restricción presupuestaria del Gobierno expresada en pesos corrientes⁹. Partiendo del nivel y composición por monedas, instrumentos, tasas y plazos de los pasivos y activos del gobierno a fin de 2022, el modelo incorpora como insumos:

1) El escenario macroeconómico de Uruguay e internacional para el período 2023-2027, asumiendo exógenamente la evolución de variables financieras internacionales, en base a

⁹ Por más información respecto a la metodología utilizada en el modelo, por favor acceda al anexo metodológico incluida en la Exposición de Motivos, Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2020-2024.



proyecciones de fuentes públicas reconocidas. En el cuadro debajo se presentan los valores proyectados (promedio anual) de las tasas de interés relevantes para el período 2023-2027:

Supuestos sobre tasa de interés de referencia

En %

	2023	2024	2025	2026	2027
Term SOFR- 3 meses	4,9	3,4	3,4	3,4	3,4
Bono en dólares del Tesoro de EE.UU. a 10 años	3,5	3,3	3,4	3,4	3,4
Préstamos con Multilaterales	6,1	4,6	4,6	4,6	4,6
Bono en dólares de Uruguay a 10 años	4,2	4,1	4,1	4,0	4,0
Bono en yenes de Uruguay a 10 años	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Bono en pesos nominales de Uruguay a 10 años	9,8	9,0	8,7	8,5	8,3
Bono en UI de Uruguay a 10 años	3,3	3,1	3,0	2,9	2,9
Bono en UP de Uruguay a 10 años	2,2	1,9	1,6	1,5	1,5

Fuente: Bloomberg y MEF.

2) El programa financiero descrito en el capítulo de Gestión de Deuda, que incluye el monto anual de emisiones por moneda y el perfil de servicio de deuda (amortizaciones y pago de intereses) pre-determinado.

3) Variables objetivos de gestión de deuda, consistente con: (i) una ponderación de la deuda en moneda nacional del Gobierno levemente mayor de 50% al finalizar el año 2024, y (ii) un nivel de liquidez y líneas de crédito precautorias a fin de cada año que sea al menos 100% del servicio de deuda proyectado para el año subsiguiente.

La tabla y gráfico debajo presentan los resultados de la dinámica de deuda en el escenario central derivados del modelo:

Resultados del modelo

	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*	2026*	2027*
Deuda bruta (% del PIB)	61,3	57,8	57,4	55,8	56,9	57,3	57,4	57,6
Deuda neta (% del PIB)	56,2	53,3	53,3	52,2	53,3	53,7	53,9	54,1
Deuda en moneda local (en % del total de deuda)	45,5	47,3	52,6	55,0	56,6	57,2	57,2	57,4
Tasa de interés efectiva, anual de la deuda (en %) ^{1/}	4,7	4,3	4,4	4,5	4,4	4,2	4,1	4,0

Notas:

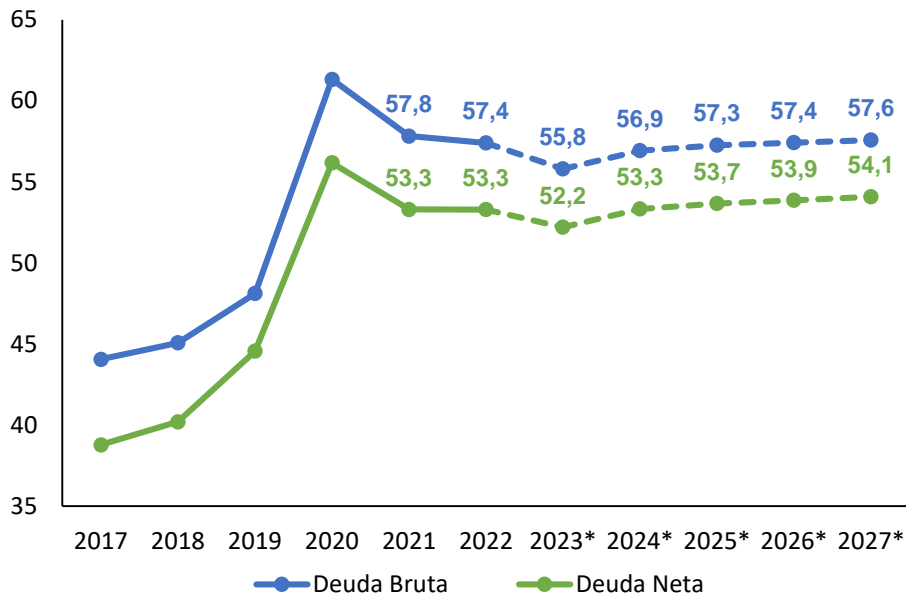
1/ corresponde al total de intereses pagados en un año como proporción del stock de deuda al final del año anterior

* proyecciones

Fuente: MEF.



Deuda bruta y neta sobre el PIB en %

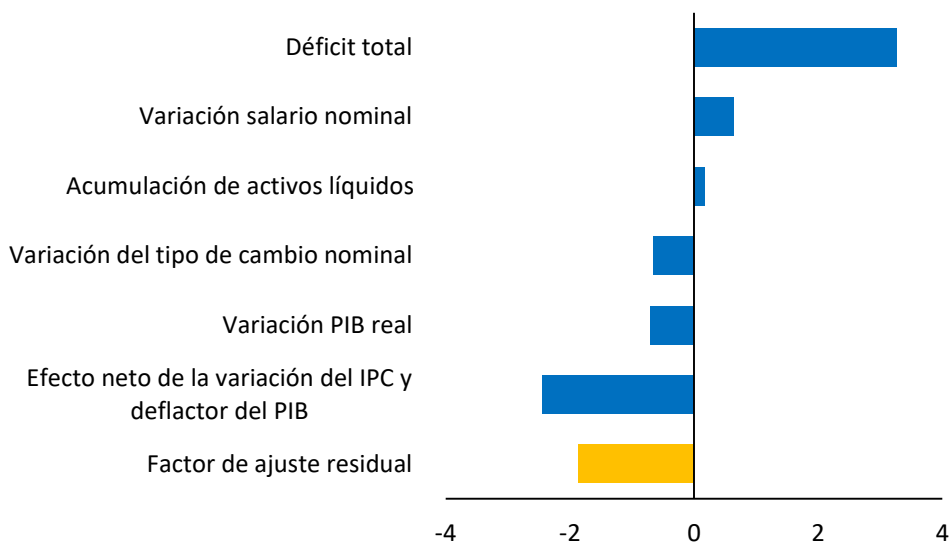


* Proyecciones
Fuente: MEF.

De acuerdo con los resultados de la dinámica de deuda del modelo, para fin de 2023 se estima una caída en aproximadamente 1,6 puntos porcentuales del PIB en la deuda bruta y de 1,1 puntos porcentuales en la deuda neta del Gobierno, respecto a fin de 2022. La contribución proyectada de los factores determinantes para la deuda bruta se presenta en el gráfico debajo:



Contribución de factores a la variación proyectada de deuda bruta como % del PIB en 2023



Fuente: MEF.

Tal como se observa en el gráfico, el déficit fiscal tiene una contribución positiva a la evolución proyectada de la deuda bruta como porcentaje del PIB. Asimismo, la variación del tipo de cambio nominal proyectada durante 2023 contribuye a reducir la deuda bruta como porcentaje del PIB, y el aumento esperado del salario nominal impacta en el incremento de la deuda bruta dada la proporción que está denominada en UP. Por último, para 2023 se proyecta una contribución a la baja sobre la relación deuda/PBI del efecto neto de: (i) la variación del IPC (que aumenta el stock nominal de deuda dado que la proporción de la deuda indexada a la UI es casi un tercio del total) y (ii) del deflactor del PIB (que reduce el cociente al aumentar el PIB nominal en pesos). Para el resto del período (2024-2027), el modelo proyecta un patrón de convergencia de la deuda bruta y neta del Gobierno Central a 57,6% y 54,1%, respectivamente– alcanzando una trayectoria estable sobre la base de un manejo fiscal responsable, un mayor crecimiento de la economía y un ritmo gradual de aumento del tipo de cambio real. Por su parte, se aprecia una reducción significativa en la tasa de interés efectiva, que contribuye a mitigar la dinámica de endeudamiento.

3.3. Análisis de sensibilidad y cuantificación de la incertidumbre en las proyecciones de base

El modelo de dinámica de deuda descrito en la sección anterior permite trazar una proyección anual del cociente deuda sobre el PIB bajo cierto escenario macroeconómico y de finanzas públicas de base, y dada la estrategia de financiamiento planteada. Si bien dicha proyección es importante para evaluar y apoyar la toma de decisiones de políticas económicas, igualmente importante es comprender la potencial variabilidad de dicha trayectoria a cambios en el escenario base.



En esta sección se explicita y cuantifica la incertidumbre que existe en el ejercicio de pronóstico de la evolución de la deuda. Para ello, se considera la posibilidad que el comportamiento futuro de algunas de las variables que determinan la dinámica de deuda se vea expuestas a shocks aleatorios que las desvían del valor asumido en el escenario base. Estos shocks se construyen en base al comportamiento histórico de las variables y sus interrelaciones a lo largo del ciclo. Se obtiene así un rango posible de trayectorias de deuda sobre PIB con una distribución probabilística asociada (conocido como fan chart o gráfico de abanico), que permite evaluar la distribución de riesgos alrededor de la proyección puntual que surge del escenario base.

El escenario base del modelo es el derivado por el MEF siguiendo la metodología presentada en el Anexo Metodológico de la Exposición de Motivos de la Ley de Presupuesto Nacional. La construcción consistente del *fan chart* alrededor de la proyección central se describe en la Exposición de Motivos de la Rendición de Cuentas 2021, y se basó en la metodología y asesoramiento técnico del Fondo Monetario Internacional, utilizando la herramienta *Debt Dynamics Tool (DDT)* descrita en Acosta-Ormaechea y Martínez (2021).

Siguiendo la metodología allí descrita, se simularon 1.000 escenarios distintos donde se aplican shocks aleatorios al crecimiento real del PIB y a la tasa de interés en dólares amplificada por variaciones en el tipo de cambio real (manteniendo el valor de base proyectado del déficit fiscal primario como porcentaje del PIB y la tasa de interés doméstica). Los shocks se distribuyen considerando la media y desvío estándar propios de las series en cuestión, así como los comovimientos entre las mismas, durante el período 2008 hasta 2022 inclusive.¹⁰

El siguiente gráfico y tabla conjunta muestran el Fan Chart asociado a la proyección de deuda bruta sobre PIB del Gobierno Central. Se destacan tres características fundamentales:

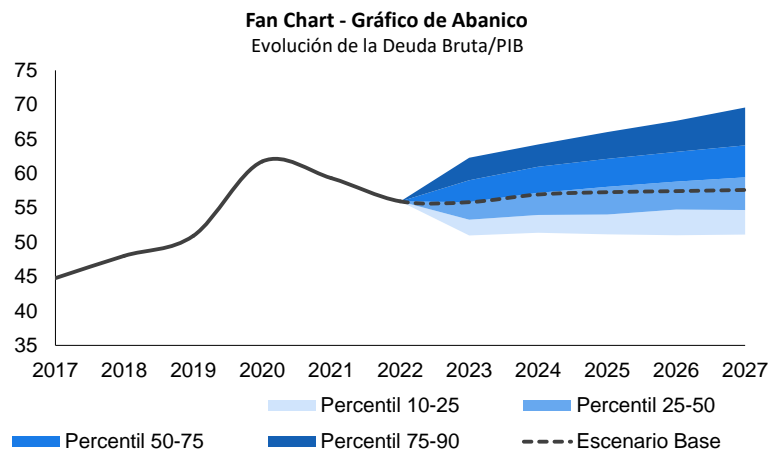
- El **escenario central** (la línea negra punteada), que se describió en la sección anterior.
- El **grado de incertidumbre** asociado a esta proyección, que está dado por la amplitud del “cono” de **dispersión** de posibles trayectorias alrededor de la senda central de pronóstico. Esta incertidumbre se explicita a través de distintas franjas marcadas en tonalidades de azul (llamadas **intervalos de confianza**). Estos intervalos permiten aproximar cuan probable es que la deuda proyectada se ubique en cada año dentro de cierto rango de valores.
- El **balance de riesgos**, que viene dado por la asimetría (**sesgos**) en la probabilidad acumulada por encima y por debajo del escenario central.
-

¹⁰ El supuesto de distribución normal conjunta de los shocks implica un gráfico de abanico simétrico, por construcción. Con la metodología *DDT*, es posible incluir restricciones en la distribución de los shocks para así obtener fan charts asimétricos. En este ejercicio, el máximo valor que un shock positivo puede tomar tanto en el crecimiento real del PIB como en la tasa de interés extranjera aumentada por cambios en el tipo de cambio real, es de un desvío estándar (equivalentes a 3,4% y 7,8%, respectivamente).



	2023	2024	2025	2026	2027
PERCENTIL 10-25	51,0	51,1	50,4	49,6	49,3
PERCENTIL 25-50	53,3	53,7	53,2	53,4	52,9
ESCENARIO BASE	55,8	56,9	57,3	57,4	57,6
PERCENTIL 50-75	59,0	60,7	61,3	61,8	62,3
PERCENTIL 75-90	62,3	64,0	65,2	66,3	67,7

Para cada año del sendero de proyección, el rango de valores entre la cota superior y la cota inferior del abanico acumula un 80% de probabilidad de ocurrencia. Por ejemplo, la probabilidad de que en 2024 el endeudamiento bruto se sitúe entre 51,1% (percentil 10) y 64% del PIB (percentil 90) es de 80%¹¹. A medida que el horizonte de proyección se extiende, la amplitud del Fan Chart aumenta y los pronósticos se vuelven más inciertos, lo que hace que las probabilidades estén menos concentradas. En 2027, por ejemplo, el rango de valores de la deuda que acumula el 80% de probabilidad va entre 49,3% y 67,7%, que es significativamente más amplio que el correspondiente a 2024. Por último, y dados los supuestos utilizados en la construcción de los shocks y el comportamiento cíclico de las variables, el leve sesgo en la dispersión indica que es más plausible que se materialicen en el futuro niveles de deuda/PIB más altos que los proyectados en el escenario base, que niveles de deuda más bajos que en el escenario central.



¹¹ El gráfico y la tabla también muestran las probabilidades de que la deuda bruta sobre PIB asuma valores en diferentes intervalos disjuntos.