



RE1-05-001

**Serie de Estudios
Económicos y Sociales**

SOSTENIBILIDAD FISCAL Y DE LA DEUDA PÚBLICA EN URUGUAY

**Daniel Artana
Juan Luis Bour
Marcelo Catena
Fernando Navajas**

**ARGENTINA
BOLIVIA
BRASIL
CHILE
PARAGUAY
URUGUAY**

Febrero 2005

REGIÓN 1

Banco Interamericano de Desarrollo

Este documento no es una publicación oficial del Banco Interamericano de Desarrollo. El propósito de la Serie de Estudios Económicos y Sociales es servir como base para la discusión de aspectos importantes relacionados al desarrollo de los países miembros del Departamento Regional de Operaciones I. Las opiniones y conclusiones contenidas en este documento son responsabilidad de los autores y no coinciden necesariamente con las políticas y opiniones del BID, su Directorio, sus países miembros, ni las instituciones con las cuales los autores están afiliados.

SOSTENIBILIDAD FISCAL Y DE LA DEUDA PÚBLICA EN URUGUAY

Daniel Artana
FIEL

Juan Luis Bour
FIEL

Marcelo Catena
FIEL

Fernando Navajas
FIEL

* Coordinador (navajas@fiel.org.ar). Los autores de este estudio se beneficiaron de los intercambios y comentarios recibidos en dos misiones visitando instituciones públicas (BCU, Ministerio de Economía y Finanzas, OPP), privadas (CINVE, CERES) así como varios profesionales individuales. Se agradece –sin hacerlos responsables de los errores e interpretaciones y conclusiones- a Michele Santo, Guillermo Zoccali, Ximena Morey, Ricardo López Murphy, Eduardo Fernández Arias, Christian Daude, Pablo Molina y Roberto Fernández por los comentarios a una versión preliminar.

Resumen Ejecutivo

1. La preocupación central que motiva este informe es el de la sostenibilidad fiscal de Uruguay en un contexto de elevado endeudamiento externo. Uruguay quedó a la salida de esta crisis con una relación deuda pública bruta a PBI superior al 100% y proyecta valores de este coeficiente particularmente elevados, dentro de lo que constituye un rango razonable de evolución o trayectoria de las variables macroeconómicas más relevantes (crecimiento, tipo de cambio real y tasa de interés promedio) y una disciplina fiscal sostenible en el tiempo. Aún en un sendero de reducción del endeudamiento relativo, la todavía elevada relación deuda a PBI para un país del tamaño y exposición a los shocks externos como Uruguay, abre interrogantes sobre la sostenibilidad fiscal y de la deuda frente a las vulnerabilidades provenientes de shocks similares, en naturaleza y magnitud, a los registrados en las series históricas.
2. Este informe se organiza en cuatro secciones principales. En la sección 1 se presenta sobre la base de información oficial una lectura introductoria de los datos y diagnóstico de las finanzas públicas macroeconómicas del Uruguay dando cuenta del ajuste en las mismas durante los últimos años y estableciendo algunos parámetros útiles para ser usados posteriormente. La sección 2 se realiza un análisis detallado de la sostenibilidad de la deuda siguiendo un álgebra convencional y explicitando un escenario base que se apoya en supuestos fundamentados sobre crecimiento, tipo de cambio real, condiciones financieras y supone exógenamente un sendero de evolución del superávit primario y de los pasivos contingentes. La sección 3 examina la evolución del sistema previsional y de la inversión pública a modo de producir inputs para un análisis más robusto y fundamentado de la sostenibilidad fiscal. Finalmente la sección 4 centra el análisis sobre la sostenibilidad fiscal proyectando el superávit primario a partir de supuestos de política fiscal explícitos y se consideran acciones correctivas para poder alcanzar un sendero de superávit primarios que hagan sostenible el sendero de la deuda pública.
3. Luego de una dinámica transicional donde la apreciación cambiaria y el crecimiento del PIB operan reduciendo la deuda automáticamente, el trabajo proyecta un escenario macroeconómico en el que se supone que la economía converge a una tasa de crecimiento del 2.7%, el tipo de cambio real se estabiliza en valores promedio de las últimas dos décadas y el riesgo-país converge a 500 bp. Con estos parámetros y con un sendero de superávit primarios proyectados en la sección 4 en base a supuestos de status-quo (y consistentes con los supuestos macroeconómicos de base), el sendero del ratio deuda-PIB se mantiene en valores elevados (en el entorno del 70% del PIB) cuando se agotan los efectos de la reducción automática observada en los primeros años.
4. Es decir que a los problemas de cómo prepararse –en materia de política fiscal y de manejo de la deuda- para enfrentar un escenario en el que la deuda pública se mantiene demasiado elevada para una economía pequeña y sujeta a derrames macroeconómicos importantes de los principales vecinos, se agrega la necesidad de buscar medidas de consolidación fiscal que “acerquen” a la economía uruguaya a la performance fiscal de Brasil. Por el contrario la “regla” argentina de superávit

primario del 3% del PIB no da resultados en el caso uruguayo si se mantienen los supuestos macroeconómicos adoptados para el escenario base. Consideraciones adicionales respecto de la deuda pública neta no cambian sustancialmente estas conclusiones.

5. Sin embargo, en el trabajo se argumenta que en el caso de Uruguay debe considerarse seriamente la posibilidad de un escenario alternativo al status-quo o de base y que contiene elementos más positivos para la evaluación del sendero de la deuda pública. Nuestra lectura del caso uruguayo sugiere que debe considerarse un escenario alternativo, que denominamos optimista, caracterizado por un crecimiento mayor (del orden del 3.3% del PIB, basado en la maduración de inversiones en los sectores transables de la economía) –lo que genera una corrección automática de la deuda- y un mayor superávit primario. Combinando este escenario con una corrección fiscal (que resulta menos demandante en función del mayor crecimiento) se observa una secuencia de reducción sostenida en el ratio deuda/PIB que se dirige rápidamente hacia el 50% hacia el final del período de análisis y con una tendencia firmemente decreciente.
6. Por otro lado, existen también escenarios más pesimistas en donde el mayor crecimiento no se verifica, no hay lugar para una corrección fiscal y adicionalmente se presentan shocks desfavorables, sin llegar a ser de la magnitud de los sufridos en 2002, revierten el sendero descendente de la relación deuda/PIB. Sin embargo, en el caso uruguayo existe a nuestro juicio una marcada asimetría entre estos dos escenarios, con un sesgo hacia el escenario optimista debido tanto a las posibilidades de evolución real de la economía como a la factibilidad de llevar adelante las medidas de corrección fiscal requeridas para alcanzar un sendero sostenible.
7. En este informe se relaciona la sostenibilidad de la deuda con un análisis de sostenibilidad fiscal que busca ser informativo respecto de los supuestos para proyectar el sendero de superávit primarios y del contenido de medidas correctivas que pueden cerrar la brecha para alcanzar un sendero hacia la sostenibilidad. Luego de examinar con algún detalle –en la sección 3- la evolución reciente y perspectivas (para la sostenibilidad fiscal) de la seguridad social y la inversión pública, el informe lleva adelante un ejercicio en el que se explicitan supuestos de evolución de variables críticas para proyectar los superávit primarios.
8. El resultado del ejercicio es que, aún partiendo de una situación favorable en 2004 y 2005, los supuestos de recuperación de salarios y de gastos corrientes y de capital dan lugar a un leve deterioro en los superávits primarios describiendo una secuencia descendente y luego levemente ascendente producto de que entran a operar, entre otros, los efectos de la reforma previsional. Dado el escenario más demandante en materia de tasas de interés y de utilización de financiamiento de mercado, que se supone hacia el futuro, y dados los otros supuestos macroeconómicos que determinan la dinámica de la deuda (tipo de cambio real y crecimiento) esta magnitud de superávit primarios no alcanza para estabilizar la deuda pública en la segunda mitad de la presente década.

9. Existen a nuestro juicio dos formas de relativizar el problema planteado por los resultados de insuficiente consolidación fiscal en el Uruguay. El primero consiste en postular un conjunto de supuestos macroeconómicos mucho más favorables a los supuestos en la sección 2 (en particular respecto de la apreciación real del peso uruguayo) o hacer también más favorables ciertos supuestos sobre evolución del gasto que se realizan en la sección 4. El segundo consiste en suponer que la reducción en el sendero de superávits primarios que resulta luego de la reducción impositiva de mediados de 2004 es un fenómeno transitorio –y por lo tanto reversible- que responde a un ciclo político-electoral. Desde un punto de vista prudencial, ninguna de estas alternativas sustituye a nuestro juicio la tarea de identificar cuáles pueden ser las medidas correctivas de consolidación fiscal.
10. Las medidas correctivas que pueden considerarse para el caso del Uruguay no son fáciles si se tiene en cuenta la elevada presión tributaria, la evidencia de gasto reprimido en algunas áreas como la inversión pública y las limitaciones para la implementación de reformas estructurales. Pero tampoco son demasiado demandantes en materia de reformas o magnitud del ajuste en particular si el sendero de crecimiento se afirma. En el informe se sugieren seis ejemplos de medidas que pertenecen al ámbito del gasto corriente, se asocian a reformas estructurales incrementales o marginales y finalmente se vinculan con una reforma en el impuesto a los combustibles. Estas medidas en conjunto aportan más de lo que se requiere para cerrar la brecha observada y abren disyuntivas para su elección.
11. Las medidas que actúan sobre el gasto corriente surgen de modificar los supuestos iniciales para proyectar el superávit primario y que están referidos a la recuperación de los salarios reales en el sector público y de las pasividades y a la evolución de erogaciones no contributivas en la seguridad social. Las medidas asociadas a reformas estructurales también suponen revertir parcialmente supuestos incorporados en el ejercicio inicial y proyectan que la demanda por una recuperación de la inversión pública como porcentaje del PBI se atenúa debido a que se hace espacio para la inversión privada en infraestructura; que se toman medidas para evitar que pasivos contingentes de la seguridad social (caja bancaria) se materialicen y que se arbitra la organización para una mejor administración de carteras vencidas en el BROU. Finalmente, las medidas de política tributaria se limitan a considerar una reforma en el impuesto a los combustibles.
12. La selección de este tipo de medidas respeta una disyuntiva convencional según la cual cuanto menos posible sea encarar medidas relacionadas con reformas estructurales mayores deben ser los esfuerzos en materia de austeridad en el gasto corriente. Desde una perspectiva de economía política, esta disyuntiva parece acomodarse bien al caso de Uruguay, con las salvedades y particularidades del caso. Ninguna de las medidas sugeridas requiere de un cambio importante en materia de procesos de decisión de políticas públicas. La selección final del menú de acciones correctivas va a depender de la interacción de los rasgos recién comentados, y surgirán de un equilibrio que seguramente deberá respetar la naturaleza pausada de los procesos de decisión de políticas públicas en Uruguay, la dependencia de sendero o histórica a instituciones y cambios previos y el proceso de intercambio político –dentro o fuera del ámbito parlamentario- que puede estar acomodándose a

un nuevo escenario. Si los costos de transacción son suficientemente bajos como para permitir cierta cooperación y compromisos intertemporales entre los principales actores, las posibilidades de enfrentar un problema de reversión de políticas van a ser bajas.

Sostenibilidad Fiscal y de la Deuda Pública en Uruguay

0. Introducción: Objetivos y organización del informe

Uruguay ha transitado entre fines de la década pasada y comienzos de la presente una severa crisis macroeconómica producto de haber sufrido fuertes shocks reales y financieros en un contexto regional adverso. La recesión y devaluación real de los principales vecinos puso en movimiento una dinámica que desembocó en 2002 en una fuerte devaluación real dando lugar a una aritmética insostenible de la deuda pública y a una crisis financiera en un contexto de elevada dolarización financiera. En condiciones de un fuerte ajuste en la cuenta corriente y en el nivel de actividad interno, Uruguay llevó adelante con la ayuda multilateral un canje voluntario de la deuda externa del sector privado y tomó medidas de ajuste fiscal que junto con el propio proceso de cambio de precios relativos permitió una recuperación de la economía, ahora ayudada por un contexto regional coyunturalmente favorable.

La preocupación central que motiva este informe es el de la sostenibilidad fiscal de Uruguay en un contexto de elevado endeudamiento externo. Uruguay quedó a la salida de esta crisis con una relación deuda pública bruta a PBI superior al 100% y proyecta valores de este coeficiente particularmente elevados, dentro de lo que constituye un rango razonable de evolución o trayectoria de las variables macroeconómicas más relevantes (crecimiento, tipo de cambio real y tasa de interés promedio) y una disciplina fiscal sostenible en el tiempo. Aún en un sendero de reducción del endeudamiento relativo, la todavía elevada relación deuda a PBI para un país del tamaño y exposición a los shocks externos como Uruguay, abre interrogantes sobre la sostenibilidad fiscal y de la deuda frente a las vulnerabilidades provenientes de shocks similares, en naturaleza y magnitud, a los registrados en las series históricas.

Desde la perspectiva de los ejercicios convencionales de sostenibilidad de la deuda, existen diferentes lecturas disponibles acerca de la evolución factible de la economía uruguaya y de los riesgos y vulnerabilidades. En un trabajo que explora en detalle la anatomía de los determinantes de la dinámica de la deuda en Uruguay, Rial y Vicente (2003) encuentran una elevada dependencia al sendero del (y a shocks en el) tipo de cambio real, necesidades de esfuerzo fiscal sostenidos en el tiempo y elevada vulnerabilidad a shocks en el mediano plazo. Otras exposiciones de equipos de investigación de instituciones privadas son algo más optimistas en función de los supuestos de contorno macroeconómico esperados entre los que se destacan el ajuste de la economía a un sendero de evolución más favorable del PBI en dólares (CERES, 2004 y CINVE, 2004). En todos los casos se proyecta un esfuerzo de superávit primario fiscal sostenido y muy superior al de la media histórica del desempeño fiscal en el Uruguay.

El ejercicio de referencia más reciente y focalizado en la política fiscal es el elaborado por el FMI en el marco de la cuarta revisión del acuerdo Stand-by vigente con Uruguay.¹ El

¹ FMI(2004), "Fourth Review Under the Stand-By Arrangement...", APENDIX III "Debt Sustainability Analysis", February 9, 2004. <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sgoioi/fourthreview.pdf>

ejercicio de sostenibilidad de deuda del FMI esboza una evolución favorable –si bien sujeta a vulnerabilidad- del ratio deuda pública/PIB desde niveles cercanos al 100% en 2003 hasta el entorno del 66% en 2012. Esta evolución se basa en supuestos o premisas de crecimiento sostenido (convergente a 3% anual), apreciación real cambiaría en el entorno del 16% hasta 2008, y spreads de riesgo soberano que se reducen a 500bp. Se proyecta un superávit primario del SPNF que se eleva hasta el 4% del PIB y que se basa en una presión tributaria constante con un control del gasto primario tal que permite ganar espacio en el superávit primario en casi un punto del PIB adicional por el lado de las erogaciones. Adicionalmente, se suponen pasivos contingentes provenientes del sistema bancario que se neutralizan temporariamente con ingresos por privatizaciones.²

En este informe se examina de modo explícito la evolución y sostenibilidad de la deuda del Uruguay, bajo supuestos o escenarios que permiten a la vez comparar con ejercicios recientes como los del FMI. Adicionalmente, existen varias áreas en las que estos ejercicios de sostenibilidad de deuda pueden ser complementados por un análisis de sostenibilidad fiscal como el propuesto en este estudio. Cabe mencionar que varios de los ejercicios de sostenibilidad de deuda mencionados coinciden en remarcar rigideces por el lado de los ingresos y de los gastos, pero elaboran menos sobre los componentes fiscales que están detrás del sendero de superávit primario proyectado.

En primer lugar, mientras que el supuesto de relativa constancia de la presión tributaria global parece razonable, se requiere una evaluación algo más detallada de los supuestos que implican proyectar el gasto primario por debajo del PIB en función de la recuperación del salario real en el sector público, la evolución de los ingresos y erogaciones del sistema previsional y la evolución de la inversión pública. En este sentido este estudio inspecciona con algún detalle las consecuencias de la evolución del gasto previsional y en inversión pública sobre la sostenibilidad fiscal.

Este informe se organiza en cinco secciones. En la sección 1 se presenta sobre la base de información oficial una lectura introductoria de los datos y diagnóstico de las finanzas públicas macroeconómicas del Uruguay dando cuenta del ajuste en las mismas durante los últimos años y estableciendo algunos parámetros útiles para ser usados posteriormente.

En la sección 2 se realiza un análisis detallado de la sostenibilidad de la deuda siguiendo un álgebra convencional y explicitando un escenario base que se apoya en supuestos fundamentados sobre crecimiento, tipo de cambio real, condiciones financieras y supone exógenamente un sendero de evolución del superávit primario y de los pasivos contingentes. Además de obtenerse un sendero de referencia para la deuda se evalúa la vulnerabilidad frente a trayectorias alternativas de las variables más importantes, las que vuelven a señalar al tipo de cambio real como un determinante central.

La sección 3 examina la evolución del sistema previsional y de la inversión pública a modo de producir inputs para un análisis más robusto y fundamentado de la sostenibilidad fiscal.

² Estos pasivos provienen de la garantía estatal a la nota del BHU en poder del BROU (por US \$610 millones al 31/12/03) y a la transferencia de préstamos incobrables a un fondo fiduciario (estimados entre US \$400 y 570 millones) que emite notas con garantía estatal. El efecto combinado de ambas garantías incluyendo capital e intereses fue en su momento estimado por el FMI (2004) en el entorno de US \$1.3 billones o equivalentes a 10% del PIB.

La importancia del sistema previsional, que constituye la mitad del gasto público primario en Uruguay, no necesita justificación y el análisis se encamina a aportar elementos que permitan proyectar secuencias de necesidades de financiamiento basadas en el desempeño reciente y en la evolución esperada en función de los parámetros estructurales, el impacto de la reforma de la década pasada y los desarrollos en segmentos distintos a los de la principal caja estatal (Banco de Previsión Social). Un enfoque similar, que incluye un benchmarking temporal y regional, se aplica para examinar el ajuste reciente en la inversión pública y las implicancias para la sostenibilidad fiscal de que exista una brecha de gasto implícita que puede impactar en los resultados fiscales futuros.

La sección 4 centra el análisis sobre la sostenibilidad fiscal proyectando el superávit primario a partir de supuestos de política fiscal explícitos. Los ingresos se proyectan de modo consistente con la evolución de la actividad y condiciones de mejoras en la eficiencia tributaria. La proyección del gasto público en Uruguay queda, bajo las actuales instituciones fiscales, altamente dependiente de la evolución del salario real en el sector privado y en el sector público, teniendo en cuenta que las erogaciones previsionales se ajustan por el índice medio de las remuneraciones. Adicionalmente, se agregan elementos de las sugerencias obtenidas en la sección 3 en relación al gasto previsional y la inversión pública. Luego se consideran acciones correctivas para poder alcanzar un sendero de superávit primarios que hagan sostenible el sendero de la deuda pública.

Finalmente la sección 5 resume las conclusiones del estudio y elabora sobre la viabilidad de diferentes alternativas que pueden plantearse al Uruguay para reforzar la sostenibilidad fiscal y de la deuda. Los elementos de sostenibilidad política de estas alternativas, a la luz de la economía política de la política fiscal y de las reformas en el Uruguay son también tenidos en cuenta.

1. Las finanzas públicas macroeconómicas: Indicadores de los últimos años

El Cuadro 1.1 permite iniciar una lectura de la política fiscal en Uruguay en los últimos años, comparando un conjunto de indicadores fiscales para dos cuatrienios caracterizados por fases altas y bajas del ciclo (1995-1998 y 1999-2002) con los datos oficiales más recientes.³ Para ello se compara, además de los promedios entre los cuatrienios mencionados, un “año” 2003/04 (que cubre los doce meses que concluyen en el primer trimestre de 2004)⁴ con el año de crisis 2002 y el año de auge 1998. Estas comparaciones permiten vislumbrar el ajuste de las finanzas públicas al ciclo y crisis recientes y dar una idea de magnitud de la posición fiscal a que se encamina Uruguay.

Cuadro 1.1 Uruguay: Indicadores Fiscales Años seleccionados, unidades en porcentaje del PBI								
	Promedio 1995-1998	1998	Promedio 1999-2002	2002	2003/04 ^a	Entre Promedios	Cambios 2003/4 ^a vs. 2002	2003/4 ^a vs. 1998
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)=(3)-(1)	(7)=(5)-(4)	(8)=(5)-(2)
Ingresos	29.7	30.9	31.3	31.1	30.6	1.5	-0.5	-0.3
Ingresos Tributarios Gobierno Central	16.6	17.5	17.1	17.4	18.3	0.5	0.8	0.8
Otros Ingresos Gobierno Central	1.2	1.2	1.8	1.8	1.9	0.7	0.1	0.6
Ingresos del BPS	7.4	7.3	7.2	6.4	4.8	-0.1	-1.5	-2.5
Ingresos INC/IMM	1.6	1.6	1.6	1.8	1.2	0.0	-0.6	-0.4
Resultado Operativo Empresas Publicas	3.0	3.3	3.5	3.8	4.4	0.5	0.6	1.1
Gastos	31.2	31.8	35.2	35.3	33.5	4.0	-1.8	1.7
Corrientes	27.4	27.7	31.7	32.6	30.5	4.3	-2.1	2.8
Seguridad Social (BPS y Cajas)	13.9	14.2	15.4	15.0	12.4	1.5	-2.6	-1.8
Otros	13.4	13.5	16.2	17.6	18.1	2.8	0.5	4.6
Capital	3.8	4.1	3.6	2.7	3.0	-0.3	0.3	-1.1
Superavit Primario	0.8	1.3	-0.9	0.3	3.3	-1.7	3.0	2.0
Pago Intereses	2.2	2.2	3.0	4.5	6.2	0.8	1.8	4.0
Resultado Global SP	-1.5	-0.9	-4.0	-4.2	-2.9	-2.5	1.2	-2.0
Deuda Externa	31.3	33.1	58.1	92.2	108.7		16.5	75.6
Residentes Extranjeros			38.9	67.2	83.6		16.4	83.6
Residentes Domesticos			19.2	25.0	25.1		0.1	25.1
Memo Items 1								
Balance Seguridad Social	-6.6	-6.8	-8.2	-8.6	-7.5	-1.6	1.1	-0.7
Superavit Primario Excluyendo SS	7.4	8.1	7.2	8.9	10.8	-0.1	1.9	2.7
Gasto Primario	28.9	29.6	32.2	30.8	27.3	3.2	-3.6	-2.3
Memo Items 2								
Crecimiento PBI Real (a Precios de 1983)	3.4	4.5	-4.6	-10.8	8.1	-8.0	18.8	3.5
PBI (millones de us\$)	21,103	22,432	18,100	12,647	11,766	-3,004	-882	-10,666
Deficit Cuenta Corriente (% PBI)	-1.4	-2.1	-1.6	1.60	0.40	-0.2	-1.2	2.5
Indice de Precios de las Exportaciones ^d	97.5	96.1	81.3	78.8	82.4	-16.2	3.6	-13.7
Depreciacion TCR	-1.8	-0.8	12.0	29.4	-8.7	13.8	-38.1	-7.9
Inflacion IPC	25.8	11.0	7.0	12.9	13.4	-18.8	0.5	2.3

Fuente: Elaboracion Propia en base a datos del WEO y del BCU

Notas: ^aUltimos cuatro trimestres a Marzo 2004; ^bDatos de 1999; ^cAño 2004; ^dFuente CEPAL

³ Uruguay elabora un consolidado del SPNF en el BCU que es el que se usa en este trabajo. En el mismo se distingue el Gobierno Central, incluyendo la seguridad social, y la empresas públicas pero sólo parcialmente los gobiernos subnacionales (intendencias). Los datos provienen de fuentes oficiales y publicadas en la página del BCU. Años anteriores han sido solicitados a través de la oficina de información y provistos por el departamento de análisis fiscal de la división de política económica del BCU.

⁴ La definición de un año 2003/04 que cierra en el primer trimestre de 2004 se decidió para acercar lo más posible la evolución de las finanzas públicas a la posición fiscal presente utilizando datos oficiales publicados. Los datos no incluyen por lo tanto las reducciones tributarias decididas más recientemente, pero estas se incluyen en las proyecciones de las secciones 2 y 4.

Entre los dos cuatrienios comparados, Uruguay sufrió una reversión en el resultado de cuenta corriente (visible en 2002) que se amortiguó por el apoyo multilateral, una reversión en el crecimiento del PBI real de 8%, una reducción del PBI en dólares de 3,000 millones (casi 15%) un shock de términos del intercambio (manifestado en una caída importante en el precio de las exportaciones) y una aceleración de la devaluación real. La comparación entre los dos extremos finales de ambos cuatrienios (1998 y 2002) da resultados todavía más elocuentes de la magnitud del ajuste macroeconómico.

Entre ambos cuatrienios el gasto primario de Uruguay aumentó en promedio 3.2% del PBI merced a una expansión de los gastos corrientes y a una contracción de los gastos de capital. Con ingresos que lograron elevarse levemente como porcentaje del PBI (en parte por mejoras en ingresos tributarios y en el balance de las empresas públicas y a pesar del deterioro leve pero progresivo, con el ciclo, de los ingresos previsionales), el resultado primario revirtió su signo y se deterioró en un 1.7% del PBI. Ante una leve suba de la carga de intereses, el déficit global se elevó a 4% del PBI (un deterioro adicional del 2.5% del PBI). Así el ciclo de fines de la segunda mitad de los noventa evidenció algunos elementos interesantes del caso uruguayo: la recaudación no sufrió duramente como porcentaje del PBI y el gasto primario continuó ganando espacio hasta que sobrevino el ajuste.

Mientras tanto la deuda bruta del sector público iniciaba una dinámica ascendente muy marcada que llegaba a 92% del PBI en 2002. La crisis ponía mal a Uruguay en materia de flujos y la devaluación generaba un efecto de stocks muy visible sobre los ejercicios de sostenibilidad (Rial y Vicente, 2003).

Luego de la eclosión de la crisis en 2002 y la puesta en marcha del canje voluntario de la deuda privada con apoyo de los organismos multilaterales, Uruguay inicia un proceso de recuperación macroeconómica y de sus indicadores fiscales. Persistiendo con una deuda pública elevada, la economía se recupera con superávit en cuenta corriente, una recuperación de los precios de exportación (si bien más tenue que el experimentado por Argentina) y la marcha hacia una estabilidad cambiaria y de precios. El tipo de cambio real elevado se manifiesta en un bajo PBI en dólares y una relación deuda PBI superior al 100%.

En la medición del Cuadro 1.1, para 2003/04 (que mide los doce meses que finalizan en el primer trimestre de 2004), las finanzas públicas se acomodan a este escenario con una reducción visible del gasto primario (baja al 27.3% del PBI), significando un recorte de 3.6% respecto al año 2002, pero de casi 5% del PBI respecto del cuatrienio 1999-2002. Los gastos en seguridad social explican gran parte de este ajuste comparado con el año 2002, mientras que la inversión pública participa en el ajuste si la comparación se realiza con 1998.

Frente a esta contracción del gasto, los ingresos totales del SPNF se deterioran levemente como porcentaje del PBI (en relación tanto a 2002 como al cuatrienio 1999-2002) gracias a un fuerte aumento en los ingresos tributarios y un mejor balance en las empresas públicas, que se compensa por una pérdida por el lado de los ingresos previsionales. La fuerte caída del gasto primario permite, de todos modos, dar lugar a una brecha positiva en el superávit primario que se sitúa en el entorno de 3.3% (la medición se realiza con respecto a un 2003/04 que es un año que termina en el primer trimestre de 2004). Si la comparación se

realiza con el año 1998, último año anterior en que la economía uruguaya estaba creciendo, la mejora en el superávit primario es de 2.0% del PBI, explicada por el ajuste en el gasto primario. En términos netos y comparando con 1998 el sistema de seguridad social aporta un déficit adicional de 0.7% del PBI. La mejora entonces se basa en el balance de las empresas públicas (1.1%), la reducción del coeficiente de inversión pública (en un 1.1%) y en el ajuste en los salarios del sector público.

El Cuadro 1.2 abre más la información del resultado primario en los componentes de ingresos y gasto primario y permite observar el desempeño de impuestos y gastos en particular.

Cuadro 1.2
Uruguay: Estructura de Ingresos y Gasto Primario
Años seleccionados, unidades en porcentaje del PBI

	Promedio 1995-1998	1998	Promedio 1999-2002	2002	2003/04 ^a	Cambios		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	Entre Promedios	2003/4 ^a vs. 2002	2003/4 ^a vs. 1998
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)=(3)-(1)	(7)=(5)-(4)	(8)=(5)-(2)
INGRESOS SNF	29.7	30.9	31.3	31.1	30.6	1.5	-0.5	-0.3
Ingresos operativos	29.7	30.9	31.3	31.1	30.6	1.5	-0.5	-0.3
Ingresos GC	17.8	18.7	18.9	19.2	20.2	1.2	0.9	1.4
IVA	8.2	8.6	8.2	8.0	9.1	0.1	1.1	0.5
IMESI	3.1	3.1	3.0	2.7	2.5	-0.1	-0.2	-0.6
CO.FI.S ^b	0.0	0.0	0.3	0.7	0.8	0.3	0.2	0.8
IRIC (Renta)	1.8	2.0	1.9	1.6	2.2	0.1	0.6	0.2
Patrimonio	1.2	1.2	1.2	1.5	1.7	0.1	0.2	0.4
Comercio Exterior	1.0	1.1	0.9	1.0	1.3	-0.1	0.3	0.2
IRP ^c		1.4	1.6	1.8	2.0		0.2	0.6
Otros Ingresos	2.1	1.3	1.8	1.9	0.5	-0.3	-1.4	-0.8
Ingresos del BPS	7.4	7.3	7.2	6.4	4.8	-0.1	-1.5	-2.5
Ingresos INC/IMM	1.6	1.6	1.6	1.8	1.2	0.0	-0.6	-0.4
Resultado Operativo Emp Pub.	3.0	3.3	3.5	3.8	4.4	0.5	0.6	1.1
EGRESOS SPNF	29.0	29.7	32.0	30.6	27.0	3.0	-3.6	-2.7
Egresos operativos primarios	25.2	25.6	28.5	28.0	24.0	3.3	-3.9	-1.6
Remuneraciones	6.8	7.1	7.7	7.6	6.5	0.9	-1.1	-0.5
Bienes y servicios	3.4	3.4	4.3	4.3	4.2	0.9	-0.1	0.8
Transferencias	1.1	1.0	1.0	1.1	0.9	-0.1	-0.2	-0.1
Prestaciones SSS	13.9	14.2	15.4	15.0	12.4	1.5	-2.6	-1.8
- Prestaciones BPS	12.3	12.5	13.6	13.1	10.8	1.2	-2.3	-1.7
- Transf.a Cajas Mil.y Pol.	1.6	1.6	1.8	1.9	1.5	0.3	-0.3	-0.1
Egresos de capital	3.8	4.1	3.6	2.7	3.0	-0.3	0.3	-1.1
Gov. General	2.2	2.4	2.0	1.6	1.5	-0.1	-0.2	-0.9
Empresas Públicas	1.7	1.7	1.5	1.0	1.5	-0.2	0.5	-0.2
RESULTADO Primario SNPF	0.7	1.2	-0.8	0.4	3.5	-1.5	3.1	2.4
RESULTADO Primario BCU	0.1	0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.4
RESULTADO Primario	0.8	1.3	-0.9	0.3	3.3	-1.7	3.0	2.0

Fuente: Elaboración Propia en base a datos del WEO y del BCU.

Notas: ^aÚltimos cuatro trimestres a Marzo 2004; ^bSe empezó a cobrar a partir del 2001; ^cDatos disponibles a partir de año 1998.

La evolución de los ingresos se desagrega entre los siete mayores ingresos tributarios.⁵ La recuperación de los ingresos tributarios en 2003/04 viene motorizada por el IVA y el IRIC, dando cuenta en ambos casos de un mejor cumplimiento tributario en condiciones de mejor fiscalización (Uruguay ha instalado recientemente la categoría de grandes contribuyentes). El IMESI ha perdido terreno levemente debido a que es un impuesto específico (orientado principalmente al sector energético) que sufre las consecuencias de caídas en las cantidades. Finalmente el COFIS y en particular el IRP (aportes patronales) han también contribuido al sostenimiento de la recaudación tributaria y han sido en 2004 objeto de

⁵ Al final del trabajo, luego de las referencias bibliográficas, se incluye un Glosario que detalla la denominación de los principales impuestos de Uruguay.

evaluación por parte del gobierno para una reducción impositiva que tuvo por objeto revertir los aumentos de emergencia decididos en la crisis de 2002. Los anuncios de fines de Julio de 2004 en cuanto a la reducción del IRP (que se suman a los realizados en Mayo) comprometen una parte importante de su recaudación (en tanto las exoneraciones otorgadas a sectores particulares en la crisis se mantienen) y si se agrega la eliminación del COFIS (que se destina enteramente a la seguridad social) se produciría un impacto visible en la recaudación, estimado en 0.5% del PBI en 2004 y con un efecto anualizado de aproximadamente 1.1% del PBI.

El resto de los ingresos del Gobierno Central han contribuido negativamente en el último ciclo. Los ingresos netos del BPS han caído y son objeto de mayor análisis en la sección 3. Los ingresos de la intendencia de Montevideo (IMM) también se han reducido; mientras que otros ingresos provenientes de privatizaciones y otros también han mermado.

Del lado de los gastos el Cuadro 1.2 muestra la importancia de la reducción de los gastos previsionales y de capital, así como también y en menor medida en las remuneraciones. Dentro del gasto previsional son las prestaciones del BPS las que más ajustaron, mientras que en los gastos de capital se observa el ajuste en la inversión real del Gobierno Central (algo que se analiza con mayor detalle en la sección 3).

Comentarios

En estos datos introductorios se vislumbra que Uruguay ha logrado recuperar el superávit primario merced a un ajuste visible en el gasto primario y manteniendo la presión tributaria sobre el PBI. La recuperación reciente ha generado un ciclo favorable en las finanzas públicas apoyada en la recuperación de los ingresos tributarios, que se ha afianzado e intensificado en los meses recientes (no captados por los datos del consolidado del BCU que se presentan en los cuadros anteriores para las comparaciones históricas) y permite proyectar un superávit primario en línea –sino superior- al acordado con el FMI.

Los interrogantes se concentran en el lado de los ingresos y en la evolución futura de los gastos. Del lado de los ingresos se han mencionado límites a la presión tributaria, pero lo más importante entre lo acontecido recientemente son las reducciones impositivas en tributos que –si bien son distorsivos y deshacen una sobrecarga decidida en la crisis– resultan contribuyentes no menores en la recaudación. El impacto de estas medidas, que tienen pleno efecto en 2005, se incorporan en los ejercicios de sostenibilidad fiscal (sección 5) y de la deuda (sección 3) y demuestran tener –de no mediar acciones compensatorias– un impacto negativo en el sendero de sostenibilidad fiscal y de la deuda de Uruguay. Debe tenerse presente que después de estas medidas, la secuencia de superávit primarios de Uruguay se contrae en el entorno de 1 punto del PBI por año; una cifra que en valor presente se compara en magnitud con la de los pasivos contingentes latentes –en el escenario más desfavorable– del remanente de la crisis financiera.

Del lado de los gastos, la preocupación es inscribe en el comportamiento procíclico de los gastos corrientes y de inversión y en la brecha de financiamiento del sistema previsional. A esto se agregan pasivos contingentes provenientes de la resolución de la crisis financiera.

Las líneas de reforzamiento de los resultados fiscales que sugieren los datos recientes en el Uruguay no dan margen para grandes modificaciones si se tienen en cuenta los limitantes provenientes de un ciclo político a reformas estructurales en el sector público. Del lado de los ingresos pueden existir modificaciones que van más allá de las mejoras en la administración tributaria y que merecen mayor análisis, tales como reformar la estructura del IMESI en el curso de la reducción del precio del petróleo tal que mejore la eficiencia y aumente la recaudación. Del lado de los gastos se requiere prestar más atención a reformas marginales en el área de seguridad social y del financiamiento de la inversión real tales que ayuden a sostener el control del gasto y la meta de superávit primario requerida para una estabilización de la deuda a un nivel viable. La siguiente sección realiza un análisis más detallado de la dinámica de la deuda y las secciones 3 y 4 retoman los temas de sostenibilidad fiscal con más detalle.

2. La Sostenibilidad de la Deuda

Introducción

En esta sección presentamos una primera aproximación a la sostenibilidad de la deuda uruguaya. Para simplificar, concentraremos inicialmente nuestro estudio en la evolución – para un superávit primario dado – de la deuda pública uruguaya en el largo plazo (e.g. año 2015) sin detenernos a considerar las condiciones y decisiones de política fiscal que justifican dicho escenario. Como un estudio mas detallado de sostenibilidad fiscal exige analizar la evolución de los principales componentes del superávit primario, este análisis se llevará a cabo en la sección 4 luego de revisar en la sección 3, dos aspectos centrales como son el gasto previsional y la inversión pública.

Para elaborar nuestra aproximación a la medición de la sostenibilidad fiscal desarrollaremos brevemente un álgebra convencional e introduciremos un escenario base que contiene los supuestos que consideramos más probables acerca de la evolución del entorno macroeconómico de Uruguay desde 2004 a 2015. Específicamente, el escenario base contiene supuestos acerca del crecimiento del PIB real, del tipo de cambio real, de las condiciones financieras (e.g. tasa libo y spread soberano – marginal - de Uruguay) y de rollover de préstamos de las IFI's. Dada la presente estructura de financiamiento de Uruguay y haciendo supuestos acerca del rollover de los organismos internacionales, y de posibles pasivos contingentes que podrían materializarse en dicho escenario, podremos estimar la evolución de la deuda hasta 2015. El nivel y (en función del mismo) la vulnerabilidad de la deuda surgen en el curso del mismo análisis.

La sección esta dividida en cuatro partes. En la sección 2.1 describiremos la metodología y el álgebra simple empleada para calcular la evolución de la deuda. En la sección 2.2 se describe el escenario base como así también las premisas en la cuales se basa dicho escenario. La sección 2.3 evalúa la sostenibilidad de la deuda, la descomposición de los determinantes de su evolución y realiza también una comparación con el ejercicio del FMI (2004). La última sección estudia modificaciones al escenario base explorando un escenario optimista y otro pesimista. Ambos incorporan cambios en la senda del PIB de largo plazo, del tipo de cambio real, de las condiciones financieras (e.g. cambios en la tasa de interés y el riesgo país) y del superávit primario.

2.1. Metodología de cálculo.

La metodología de cálculo adoptada sigue presentaciones convencionales del álgebra simple de la sostenibilidad fiscal y de la deuda que permiten computar una secuencia de la deuda en el tiempo que puede hacer presumir que existan dificultades futuras (o fracaso completo) para cumplir con las obligaciones de deuda.⁶ Estas presentaciones usan por lo tanto una definición de sostenibilidad basada en el examen de una secuencia de largo plazo. No se califica necesariamente el nivel de la deuda porque ello obliga a realizar supuestos sobre lo que los mercados suponen puede ser financiado. Una deuda sostenible es aquella que estabiliza los valores futuros de la misma en algún nivel que va a ser voluntariamente financiado por el mercado, para una configuración de parámetros esperados.

⁶ Véase en particular, FMI (2002) y Ley (2004).

Partiendo de una identidad contable que representa la restricción presupuestaria del gobierno, la deuda pública uruguaya evoluciona, en términos nominales, de acuerdo a:

$$D_t - D_{t-1} = D_{t-1}i_t - SP_t - BL_t \quad (2.1)$$

donde D_t es la deuda al final del periodo t , i_t es la tasa de interés promedio a pagar durante el periodo t , SP_t es el superávit primario del periodo t , y BL_t es el resultado bajo la línea y donde todas las variables están expresadas en pesos uruguayos corrientes.^{7,8} El adjetivo “promedio” hace referencia a que la tasa de interés relevante para determinar la evolución de la deuda entre dos periodos consecutivos no es la tasa marginal de la deuda emitida sino la tasa promedio sobre la deuda.

Suponiendo que toda la deuda uruguaya está denominada en dólares, escribimos (2.1) como $D^{us\$}_t E_t - D^{us\$}_{t-1} E_t = D^{us\$}_{t-1} i^{us\$}_t E_t - SP_t - BL_t$ donde el supra-índice us\$ indica unidades dólares americanos, E es el tipo de cambio nominal (pesos por dollar), expresando esta expresión en términos del PIB nominal, y redefiniendo y arreglando términos llegamos a:

$$d_t - d_{t-1} = d_{t-1}r_t - sp_t - bl_t \quad (2.2)$$

donde las variables minúsculas representan la correspondiente variable mayúscula (nominal) expresada en términos del PIB nominal en \$ y r_t es la tasa de interés real promedio ajustada, donde “ajustada” significa que se incorpora incluye el crecimiento del PIB y la evolución del tipo de cambio real a la tasa de interés real en dólares. En términos, se tiene que:

$$r_t \equiv \frac{(1 + \hat{e}_t)(1 + r^{us\$}_t)}{1 + g_t} - 1 \quad (2.3)$$

donde:

$$\hat{e}_t = \frac{(1 + \varepsilon_t)(1 + \pi^{PPI})}{1 + \pi^{Def}} - 1 \quad \text{y} \quad r^{us\$}_t = \frac{1 + i^{us\$}_t}{1 + \pi^{PPI}_t} - 1$$

representan la devaluación real del tipo de cambio y la tasa de interés real en dólares durante el periodo t respectivamente; ε es la devaluación nominal del tipo de cambio, g_t es la tasa de crecimiento real del producto durante el periodo t , $r^{us\$}$ es la tasa real de interés

⁷ Como explicaremos con más detalle en la Sección 2.3, la tasa de interés promedio a pagar durante el periodo t , i_t tiene un componente contemporáneo (dado por la emisión de deuda y la tasa marginal en el periodo t para la deuda a tasa fija y por la tasa libo por la deuda emitida a tasa variable) y otro predeterminado (dada por la emisión histórica de deuda previa toda al periodo t y que surge principalmente porque la deuda tiene periodos de emisión mayores a un año).

⁸ Para simplificar, en esta descripción metodológica nos concentramos en la evolución de la deuda bruta del Sector Público global, ignorando los pasivos monetarios y las reservas internacionales del BCU.

real en dólares y π^{PPI} es la inflación del Producer Price Index de USA que representa la inflación internacional.⁹

La expresiones (2.2) y (2.3) muestra claramente que los principales factores que determinan la evolución de la deuda son el superávit primario, el resultado bajo la línea, la tasa de interés nominal promedio en dólares (que depende a su vez, de la historia de emisión y la composición de la deuda y la tasa libo – tasa a la cual están indexados la mayoría de los prestamos de los IFI's), la tasa de apreciación o depreciación del tipo de cambio real y la inflación internacional.¹⁰

Más aún, la expresiones (2.2) y (2.3) nos permiten resumir convenientemente los factores que determinan la evolución de la deuda entre periodos: la creación de deuda automática (el primer término en el lado derecho de dicha ecuación), el efecto del superávit primario y el efecto del resultado bajo la línea (los dos últimos términos respectivamente). A su vez, el efecto de creación de deuda automática se puede descomponer en cuatro componentes de acuerdo a la expresión:

$$d_{t-1}r_t \equiv d_{t-1}r^{us\$}_t + d_{t-1}\hat{e}_t + d_{t-1}\left[\left(1+g_t\right)^{-1}-1\right] + EI_t \quad (2.4)$$

donde los cuatro términos del lado derecho representan el efecto tasa de interés real en dólares, el efecto depreciación real, el efecto crecimiento y un efecto resultante de la interacción de los tres previos.¹¹

Como se dijo en la introducción, en este ejercicio de sostenibilidad no explicitamos los determinantes del superávit primario sp_t por lo cual, sólo analizaremos secuencias exógenas para esta variable. Por otro lado, también se supone como dada la secuencia de resultados bajo la línea bl_t . Estos supuestos permiten calcular una secuencia de evolución de la deuda (asociada a una secuencia de superávit primarios y resultados bajo la línea dados) Específicamente, iterando hacia delante la ecuación (2.3) se tiene que el valor de la deuda al final del periodo t es:

$$d_t = d_0(1+r_1)(1+r_2)\dots(1+r_t) - (sp_1 + bl_1)(1+r_2)(1+r_3)\dots(1+r_t) - \dots \\ \dots - (sp_{t-1} + bl_{t-1})(1+r_t) - (sp_t + bl_t) \quad (2.5)$$

Intuitivamente, la deuda futura, d_t , es la suma de dos componentes. El primero es el valor futuro de la deuda presente, d_0 , descontado t periodos usando la tasa de interés promedio ajustada. El segundo es la suma de los valores futuros de los resultados primarios más los resultados bajo la línea desde el periodo 1 al periodo t .

⁹ Las expresiones (2.2) y (2.3) se corresponden con el caso especial supuesto en el FMI (2002) y en Ley (2004, pag. 7, nota al pie 11) en donde toda la deuda es externa y la variación del tipo de cambio se expresa en términos reales (en relación al deflactor implícito en el PIB).

¹⁰ Si se emplease un concepto de deuda neta (de reservas internacionales), la tasa nominal promedio en dólares también dependería (negativamente) de la tasa de interés percibida por las reservas.

¹¹ Si se emplease un concepto de deuda que incluyese pasivos monetarios, la creación de deuda automática tendría (además del término interactivo) un cuarto componente con signo negativo dado por el impuesto inflacionario.

2.2 El Escenario Base o de Status-quo.

El escenario base contiene supuestos acerca de las principales variables macroeconómicas que afectan la evolución de la deuda uruguaya para un superávit primario (en términos del PIB) obtenido a partir de un análisis detallado efectuado en la sección 4. Dado que este superávit primario resulta de lo que consideramos el nivel resultante de la actual configuración fiscal, la interpretación de “base” debe asociarse al status-quo observado o estimado en materia de desempeño fiscal. Como se argumenta más adelante, existe un sesgo hacia un escenario más optimista que este de implementarse medidas de consolidación fiscal. A lo largo de la descripción de este escenario, y con el objetivo de contrastar nuestro ejercicio con el realizado por el FMI (2004), comentaremos también las diferencias entre nuestros supuestos y los de dicho estudio. El cuadro 2.2.1 muestra dichos supuestos en forma explícita.

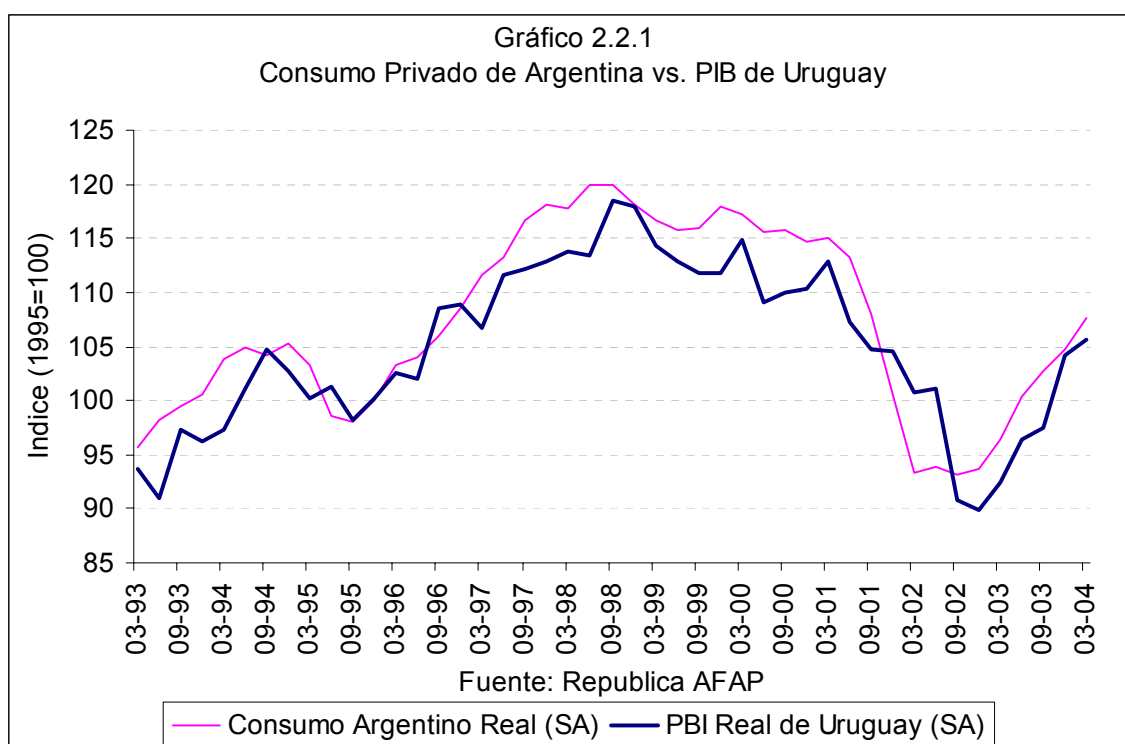
Cuadro 2.2.1

Uruguay: Sostenibilidad de la Deuda. Estimaciones y Supuestos del Escenario Base.												
Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crecimiento PBI Real	9.5%	3.6%	3.1%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
Devaluación TCR	-3.7%	-8.4%	-5.6%	-2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tasa Libor	2.4%	3.1%	3.6%	3.9%	4.2%	4.4%	4.6%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%
Tasa de Referencia a 8 años	3.9%	4.2%	4.4%	4.6%	4.7%	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%
Riesgo Pais	6.0%	5.7%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Tasa Nominal Nuevos Bonos	9.9%	9.9%	9.8%	9.6%	9.7%	9.9%	10.0%	10.1%	10.1%	10.2%	10.2%	10.3%
Inflación Internacional	4.2%	2.3%	2.5%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Tasa Real Nuevos Bonos	5.5%	7.4%	7.1%	7.1%	7.3%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%	8.0%	8.1%	8.1%
Renovación IFIS	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	80.0%	80.0%	80.0%
Asistencia Neta a los Bancos												
Millones us\$	(5)	100	59	40	11	28	37	36	34	-	-	-
% PBI	0.0%	0.7%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Superávit SPG	3.8%	3.4%	3.1%	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%
SPNF	4.0%	3.6%	3.2%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%
BCU	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%

Crecimiento

El primer supuesto necesario para calcular la relación de la deuda al PIB es el crecimiento del PIB real. En el caso del Uruguay existen distintas aproximaciones posibles a la evolución del producto potencial sean a través del estudio de las propiedades de las series temporales (ver Bucacos, 2001 y el Anexo 2.2.1 de este informe). Otras aproximaciones basadas en la metodología de las fuentes de crecimiento tienen serios limitantes en cuanto a la calidad de la información que no permiten implementar propuestas más ambiciosas de medición (ver Oks, 2003). Ejercicios simples de contabilidad del crecimiento se reportan en el Anexo del FMI (2003), dando cuenta de un bajo crecimiento potencial.

En este informe hemos seguido un criterio de aproximar inicialmente la evolución del PIB a partir del comportamiento de mediano plazo en relación a la influencia de la actividad en la Argentina, en parte porque representa mejor la influencia de shocks exógenos que son relevantes para la evaluación de la sostenibilidad de la deuda uruguaya. La Figura 2.1 muestra claramente como el consumo privado (desestacionalizado) de Argentina es un excelente lead del PIB uruguayo (también desestacionalizado). Por esta razón, en el corto plazo (2004 a 2006) se utiliza como variable explicativa la proyección del crecimiento real del consumo privado argentino para dicho periodo, aprovechando la fuerte relación econométrica entre el PIB real uruguayo y el consumo real privado argentino tal como se analiza en el anexo 2.2.1.¹² Luego de un periodo de convergencia suave de dos años, se supuso que el crecimiento del PIB real de Uruguay se estabilizaba en 2.7% a partir del año 2009 siguiendo los resultados econométricos del anexo 2.2.1 y que se basan en propiedades de las series de tiempo.



¹² El sendero de crecimiento del consumo privado argentino de 2004 a 2006 se obtuvo del modelo econométrico de FIEL (2004b).

Como resultado de los supuestos relativos a la evolución del PIB de Uruguay, surge que dicha variable crece a un ritmo de 3.4% anual durante el periodo de análisis. Por otra parte, la tasa de crecimiento promedio del PIB real del escenario base para el periodo 2004-2008 es mayor que en el ejercicio del FMI principalmente porque la recuperación que surge de nuestra predicción es mucho más pronunciada. Esto resulta en una tasa de crecimiento del PIB mayor durante este periodo de transición (4.4% vs. 3.8%) a pesar que se asume un crecimiento tendencial menor (2.7% vs. 3%).¹³

Tipo de cambio real e inflación internacional

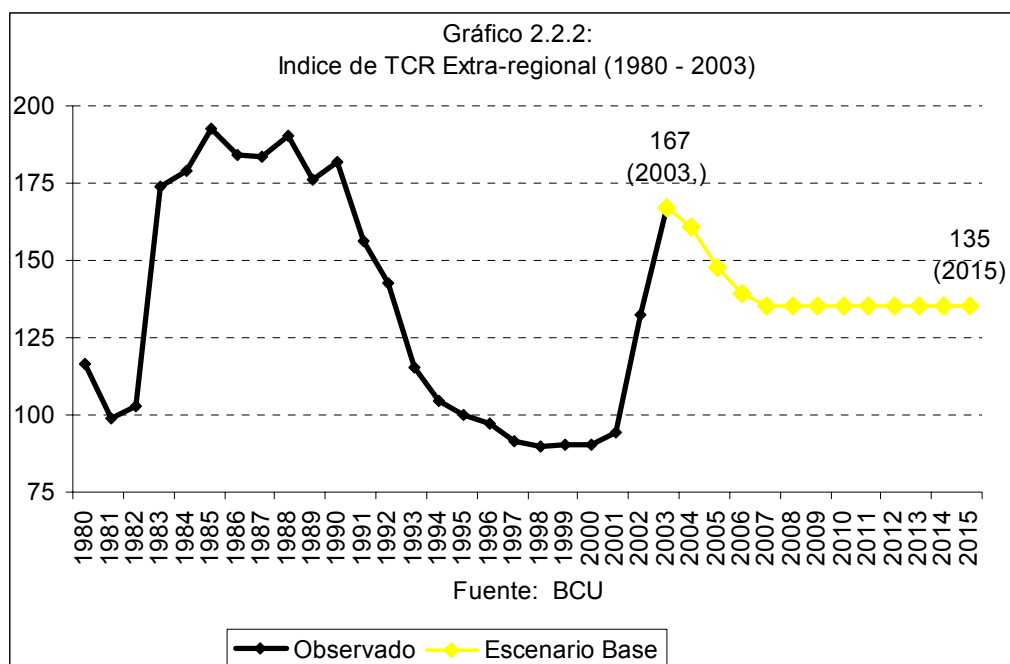
Para proyectar la evolución del tipo de cambio real de Uruguay se empleo el índice de competitividad extra-regional de la economía uruguaya elaborado por el BCU.¹⁴ El Gráfico 2.2.2 muestra la evolución anual de dicho tipo de cambio en los últimos 20 años. A modo de simplificación pueden distinguirse dos regímenes de evolución temporal estacionaria: uno de un tipo de cambio real depreciado durante la década de los 80's y otro de tipo de cambio apreciado durante los 90's, con un promedio para todo el periodo de un índice de 135. Para el escenario base se supuso que en el mediano plazo el TCR se aprecia paulatinamente desde 167 (su valor en 2004) a 135 (el valor promedio del periodo) logrando una apreciación real de 21% desde 2004 a 2008. En FMI (2004) la apreciación real es de 16% (desde 2004 a 2008).¹⁵ Con respecto a la inflación internacional, se supuso que esta evoluciona de acuerdo a las proyecciones de FIEL (2004b) para el periodo 2004-2006 y que luego desciende paulatinamente a 2% en el largo plazo (levemente superior al promedio de inflación del PPI Index de USA de 1980 hasta 2003 de 1.77%).

¹³ En base a los datos preliminares del BCU el crecimiento anual en el año terminado en Marzo de 2004 sería de 8%.

¹⁴ Este índice se puede obtener en el sitio del BCU:

<http://www.bcu.gub.uy/autoriza/peieco/competencia/indicecompetencia.htm>.

¹⁵ En el anexo 2.2.2 se justifica con mayor detalle la determinación de la secuencia del tipo de cambio real.



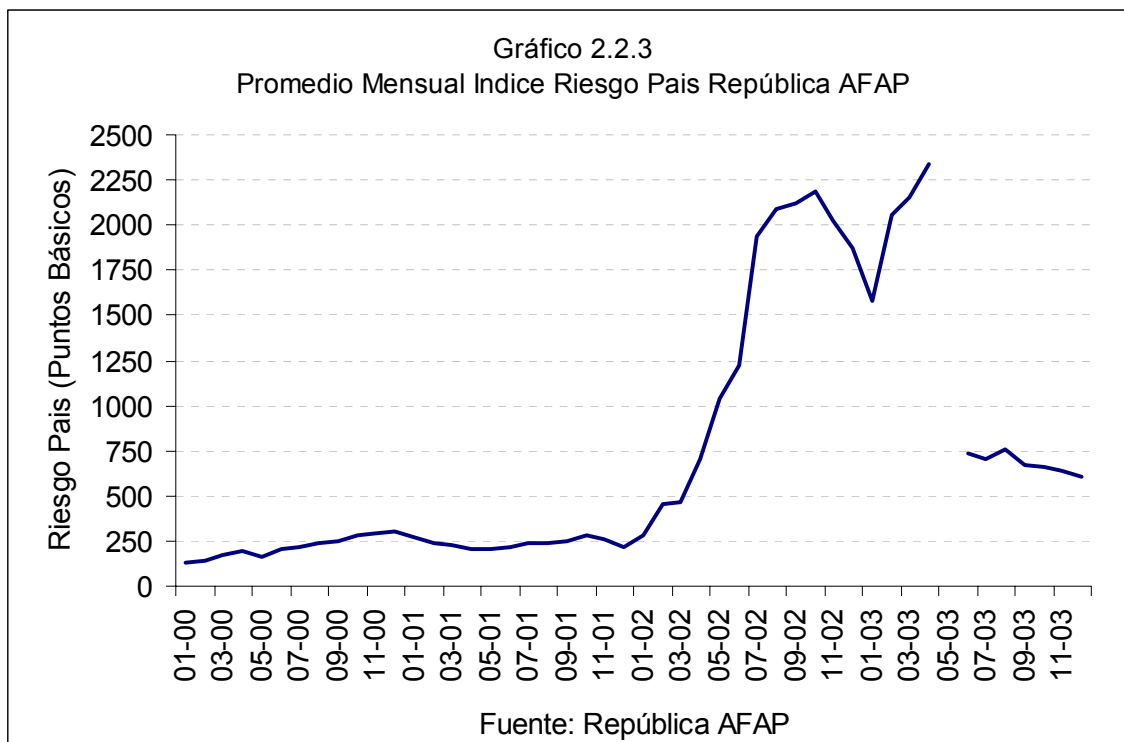
Supuestos Financieros

Para calcular la evolución de la deuda hace falta una estimación de la tasa promedio en dólares $i_t^{us\$}$. Al ser una tasa promedio, i_t tiene un componente predeterminado (dada por la emisión histórica de deuda previa toda al periodo t y que surge principalmente porque la deuda tiene periodos de emisión mayores a un año) y otro componente contemporáneo (dado por la emisión de deuda y la tasa marginal en el periodo t para la deuda a tasa fija y por la tasa libo por la deuda emitida a tasa variable). Esto implica que para poder calcular la tasa de interés promedio es necesario saber no solamente los pagos de intereses futuros ya comprometidos por la emisión (pasada) de deuda de mercado y por los préstamos de las IFI's sino también la secuencia de tasa libo spot futuras (a la cual están indexados los préstamos de las IFI's), las tasas de referencia (i.e. la tasa de interés libre de riesgo de bonos con igual madurez promedio que la deuda uruguaya en títulos públicos) y la secuencia futura de riesgo país futuros – dado que estas dos últimas determinan la tasa de interés a la cual se emiten los títulos públicos en el mercado voluntario. Finalmente, es necesario hacer supuestos acerca de la composición de deuda entre deuda voluntaria y deuda con las IFI's.

La secuencia de tasas libo se calculó a partir de la serie de tasa libo implícita en los SWAPS.¹⁶ La tasa de referencia, se construyó a partir de la yield curve implícita en la secuencia de tasas libo, tal como se explica en el Anexo 2.2.3. Con respecto al riesgo país, se supuso que, partiendo del nivel de 600 puntos básicos a Diciembre del 2003, medido por el índice de riesgo país de Uruguay (UBI) de Republica AFAP, descendiend gradualmente en un periodo de 3 años a valores de 500 puntos básicos y partir de allí se mantiene

¹⁶ Esta tasa implícita surge de un ejercicio de arbitraje en el cual se calcula la tasa libo que elimina arbitrajes entre instrumentos a tasa variable e instrumentos a tasa fija. La secuencia de tasa libo esta tomada de Bloomberg.

constante.¹⁷ El gráfico 2.2.3 muestra la evolución de dicho índice desde diciembre del 2000 hasta diciembre 2003. El escenario base asume implícitamente, que el riesgo país de Uruguay se mantiene por arriba de los valores de investment grade previos a la devaluación de 2002. Este supuesto es ligeramente más optimista que el del FMI que supone un nivel de riesgo país inicial de 700 puntos básicos para luego converger a 500 en el 2008.



Con respecto al financiamiento de las IFI's, se supuso que las mismas renuevan un 100% de la deuda neta que se vence en el periodo 2004-2008, un 90% entre 2009 y 2012 y un 80% desde 2013 a 2015. Además, se supuso que dicha renovación se realiza a una tasa de 2% sobre libo.¹⁸ El resto de los acreedores está dispuesto a financiar al estado uruguayo a la tasa de referencia más el riesgo país.¹⁹

Las secuencias de tasas libo, de tasas de referencia y de riesgo país así obtenidas junto con el supuesto de rollover de los IFI's permiten obtener los pagos en conceptos de intereses resultante de las emisiones de títulos públicos y prestamos de los IFI's necesaria para cubrir las necesidades de financiamiento futuras. Combinando estos pagos de intereses (futuros) con los pagos de intereses de la deuda ya emitida se pudo calcular los intereses totales

¹⁷ El UBI está compuesto por los siguientes títulos: Bono Global 2011 (7,25%), Bono Global 2015 (7.5%) y Bono Global 2033 (7.875%). Estos instrumentos cumplen con las tres condiciones deseables para que un bono forme parte del índice: ser globales, emitidos en dólares americanos y tener un circulante mayor a los US\$ 100 millones. El índice puede ser consultado en <http://www.rafap.com.uy/rafapl/servlet/hubi>.

¹⁸ Estos supuestos implican que los pagos netos a las IFI's son mucho menores en nuestro análisis que en FMI (2004) en el periodo de proyección (1,300 vs. 2,300 millones de dólares respectivamente).

¹⁹ Se supuso que los títulos públicos se colocan a 8 años, la duración actual de los títulos públicos de largo plazo de Uruguay mientras que la duración promedio de la deuda de las IFI's es a cuatro años.

pagados por el sector público.²⁰ Por otro lado, se supuso que las reservas internacionales del BCU se colocan a una tasa de 1% anual.²¹

Pasivos Contingentes

Con respecto a los resultados bajo la línea, supusimos un escenario menos pesimista que el FMI. En nuestro escenario la resolución de la crisis bancaria crea pasivos contingentes del orden de 250 millones de dólares, aproximadamente 3% del PIB de 2003.²² En esta sección, no consideramos ningún otro resultado bajo la línea. El ejercicio del FMI es poco claro con respecto a los pasivos contingentes. Por un lado, se supone que los pasivos contingentes resultantes de la crisis equivalen a 6% del PIB. Pero por el otro, parece que se consideran ingresos por privatizaciones equivalentes a un 5% del PIB (en realidad se trataría de recuperos de activos bancarios que se encuentran en fondos fiduciarios). Además, cuando descompone el aumento de deuda con una metodología análoga a la sugerida por la ecuación (2.3), aparece un residuo no explicado que aumenta la deuda en 10% del PIB.

Superávit Primario

La secuencia de superávit primario para el sector público no financiero (SPNF) que empleamos en el escenario base difiere de FMI (2004) y surge del análisis de sostenibilidad fiscal que desarrollaremos en la sección 4. Dicho análisis, no sólo contiene supuestos explícitos y medidas implícitas tanto del lado de los ingresos como de los gastos sino que, además, considera la evolución de las cuentas fiscales de los últimos meses, e incorpora las medidas de política tributaria recientemente adoptadas. Nuestra secuencia y la de FMI (2004) difieren en la evolución temporal (nuestra secuencia de superávit primario es decreciente mientras que la del FMI es creciente), y en el desempeño fiscal promedio (nuestra secuencia exhibe un menor promedio que la del FMI 3.2% vs. 3.7% respectivamente) en el quinquenio 2004-2008 período en el cual ambos ejercicios son comparables.²³

Por otro lado, como en nuestro análisis nos concentramos en la deuda bruta del sector público global, nuestra medida de superávit primario también incluye al superávit primario del BCU. Específicamente, supusimos que el superávit primario del BCU disminuye

²⁰ Cabe destacar que para calcular el pago de intereses resultantes de la estructura de deuda actual también se tuvo en cuenta la tasa libo.

²¹ Durante el 2003, la tasa de interés percibida por las reservas fue de 0.7%.

²² Específicamente se supone, al igual que en el ejercicio de sostenibilidad realizado en FMI (2004), que el fondo fiduciario constituido a efectos de recuperar la deuda irregular del BROU es incapaz de recuperar dichos préstamos de forma tal que el gobierno se tiene que hacer cargo de las notas emitidas por el fondo fiduciario a cambio de los dichos préstamos. A diferencia del ejercicio de FMI (2004) suponemos que los depósitos del BHU que han sido reprogramados, que fueron transferidos al BROU y que serán liberados durante 2004 a 2006 no son retirados de forma tal que el gobierno no tiene que honrar la garantía extendida a favor del BHU. Hasta la fecha, el BROU ha sido capaz de retener los depósitos ya liberados.

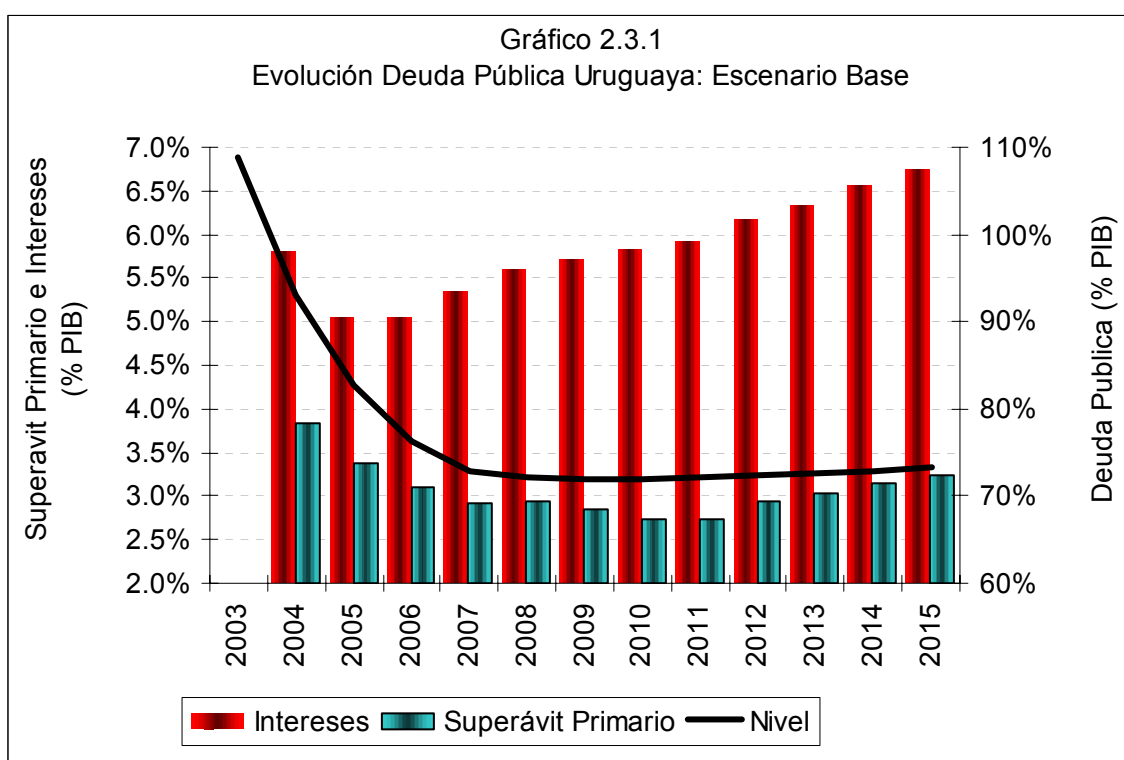
²³ Específicamente, en nuestro caso y como puede verse en el Cuadro 2.3.1, el superávit del SPNF disminuye gradualmente de 4.0% en el 2004 a 2.8% en 2009-2010 para luego recuperarse a 3.5% en el 2015, al final del periodo de análisis. La diferencia viene dada en gran medida por el efecto de la reducción impositiva de Mayo-Setiembre de 2004 y obviamente por otras proyecciones referidas al gasto previsional y la inversión pública. En el caso del FMI, el superávit aumenta gradualmente de 2.9% en 2003 a 4% en el largo plazo.

gradualmente desde 0,23% del PIB en el año 2003 hasta 0,08% (el nivel promedio de 1995 a 2003) en el 2008. A partir de allí, el superávit primario del BCU se mantiene constante en términos del PIB.

2.3. *Análisis de Sostenibilidad*

Como se dijo en la sección 2.1. el concepto de sostenibilidad que se usa en este trabajo se refiere a la trayectoria del sendero de la deuda pública que estabiliza la deuda en algún nivel que se juzga razonable por quienes refinancian las obligaciones. A partir de los supuestos del escenario base se puede hacer un primer examen de la sostenibilidad de la deuda pública bruta uruguaya.²⁴ El Cuadro 2.3.1 muestra los resultados del análisis de sostenibilidad de la deuda en detalle

El Gráfico 2.3.1 muestra la evolución de la deuda, así también como la carga de intereses a lo largo del tiempo. Se puede observar que la carga de intereses aumenta consistentemente durante del periodo bajo estudio, de 5.8% en el 2004 hasta 6.7% del PBI en el 2015.



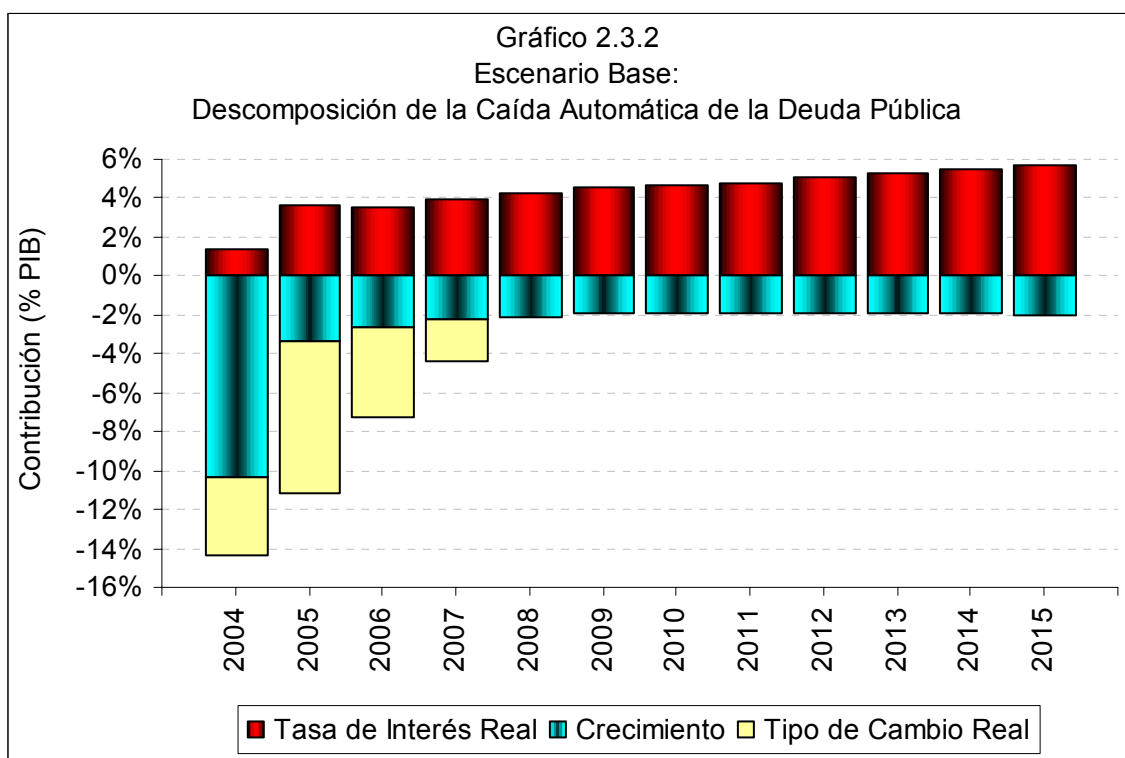
²⁴ En el anexo 2.3.1 se discute la sensibilidad de nuestros resultados para el caso de deuda neta.

Cuadro 2.3.1

Uruguay: Deuda del Sector Público Proyectada en el Escenario Base													
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Deuda Pública													
Nivel	108.8%	93.1%	82.8%	76.2%	72.9%	72.1%	71.9%	72.0%	72.2%	72.4%	72.6%	72.9%	73.2%
Cambio		-15.8%	-10.3%	-6.6%	-3.3%	-0.8%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
Resultado Sobre la Línea													
Superávit Primario	3.3%	3.8%	3.4%	3.1%	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%
Intereses	6.1%	5.8%	5.1%	5.1%	5.3%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.2%	6.3%	6.6%	6.7%
Déficit Global	-2.8%	-2.0%	-1.7%	-1.9%	-2.4%	-2.7%	-2.9%	-3.1%	-3.2%	-3.2%	-3.3%	-3.4%	-3.5%
Descomposición del Aumento de Deuda													
Déficit Primario		-3.8%	-3.4%	-3.1%	-2.9%	-2.9%	-2.8%	-2.7%	-2.7%	-2.9%	-3.0%	-3.1%	-3.2%
Creación de deuda Automática		-11.9%	-7.5%	-3.8%	-0.6%	2.1%	2.5%	2.7%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%
Tasa de Interés Real		1.4%	3.6%	3.5%	3.9%	4.2%	4.5%	4.7%	4.8%	5.1%	5.2%	5.5%	5.7%
Crecimiento		-10.4%	-3.3%	-2.6%	-2.3%	-2.1%	-1.9%	-1.9%	-1.9%	-1.9%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
Tipo de Cambio Real		-4.0%	-7.8%	-4.6%	-2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Pasivos Contingentes		0.0%	0.7%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Tasa de Interés Nominal Promedio		5.5%	6.3%	6.8%	7.6%	8.1%	8.4%	8.6%	8.8%	9.1%	9.4%	9.7%	10.0%
Tasa de Interés Real Promedio		1.3%	3.9%	4.2%	5.1%	5.8%	6.3%	6.5%	6.7%	7.0%	7.2%	7.5%	7.8%
Tasa Ajustada Promedio		-10.9%	-8.1%	-4.6%	-0.8%	2.8%	3.5%	3.7%	3.9%	4.2%	4.4%	4.7%	5.0%
Emisión de Neta de Deuda (millones de us\$)													
Total		161	352	389	488	538	626	717	775	821	846	921	993
IFT's		0	0	0	0	0	-155	-139	-89	-134	-347	-284	-160
Sector Privado		161	352	389	488	538	781	856	864	955	1193	1205	1154

El Cuadro 2.3.1 descompone la variación temporal de la deuda en tres componentes: déficit primario, creación de deuda automática y pasivos contingentes. De acuerdo a las simulaciones, la relación deuda producto disminuye a 73% en 2015, una caída de 36 puntos porcentuales con respecto a 2003. Esta reducción resulta de una caída de 37% (siempre para todo el período) inducida por el superávit primario, de la contribución en sentido opuesto de 1% dado por la “destrucción” o reducción de deuda automática (esto es resultado de la combinación de tasa de interés, crecimiento y tipo de cambio real) y un aumento de 2% provenientes del impacto de los pasivos contingentes.

La destrucción de deuda automática (el 1% mencionado) es, a su vez, el resultado de la neutralización parcial de importantes efectos opuestos. Por un lado del efecto de la tasa de interés real que (para todo el período) contribuye a una suba de la deuda de 52%. Por otro lado, de los efectos del efecto del crecimiento económico (34% de reducción) y de la apreciación real (19% de reducción).²⁵ La evolución temporal de las contribuciones de estos componentes se muestra en el Gráfico 2.3.2 donde se observa que el efecto crecimiento y del tipo de cambio real aportan una caída del 14% sólo en el año 2004.



Es importante destacar que, dados nuestros supuestos, el nivel de deuda permanece elevado en el largo plazo lo que hace vulnerable a la economía uruguaya. En rigor, y como muestra el cuadro 2.3.1, el sendero de la deuda queda en niveles elevados a partir del año 2010, requiriéndose por lo tanto diferentes supuestos o medidas fiscales compensatorias (a la reducción impositiva reciente) para lograr un sendero hacia valores que puedan ser

²⁵ La suma de las contribuciones de estos cuatro componentes no explica la variación total dados los términos interactivos que en este caso contribuyen marginalmente a una caída de la deuda del orden del 1%.

juzgados como más sostenibles. En otras palabras, nuestro supuesto “base” o de “status-quo” de superávit primario (algo superior al 3% del PIB) resulta insuficiente para definir una trayectoria claramente sostenible.

Expresada en dólares, la deuda aumenta en 7,600 millones de dólares llegando a 20 mil millones. El supuesto de rollover incompleto para los IFI's, sin embargo, implica que las IFI's disminuyen su exposición en Uruguay en 1,300 millones mientras que el sector privado aumenta su exposición en 8,900 millones. De esta forma, el porcentaje de deuda en manos de los IFI's disminuye significativamente de 47% en 2003 a 23% del total en el 2015.

Comparación con el ejercicio del FMI (2004)

En la comparación con el ejercicio del FMI (2004) deben distinguirse condiciones de largo plazo de la deuda y la secuencia o evolución temporal. Las grandes diferencias con el ejercicio del FMI resultan en la comparación de largo plazo. En el ejercicio del FMI la deuda se estabiliza o continúa bajando más allá del 2012 (hasta donde se muestran las salidas de la simulación) mientras que en nuestro ejercicio se dibuja un sendero que se estabiliza en un nivel elevado cuando se detiene la reducción automática de deuda. Los distintos niveles y sostenibilidad de la deuda tienen en el fondo diferencias que dependen de un distinto desempeño fiscal (nuestro 3.3% versus el 4% del FMI).

Con respecto a la evolución temporal, sólo es posible hacer una comparación hasta 2008, horizonte en el que el FMI publica los determinantes desagregados de la evolución de la deuda pública. Comparando en este horizonte 2004-2008, en nuestro caso la deuda llega a 73% en 2008 lo que implica una caída del 37%, comparado con una caída de 24% en el mismo periodo en el ejercicio del FMI.²⁶ La diferencia en estos años se debe principalmente al resultado debajo de la línea y al efecto automático ya que la contribución del superávit primario a la caída de la deuda es muy similar en ambos casos (alrededor de 17%).

El efecto de destrucción de deuda automática, es mayor en nuestro caso (caídas de la deuda de 22% y 17% en nuestro caso y en el del FMI, respectivamente). Esto se explica por diferentes efectos. Específicamente, la contribución al aumento debido a la tasa de interés es prácticamente la misma en ambos casos (16%). Con respecto a la contribución del crecimiento a la disminución de la deuda, es mayor en nuestro caso (20% vs. 17%). Los supuestos acerca de la apreciación cambiaria real dan como resultado una mayor contribución a la caída de la deuda en nuestro caso (19% vs. 15%).²⁷

Finalmente, los pasivos contingentes explican el restante 9% de la discrepancia entre la disminución de la deuda en el presente ejercicio y la de FMI (2004). En nuestro caso

²⁶ Como mencionamos anteriormente, FMI (2004) considera la deuda bruta del Sector Público No Financiero que estima en 98% del PIB a fin del 2003, mientras que en nuestros cálculos consideramos la deuda neta del Sector Público Global (que estimamos en 95% del PIB). Por ende, a efectos comparativos nos concentramos en cambios en vez de los niveles absolutos de la deuda.

²⁷ El efecto interactivo contribuye a una suba de la deuda de 1% en el periodo 2004-2008.

tenemos pasivos contingentes de 1% del PIB.²⁸ En el caso del FMI, dado que la deuda disminuye en 24% mientras que las contribuciones del superávit y el efecto automático llevan a una caída de 34%, el remanente, que sólo puede ser atribuible al resultado bajo la línea, indica que los pasivos contingentes son de 10%.²⁹

2.4. Modificaciones al Escenario Base

Como se dijo anteriormente, el escenario base se define a partir de un status-quo en materia fiscal y de evolución macroeconómica que puede ser objeto de modificaciones. Nuestra lectura del caso uruguayo sugiere que deben considerarse dos escenarios alternativos, que por otra parte son muy diferentes en cuanto a la probabilidad de ocurrencia. Por un lado, un escenario que denominamos optimista, caracterizado por un mayor crecimiento que facilita una corrección fiscal similar a la sugerida por el FMI. Por otro lado un escenario denominado pesimista en donde dicha corrección no tiene lugar y se presentan shocks al entorno macroeconómico desfavorables sin llegar a ser de la magnitud de los sufridos en 2002.

En el caso uruguayo existe a nuestro juicio una marcada asimetría entre estos dos escenarios, con un sesgo marcado hacia el escenario optimista. En los ejercicios que se comentan más abajo, modificamos el superávit primario como así también las condiciones de crecimiento, tipo de cambio y financiamiento a largo plazo. Los resultados se presentan el cuadro 2.4.1, con shocks positivos indicados en el panel A y shocks negativos en el panel B.

Escenario Optimista

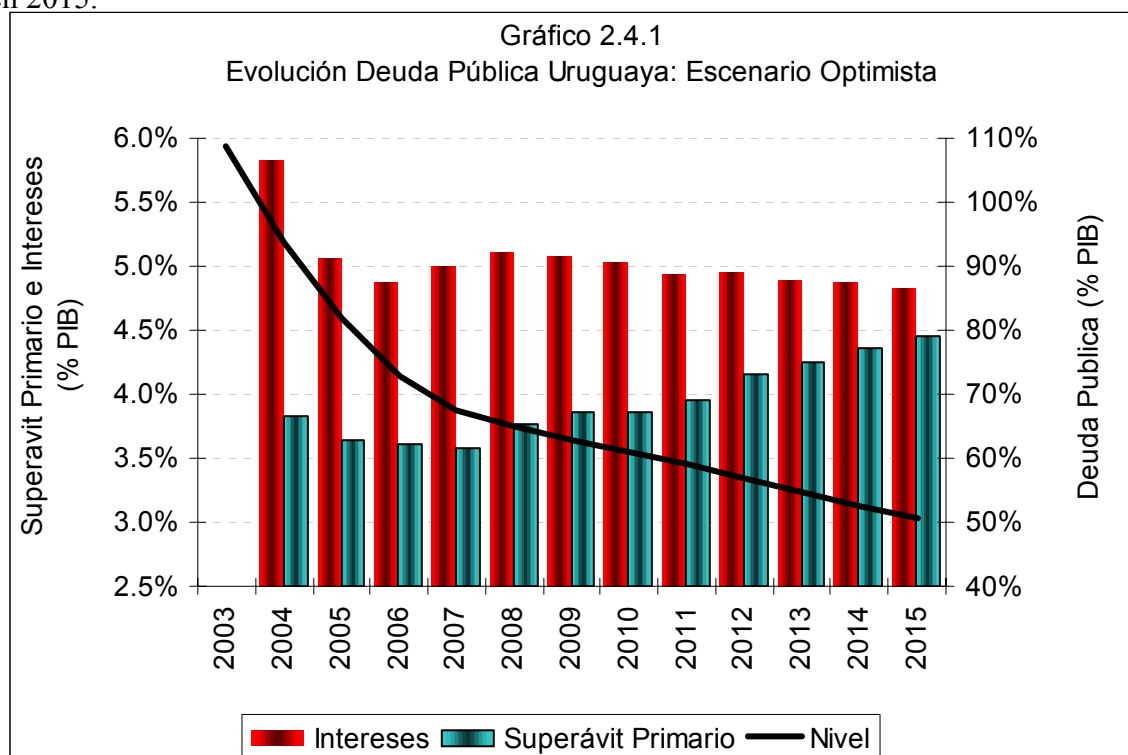
La forma más conservadora de evaluar un escenario optimista alternativo al escenario de base o de “status quo” es suponer un mayor crecimiento del PBI junto con medidas correctivas en el plano fiscal. La combinación de ambos efectos, que tomamos conjuntamente como parte del escenario optimista, produce un cambio sustancial en el sendero de la deuda pública. Es una combinación relativamente conservadora porque hace coincidir plenamente el mayor crecimiento con las medidas fiscales correctivas, pero no agrega (a lo que ya existe en el escenario base o de status-quo) efectos adicionales de mejoras en el tipo de cambio real. Sí se supone una mejora de 100 puntos adicionales en el riesgo país. Estos shocks se miden de modo independientemente en el Cuadro 4.2.1, para poder distinguir su incidencia relativa, mientras que el Gráfico 2.4.1 muestra trayectoria de la relación deuda producto en el escenario optimista.

²⁸ Esta cifra es la sumatoria de los resultados bajo la línea con respecto al PIB en el periodo de análisis. Dado el crecimiento del PIB en dólares, esta cifra es inferior al 2% que resulta de expresar los 250 millones de dólares de pasivos contingentes en términos del PIB del 2003.

²⁹ Cuales son exactamente los supuestos del fondo acerca de pasivos contingentes no queda claro. Por ejemplo, asume ingresos por privatizaciones del orden de 5.1% del PIB en dicho periodo lo que contrarresta el costo del auxilio al sector financiero (5.7%). Pero por otro lado la creación de deuda no identificada es del orden del 12%.

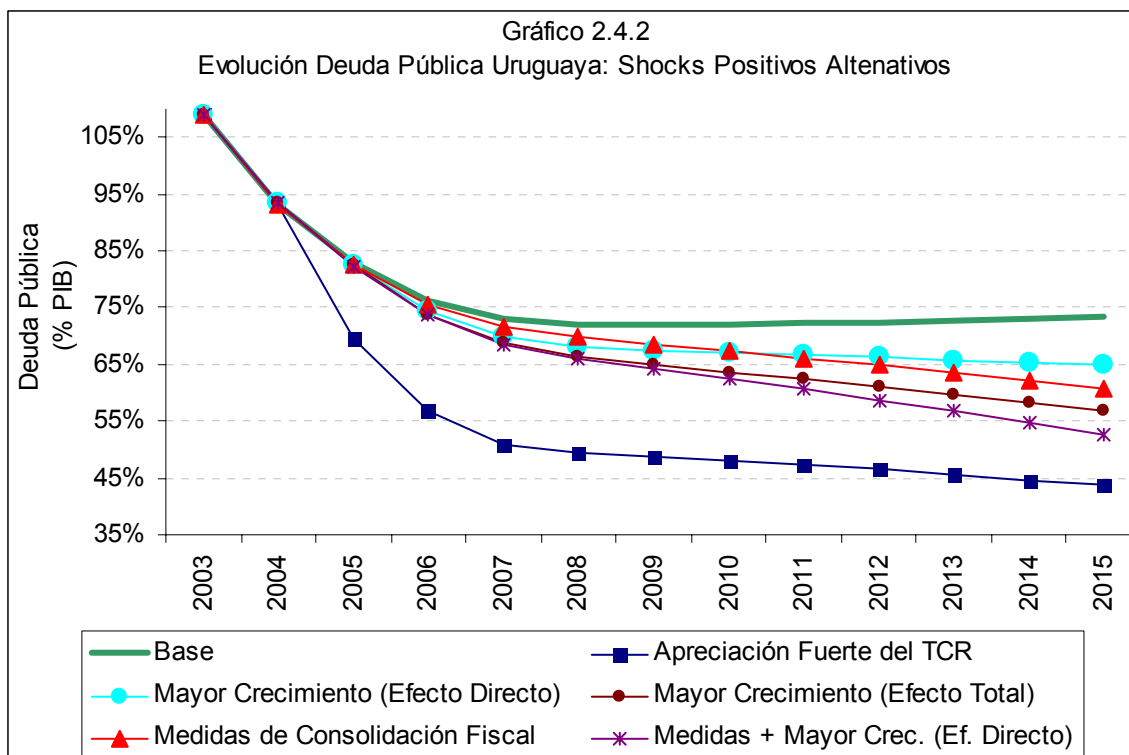
Una tasa de crecimiento sostenida de 3.3%³⁰ genera efectos directos (por la vía de la reducción automática de la deuda) e indirectos (por un mayor superávit primario, según las proyecciones de ingresos tributarios de la sección 4.3). El efecto directo tiene un efecto de más de 8 puntos sobre la deuda en el año 2015 (llevándola al 65% del PIB) pero si se le agrega el efecto indirecto de un mayor superávit primario la reducción se hace más marcada, llegando al 57% del PIB.

El escenario optimista resulta de una combinación del efecto de las medidas correctivas recién comentadas y de la elevación del sendero de crecimiento del PIB. En este caso, la corrección fiscal que eleva el superávit primario al 4% se toman de manera muy parcial, dado que más de dos tercios del ajuste viene dados por el efecto de un mayor crecimiento sobre el superávit primario. En otras palabras, de verificarse un crecimiento mayor al base (estimado en 3.3% anual) el ajuste requerido en las finanzas públicas respecto del status quo es del orden del 0.3% del PBI, lo cual –en términos de la discusión y del menú de medidas de la sección 4.3- lo hace un ajuste muy factible. Esta combinación da como resultado un sendero del ratio deuda/PBI que baja marcadamente para llegar a 53% del PBI en 2015.



El gráfico 2.4.1 resume la sensibilidad de las trayectorias de la deuda a diferentes shocks positivos y que están calculados en el Cuadro 2.4.1.

³⁰ En el corto plazo (2004 a 2006) el consumo privado de Argentina evoluciona de acuerdo al escenario optimista de FIEL (2004b) lo que de acuerdo a la relación econométrica estudiada en el Anexo 2.2.1 implica un crecimiento del PIB de Uruguay mayor que en el escenario base. En el largo plazo (desde 2008) en adelante, se supuso que el PIB crece a un ritmo de 3.3% anual de forma de retomar el trend observado durante el periodo 1973-1998 en el año 2015. Este escenario imagina un crecimiento tendencial superior al del escenario base suponiendo que las inversiones realizadas durante la década del 90 empiezan a madurar a comienzos de la década de 2010.



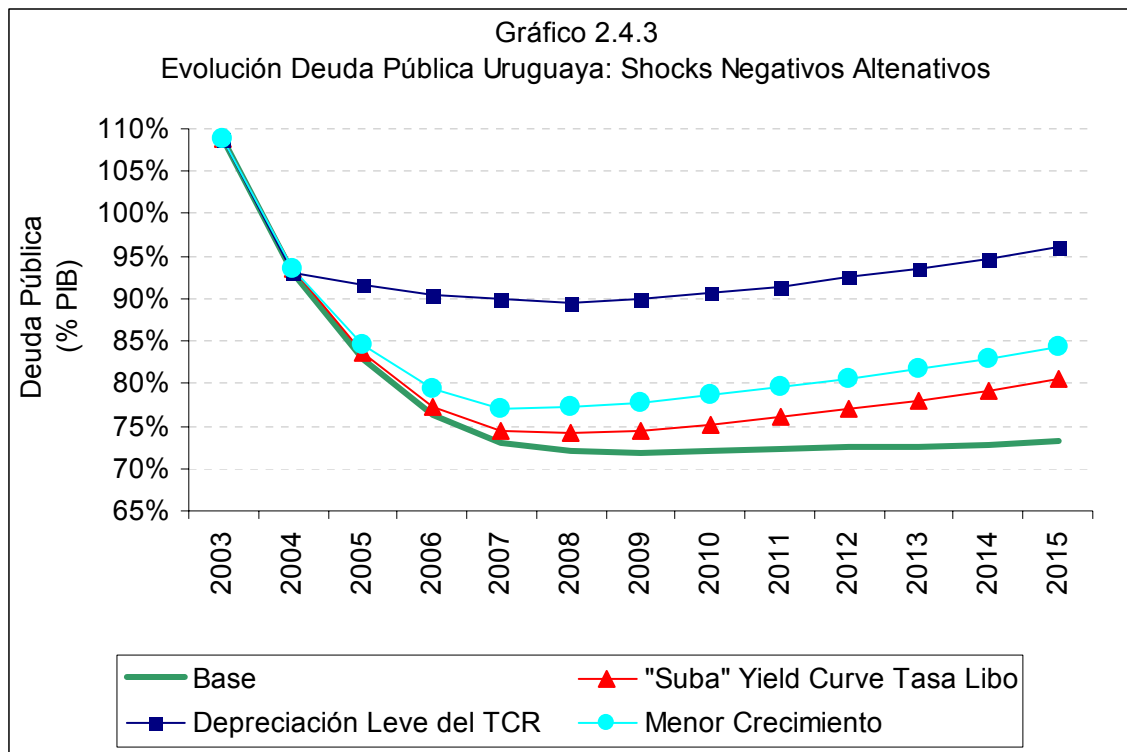
Escenario pesimista

En un escenario pesimista no se verifica el mayor crecimiento y la corrección fiscal no tiene lugar, por lo que la secuencia de superávit primario es la misma que en el escenario base. Por otro lado, y como lo muestra el panel B del cuadro 2.4.1, un escenario más pesimista con respecto a la evolución del PIB real deja la deuda en 84%.³¹ Con respecto al tipo de cambio real, en un escenario pesimista en el cual este se devalúa levemente en un 1.5% estacionándose en los valores devaluado de la década de los 80's lleva la deuda a 96%, sólo 13% por debajo de la deuda inicial.³²

Cambios en las condiciones financieras tienen efectos también importantes sobre los resultados. Una suba (desplazamiento) de la yield curve de tasa libo de 100 puntos básicos (lo que tiene aparejado un desplazamiento de la tasa de referencia de la misma magnitud) aumenta la deuda en siete puntos porcentuales con respecto al escenario base, mientras que una suba en la tasa de riesgo país de la misma magnitud aumenta la deuda en 4 puntos con respecto a dicho escenario. Finalmente, una menor renovación de las IFI's (80% durante todo el periodo) tiene un efecto menor sobre la deuda que aumenta en sólo 2%. El gráfico 2.3.3 compara la evolución temporal de la deuda dados algunos de estos shocks (negativos) contra la del escenario base.

³¹ En el corto plazo (2004 a 2006) el consumo privado de Argentina evoluciona de acuerdo al escenario pesimista de FIEL (2004b) lo que de acuerdo a la relación econométrica estudiada en el Anexo 2.2.1 implica un crecimiento del PIB de Uruguay menor que en el escenario base. En el largo plazo, se supuso un crecimiento de 2% anual, el crecimiento promedio del periodo 1964 a 1981.

³² Estrictamente, el supuesto fue que el tipo de cambio real se mantiene una desviación estándar por arriba del promedio 1980-2003.



Cuadro 2.4.1

Uruguay: Sostenibilidad de la Deuda Pública. Analisis de Sensibilidad (Promedio 2004:2015)

Panel A: Shocks Positivos								
Shock	Escenario Base	Medidas Consolidación Fiscal	Mayor Crecimiento (Ef. Directo)	Apreciación Fuerte del TCR	Caida Libor	Caida Spread	Aumento en Participación de IFI's	Shock Conjunto
Superavit Primario	3.1%	3.9%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.9%
Crecimiento Real	3.4%	3.4%	4.2%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	4.2%
Apreciación TCR	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-4.1%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-4.1%
Tasa Interés Promedio	8.2%	8.2%	8.2%	8.4%	7.5%	7.7%	8.1%	7.5%
Rollover IFI's	92%	92%	92%	92%	92%	92%	100%	100%
Deuda 2015 (% PBI)	73%	61%	65%	44%	67%	69%	73%	20%
Caida Deuda (% PBI)	36%	48%	44%	65%	42%	40%	36%	89%
Descomposición del Aumento de Deuda (Promedios 2004-2015)								
Superávit Primario	-3.1%	-3.9%	-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.9%
Creación de deuda Automat	0.0%	-0.2%	-0.7%	-2.5%	-0.6%	-0.4%	-0.1%	-3.5%
Tasa de Interés Real	4.3%	4.0%	4.1%	3.2%	3.7%	3.9%	4.3%	2.2%
Crecimiento	-2.9%	-2.8%	-3.3%	-2.3%	-2.8%	-2.8%	-2.9%	-2.5%
Tipo de Cambio Real	-1.6%	-1.5%	-1.5%	-3.3%	-1.5%	-1.6%	-1.6%	-3.3%
Pasivos Contingentes	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%

Panel B: Shocks Negativos							
Shock	Escenario Base	Mayor Crecimiento (Ef. Indirecto)	Apreciacion Leve del TCR	Suba Libor	Suba Spread	Caida en Participacion de IFI's	Shock Conjunto
Superavit Primario	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
Crecimiento Real	3.4%	2.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	2.5%
Apreciacion TCR	-1.7%	-1.7%	-0.1%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-0.1%
Tasa Interes Promedio	8.2%	8.2%	8.1%	8.9%	8.6%	8.1%	9.6%
Rollover IFI's	92%	92%	92%	92%	92%	100%	80%
Deuda 2015 (% PBI)	73%	84%	96%	81%	77%	73%	135%
Caida Deuda (% PBI)	36%	24%	13%	28%	32%	36%	-26%
Descomposicion del Aumento de Deuda (Promedios 2004-2015)							
Superávit Primario	-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.1%
Creacion de deuda Automat	0.0%	0.9%	1.8%	0.6%	0.3%	-0.1%	4.9%
Tasa de Interes Real	4.3%	4.7%	5.2%	5.1%	4.7%	4.3%	7.8%
Crecimiento	-2.9%	-2.2%	-3.3%	-2.9%	-2.9%	-2.9%	-2.7%
Tipo de Cambio Real	-1.6%	-1.6%	-0.2%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-0.2%
Pasivos Contingentes	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%

3. Determinantes de la Sostenibilidad Fiscal y de la Deuda: gasto previsional e inversión pública

Los objetivos de este estudio contemplan analizar la sostenibilidad fiscal de Uruguay evaluando escenarios que tengan en cuenta explícitamente la evolución del gasto en seguridad social y en la inversión pública. En esta sección se examinan ambos tópicos de manera sólo subsidiaria para el ejercicio de sostenibilidad fiscal y en particular con el objeto de justificar proyecciones razonables del impacto en el balance fiscal del balance de la seguridad social y de los gastos de capital. Como se refleja en la sección 1 ambos han jugado un rol importante en el ajuste de las cuentas fiscales en la crisis reciente y pueden dar lugar a contingencias fiscales que deben ser anticipadas o previstas en los supuestos utilizados para la evolución fiscal de mediano plazo.

3.1 La Seguridad Social en Uruguay: Pasivos contingentes y consecuencias para la sostenibilidad fiscal.

Introducción

El nuevo sistema de seguridad social establecido por ley 16713 entró en vigencia el 1 de abril de 1996. Es un sistema de dos pilares o niveles, con un subsistema financiero de reparto obligatorio para todos los afiliados activos y otro subsistema de capitalización individual obligatorio para todos los activos con un ingreso superior a un mínimo predeterminado. Se definieron normas transitorias para quienes al momento de la reforma tuvieran al menos 40 años de edad y estuvieran aportando al viejo sistema.

El subsistema público se financia con aportes, contribuciones e ingresos varios (los recursos “propios”) que en los seis primeros años posteriores a la reforma (1997/2002) representaron el 55% de las erogaciones totales de la seguridad social. El financiamiento por la diferencia provino en ese período de impuestos preasignados (17%) y de la asistencia neta del gobierno (28%). Estas últimas transferencias –déficit del sistema en versión restringida, al excluir ingresos de otras fuentes tributarias- representaron en el período un promedio del 4.1% del PBI.

Proyecciones a Largo Plazo

En un trabajo reciente Forteza (2003) evalúa diversas proyecciones sobre la evolución probable del sistema, y realiza una nueva proyección del déficit del sistema que administra el Banco de Previsión Social (BPS) bajo diversos escenarios (sin reforma y con reforma – en este caso, con o sin reducción de prestaciones a jubilados ex-evasores del sistema).

Las proyecciones incorporan las reducciones en los aportes patronales a diversos sectores establecidas desde fines de la década previa, asumiendo que las mismas se mantienen indefinidamente. Los resultados del análisis de Forteza se reproducen en el cuadro 3.1.1 para el período 1998/2020. Luego de los primeros tres años en que la reforma aumenta el déficit, las proyecciones muestran una progresión descendente de los egresos mayor que la de los recursos, por lo que el déficit debería reducirse, en términos anuales, en 1.5 puntos del PBI entre 1998 y 2015, y en otro 0.5% en el quinquenio subsiguiente. Diversos autores destacan que las proyecciones resultan particularmente sensibles a la hipótesis de que el

BPS cesa de jubilar a quienes no cotizan. Según estimaciones de Camacho (1997) algo más del 13% de las erogaciones totales del BPS se explicaban en 1995 por estos beneficios, cifra que Forteza (2003) eleva al 20%.

Cuadro 3.1.1
Resultados proyectados del BPS (en porcentaje del PBI)
Escenario "Base" (con reforma)

<i>Año</i>	<i>Recursos Propios</i>	<i>Erogaciones Totales</i>	<i>Asistencia</i>
1998	9,9	13,5	3,7
1999	9,8	13,4	3,6
2000	9,8	13,3	3,5
2001	9,9	13,0	3,1
2002	9,8	12,8	3,0
2003	9,7	13,1	3,3
2004	9,7	12,9	3,2
2005	9,6	12,7	3,1
2006	9,6	12,5	2,9
2007	9,5	12,3	2,8
2008	9,5	12,1	2,7
2009	9,4	12,0	2,6
2010	9,4	12,0	2,6
2011	9,3	11,8	2,4
2012	9,3	11,6	2,3
2013	9,2	11,4	2,2
2014	9,2	11,3	2,1
2015	9,2	11,2	2,0
2016	9,2	11,1	2,0
2017	9,1	11,0	1,9
2018	9,1	11,0	1,8
2019	9,1	10,9	1,7
2020	9,1	10,7	1,6

Fuente: Elaboración propia en base a BCU, INE y BPS.

En el cuadro 3.1.2 se presentan los resultados de las proyecciones asumiendo que se mantiene este tipo de fraude previsional en los próximos años, hipótesis que parece resultar extrema a la luz de diversas disposiciones del BPS y de la misma reforma que introdujo la “historia laboral” como un requisito expreso para acceder al beneficio. Sin embargo, cabe destacar que toda la mejora que se proyecta para el período 2004/2015 en el cuadro 3.1.1 se basa en la hipótesis de eliminación de fraude, ya que de otra forma como muestra el cuadro 3.1.2 –dada la proyección de ingresos- la asistencia del gobierno central no sólo no cae sino que se eleva en medio punto del PBI, dando una discrepancia con la proyección anterior de 3 puntos del producto.

Cuadro 3.1.2
Resultados proyectados del BPS (en porcentaje del PBI)
Escenario (con reforma, sin reducción de prestaciones a jubilados ex evasores)

<i>Año</i>	<i>Recursos Propios</i>	<i>Erogaciones Totales</i>	<i>Asistencia</i>
1998	9,9	13,9	4,0
1999	9,8	13,9	4,1
2000	9,8	14,0	4,2
2001	9,9	13,8	4,0
2002	9,9	13,8	4,0
2003	9,7	14,3	4,5
2004	9,7	14,2	4,5
2005	9,6	14,2	4,6
2006	9,6	14,2	4,6
2007	9,5	14,2	4,7
2008	9,5	14,2	4,7
2009	9,4	14,2	4,8
2010	9,4	14,3	5,0
2011	9,3	14,3	5,0
2012	9,3	14,3	5,0
2013	9,2	14,2	5,0
2014	9,2	14,2	5,0
2015	9,2	14,2	5,0
2016	9,2	14,1	5,0
2017	9,1	14,1	4,9
2018	9,1	14,0	4,9
2019	9,1	14,0	4,8
2020	9,1	13,9	4,8

Fuente: Elaboración propia en base a BCU, INE y BPS.

La crisis y el ajuste cíclico en el sistema

Estas proyecciones evalúan el sistema en el largo plazo, y no ajustan por los cambios que pueden ocurrir a lo largo del ciclo en términos de evasión, o modificaciones transitorias de la relación entre salarios y beneficios, que pueden transitoriamente alterar los parámetros del sistema. Resulta útil comparar las mismas con la evolución observada entre 1997 y el año 2002, último informado por el BPS (los datos correspondientes a 2003/04 son estimados en base a información preliminar del BPS), a los efectos de evaluar el impacto de la previsión sobre el desequilibrio del fisco durante la reciente crisis macroeconómica.

Cuadro 3.1.3
Recursos y Erogaciones de la Seguridad Social (en porcentaje del PBI)

<i>Año</i>	<i>Recursos por Aportes e Ingresos Varios</i>	<i>Erogaciones</i>	<i>Impuestos Afectados</i>	<i>Asistencia Neta</i>
1998	8,00	13,84	2,30	3,38
1999	8,56	15,01	2,27	4,15
2000	8,41	15,00	2,12	4,49
2001	7,86	15,05	2,58	4,41
2002	7,16	14,68	2,70	4,71
2003*	6,15	13,00	2,73	4,02
2004**	6,10	12,00	2,65	3,10

* Estimado, ** Proyectado

Fuente: Elaboración propia en base a BPS.

Los recursos por aportes e “ingresos varios” en la definición del BPS no incluyen los correspondientes a impuestos afectados ni la asistencia neta del Gobierno Central, y los cocientes se calculan como el valor corriente de la variable respecto del PBI a precios de mercado, a precios corrientes. Se observa un ciclo en los recursos por aportes con un pico en términos del PBI en 1999 y un mínimo en los últimos dos años. Durante la crisis estos recursos cayeron 1.4 puntos del PBI, mientras que las erogaciones sólo lo hicieron en 0.3 puntos porcentuales, por lo que el déficit se elevó en alrededor de un punto del PBI en el momento crítico de la depresión (año 2002), lo que contribuyó a un aumento de 0.6 puntos del PBI en las transferencias directas del gobierno central a la seguridad social. La información preliminar indica que los recursos por aportes no se recuperaron al ritmo de la actividad económica en los últimos dos años. En efecto, cayeron relativamente en 2003 (crecieron 2.7% en términos nominales) y a lo sumo se estabilizaron durante el corriente año como porcentaje del producto. Desde su nivel máximo en 1999 habrían caído 2.4 puntos del PBI.

En suma, los recursos “propios” del sistema (excluyendo los impuestos afectados) declinaron en magnitud apreciable desde que se inició la crisis tanto por la generalización de “exoneraciones” a las contribuciones patronales de diversos sectores³³ como por la reducción en el número de cotizantes, y por la caída de las remuneraciones en términos reales³⁴. Esta contracción estimada en 2.4 puntos del PBI respecto del nivel de recursos propios del año 1998 parece estabilizarse al cabo de 18 meses de recuperación de la actividad económica y del número de cotizantes a la seguridad social.

La tasa de aportes personales sobre las remuneraciones se mantuvo estable desde la reforma en el 15%, mientras que las tasas de contribuciones patronales tuvieron rebajas para distintos sectores de la actividad privada (en general pasó de 12.5% a 6.5%) y pública (en administración de Correos cayó de 24.5% a 22.5%). La menor presión tributaria en aportes patronales se compensó en parte por mayores recursos de otros tributos. Así los recursos de impuestos afectados muestran una tendencia creciente que persistió hasta mediados del corriente año desde 2.2% en 1997 a casi 2.8% del PBI, en parte por el ajuste de alícuotas en diversos tributos³⁵. Sin embargo recientes reducciones de impuestos confirman la presunción de que el nivel de presión tributaria declinaría, en particular en los recursos de la seguridad social, para retornar rápidamente (desde 2005) a niveles alrededor de 0.2 puntos del PBI por debajo de la media observada en 1997/2002.

Las erogaciones que habían mostrado una débil caída en relación con el PBI hasta 2002, se redujeron en forma más pronunciada tanto en 2003 como en 2004, por el rezago en el ajuste de las pasividades y los salarios junto con la fuerte recuperación del PBI nominal. Con ello se está verificando en el corto plazo una fuerte disminución de la asistencia financiera del Estado, a niveles estimados en torno al 3.1% frente al 4.7% en 2002, a pesar de la caída en los recursos. Se estima una recuperación de las erogaciones en 2005/06, que

³³ Forteza (2003) estima el impacto en una caída de dos puntos en la tasa media de aportes patronales, equivalentes a un punto de los recursos propios del BPS —excluyendo impuestos afectados—, y a 0.1% del PBI.

³⁴ La cotización promedio por aportes personales y patronales en dólares cayó 18% entre 1998 y 2002.

³⁵ En particular cabe observar el establecimiento de una sobretasa en el IRP (que gravó las remuneraciones líquidas y pasividades), aunque el tributo si bien es recaudado por el BPS tiene como destino las rentas generales. En el primer semestre y nuevamente en la segunda mitad del año 2004 se redujo en forma sustancial esta sobretasa.

sin embargo las dejaría –de no mediar ajustes extraordinarios- por debajo de su relación con el PBI observada en años previos.

En suma, a dos años de la salida de la crisis del año 2002, el sistema enfrenta un déficit similar o ligeramente inferior al que registraba hacia 1998 dado por:

- a) una caída en los recursos propios, que llega a 2.4 puntos del PBI si se toma como base el momento pico de recursos (año 1999), que se estabilizaría en unos dos puntos por debajo del máximo;
- b) una contracción mayor de las erogaciones, que alcanzó a 3 puntos del PBI tomando como base el mismo año 1999, que sólo en parte se recuperarían en próximos años;
- c) junto con un aumento en la recaudación por impuestos asignados de 0.5 puntos del PBI, que se revertiría totalmente desde el año 2005.

En conjunto esta evolución de ingresos y egresos permitió hasta el año 2004 una caída de alrededor de 1 punto del PBI en la asistencia neta del Gobierno central respecto del año 1999, y de alrededor de 0.3 puntos respecto del año 1998. El proceso de ajuste muestra un comportamiento procíclico en los beneficios previsionales y en las erogaciones en términos reales, y contracíclico en el tamaño del déficit. Por otro lado, los ajustes “transitorios” en aportes patronales probablemente se tornarán permanentes, debilitando la componente de recursos propios del sistema previsional.

En lo que hace a las propiedades cíclicas, durante una recesión prolongada como la que se observó el ajuste retrasado de las pasividades a los salarios si bien permite una caída de las erogaciones en relación con el PBI (básicamente por el aumento del tipo de cambio), no garantiza que se mantengan estables las necesidades de financiamiento. Por un lado *los ingresos pueden declinar en términos absolutos*, tal como ocurrió en pesos corrientes en 2001 y 2002. Por otra parte, durante el rezago *las erogaciones nominales se mantienen* aumentando el déficit. Finalmente una caída en términos absolutos de los ingresos medios podría no trasladarse a las erogaciones si estas últimas enfrentan alguna asimetría (recientemente se excluyó al IRP del cómputo del salario líquido para la determinación del ajuste en los haberes, definiéndose el ajuste de las pasividades por cambios en el salario bruto en lugar del salario líquido, porque de otra forma las pasividades habrían declinado en términos nominales).

En el auge cabe esperar la reversión de estos efectos, incluyendo una eventual recuperación de los ingresos propios y de los egresos en relación con el PBI. Hasta el momento se observa un rezago en las pasividades respecto de la rápida recuperación del PBI nominal, lo que deprimió las erogaciones en términos relativos. Los ingresos propios a su vez no se recuperaron dado que *además* de la recuperación de salarios reales (lo que reduciría el déficit vía rezagos de ajuste en pasividades *por única vez*), se necesita una recuperación de las tasas contributivas y de los cotizantes³⁶. Si bien el número de cotizantes creció en el

³⁶ Durante el ciclo hay otros factores que afectan ingresos y egresos. Entre ellos cabe observar que con la caída del empleo en la recesión, suelen perderse empleos de baja calificación, con lo que el “salario medio” puede incrementarse por efectos de un cambio de composición de los ocupados. Este efecto se revierte probablemente durante el auge, en la medida que se incorporan al empleo formal trabajadores de menor calificación. Con baja inflación los mecanismos de ajuste de beneficios indexados a salarios, que tienen

primer cuatrimestre del año 2004 restableciendo el nivel promedio del 2001, se encuentra todavía 7% por debajo del promedio del año 1998. El número de cotizantes públicos declinó hasta ahora y a lo sumo podría estabilizarse. Se requiere por lo tanto un aumento de más de 10% en el total de cotizantes privados (lo que podría insumir al menos tres años) para volver a los niveles previos a la crisis. No se espera, sin embargo, que las tasas por aportes patronales se recuperen (no se revertirían las exoneraciones), por lo que los recursos totales por aportes serían por algún tiempo -prescindiendo de la evolución del tipo de cambio real- entre 1.5 y 2 puntos inferiores en términos del PBI que los observados a comienzos del ciclo (1998).

La informalidad laboral podría a su vez afectar estos resultados. Si bien la tasa de informalidad en las relaciones laborales es inferior a la observada en Brasil y la Argentina, hay discrepancias entre las estimaciones del INE y del BPS en cuanto a la magnitud del fenómeno. Si tal como sugieren diversas fuentes estadísticas la tasa de informalidad se ha incrementado en los últimos años, cabe esperar que el número de cotizantes privados crezca más lentamente, y por esa vía los recursos propios también estarían limitados. La población cubierta por la seguridad social declinó desde 59.4% del empleo en 1991 a 56.9% en el año 2000 (ver Bucheli, 2003). La principal razón para ello son los cambios entre sectores de actividad desde los de mayor formalidad (Industria y servicios públicos) a los de menor formalidad (Construcción y Comercio), y en particular la disminución de la participación del empleo público (la cobertura es casi plena entre empleados públicos, y menor en el empleo privado).

alguna asimetría (beneficios que se ajustan al alza pero no a la baja), pueden inducir una “sobre-indexación” de las pasividades. Sin embargo este riesgo no parece estar presente en Uruguay.

Cuadro 3.1.4
Cotizantes Totales al B.P.S.

<i>Año</i>	<i>Públicos</i>	<i>Privados</i>	<i>Totales</i>
1992	190755	670179	860934
1993	189000	729128	918128
1994	190029	739856	929885
1995	194769	732040	926809
1996	189301	740694	929995
1997	183931	762949	946880
1998	182896	783637	966533
1999	188948	767675	956623
2000	188965	738777	927742
2001	189148	711898	901046
2002	188049	664829	852878
2003	183467	682499	865966
2004(*)	181205	723419	904624
2005(**)	179832	748204	928036
2006(**)	179832	766360	946192

(*) *Estimado en base a Enero-Abril 2004.*

(**) *Proyectado*

Fuente: Elaboración propia en base a BPS.

La sugerencia de cambiar el mecanismo de indexación de salarios a precios recientemente formulada por el FMI³⁷, si bien reduciría el comportamiento procíclico del sistema de pensiones y –todo lo demás constante- reduciría las erogaciones previsionales en una economía en crecimiento, habría incrementado fuertemente el déficit en 2002/03, para reducirlo contingentemente al promediar el auge. Es probable que las resistencias políticas para modificar el indexador sean similares a las que presentaría un cambio en los parámetros centrales del sistema (edades de retiro y tasas de reemplazo), por lo que el cambio en el mecanismo de ajuste tiene la misma dimensión de una reforma de “segunda generación” de la seguridad social, y sus beneficios dependen de que el momento del cambio no cristalice situaciones de desequilibrio. El objetivo de “suavizar” el ciclo de la seguridad social debe a su vez evaluarse respecto del objetivo de evitar profundizar los desequilibrios durante las recesiones. Por lo tanto, si bien el argumento de indexar versus el de ajustar las pasividades con salarios podría con el tiempo reducir el desequilibrio, hay tres cuestiones a considerar: a) el cambio mejora permanentemente la solvencia del sistema siempre que no sobrevenga una nueva crisis que requiera menores niveles de prestaciones reales, b) sólo si el indexador se modifica *antes* de la recuperación cíclica esperada de los salarios reales y las pasividades, hará más rápida la convergencia al equilibrio, c) no es claro que la *economía política* del sistema de pensiones favorezca en el futuro la idea de una reducción permanente en la relación haberes a salarios en actividad, respecto de la alternativa de un nuevo aumento en las edades de retiro³⁸.

³⁷ FMI (2003)

³⁸ Un aumento de las edades de retiro a 65 años derivaría, lo demás constante, en una caída de 0.5% del PBI en las necesidades de financiamiento hacia el año 2015, respecto de un escenario base sin nuevas reformas (Forteza, 2004).

Evolución probable

En suma, respecto de las proyecciones del sistema más recientes (cuadro 3.1.1), los recursos propios (incluyendo impuestos asignados) están alrededor de 0.8 puntos del PBI por debajo³⁹ de lo estimado para el período 2003/04, mientras que las erogaciones se encuentran 0.5 puntos por debajo. El resultado del ciclo –con la baja de recursos propios– ha sido el de aumentar transitoriamente la componente tributaria total en el financiamiento, y aumentar también en forma transitoria la asistencia neta del Gobierno durante la depresión, para restablecer el nivel de déficit previsto en la reforma al promediar la recuperación. Los cambios cíclicos en los parámetros del sistema serían de magnitud a partir de 2005, incluyendo factores que aumentan las erogaciones (ajustes en ese año de beneficios y en años subsiguientes por otras componentes, que se explicitan más adelante), y otros que afectan los recursos del sistema. En este último aspecto, cabe esperar recursos algo mayores por cotizaciones, compensados por una moderada baja en los impuestos afectados. El resultado esperado de todos estos cambios es un aumento del déficit en el corto plazo.

Esta evolución de corto plazo difiere de las proyecciones del cuadro 3.1.1, que prevén una baja del déficit del orden de un punto del PBI a lo largo de diez años. Toda la baja en el déficit proyectado se basa en una caída de las erogaciones que más que compensa nuevas pérdidas de “recursos propios”. La baja de erogaciones en el horizonte 2004/15 de 1.7 puntos del PBI depende crucialmente de no conceder jubilaciones a ex-evasores, es decir depende de un estricto cumplimiento de las normas para evitar el fraude. Evidencia casual indica que tras la declinación en el número de pasividades totales en los primeros años, el total de las mismas se estabilizó en los últimos dos años en torno de 715/716 mil, número similar al del año 2002. En parte ello explica el agotamiento del efecto de extensión de edades de la reforma de 1996, pero también limita la mejora esperada en la reducción de erogaciones del sistema. Tal como se verá más adelante, otros factores (extensión de pensiones no contributivas, déficit en cajas paraestatales que derraman a la seguridad social estatal, y otros factores) pueden llevar a que el déficit del sistema tenga una evolución estable o eventualmente creciente en el horizonte de proyección (2015).

Cabe destacar que estas proyecciones no consideran diversas propuestas que se han formulado en la actual campaña presidencial, que en general implicarían un aumento adicional de las necesidades de financiamiento o del déficit del sistema. Dichas propuestas van desde la reducción en los años de aporte, a la reducción de la edad mínima para acceder a las pensiones por vejez (de 70 a 65 años). Las propuestas relativas al establecimiento de un “salario social universal” también tienen componentes no contributivos en materia de pasividades, que elevarían los recursos fiscales necesarios.

En el mismo sentido de limitar la reducción del déficit derivado de la reforma previsional, cabe señalar que al establecerse condiciones más estrictas para acceder a las prestaciones, si bien se reducen en forma directa las erogaciones del sistema, pueden incrementarse los pasivos contingentes por la eventual expansión de programas sociales que asistan a la población no cubierta. Forteza (2004b) evalúa diversas alternativas, estimando que una

³⁹ Estos números no incluyen recientes bajas de impuestos asignados, que serán consideradas en las proyecciones más adelante.

extensión del programa actual (*means tested*) de pensiones por vejez tendría un costo máximo del orden de 0.4 puntos del PBI, comparado con un costo de 4 puntos del PBI que tendría la implementación de un programa universal para mayores de 65 años.

Las cajas no reformadas

La reforma implementada a partir del año 1996 no incluyó a los afiliados a las tres cajas paraestatales (bancarios, notarial y profesionales universitarios) y a los organismos estatales descentralizados que constituyen los servicios de retiros y pensiones de militares y policías.

Las cajas estatales son la principal fuente de déficit previsional fuera del BPS, y la aproximación de la actual Administración ha sido la de promover reformas en los parámetros del sistema que limiten el crecimiento de la asistencia del gobierno en los próximos años. De aprobarse los proyectos de modificación actualmente en trámite legislativo, el déficit se mantendría sin cambios apreciables por estos conceptos en el horizonte de análisis del presente trabajo. Actualmente (estimaciones de Forteza, 2004, para el año 2002) el gasto en pensiones de la caja de retiros militares representa 1.2% del PBI, a lo que se suma 0.6% de la caja de policía.

Las cajas paraestatales de notarios y profesionales tuvieron reformas legales recientes (2003) que llevaron sus parámetros a los del sistema general. Si bien se trata de cajas no estatales, existe el riesgo de que frente a una situación estructural de insolvencia –tal como se presenta en el caso de bancarios- el Estado asuma los compromisos, a través del BPS. Los cambios paramétricos recientes alejan la probabilidad de que las cajas de notarios y profesionales enfrenten desequilibrios de magnitud que demanden asistencia del gobierno durante la próxima década, por lo que no constituyen un pasivo fiscal contingente en el horizonte de análisis del presente documento.

La caja paraestatal de bancarios se encuentra sin embargo actuarialmente quebrada, en la opinión de analistas tanto de la Oficina de Planeamiento (OPP) como del BPS, en razón de la contracción en el número de afiliados (por el ajuste operado en el sistema financiero), y las pérdidas de reservas producto de la inversión del fondo en activos que experimentaron un fuerte descuento. En la actualidad la caja converge a una población activa de unos 12 mil afiliados, con una población de beneficiarios que ha crecido al entorno de los 16 mil. Las erogaciones mensuales importan unos 120 millones de USD al año (algo menos de 1 punto del PBI) y el beneficio previsional promedio de la caja es unas 4 veces el que abona el BPS. Los desequilibrios de flujos se cubren actualmente con la venta del fondo, que permitiría (asumiendo que no se verifican eventos desfavorables sobre el valor del fondo, o cambios mayores en los parámetros del sistema) financiar los beneficios actuales hasta el año 2009. A partir de allí el sistema se encontraría desfinanciado por la diferencia entre ingresos y egresos. En el evento de incorporarse al sistema general y al BPS, ello implicaría a fines de la presente década un aumento del déficit del sistema previsional⁴⁰ a cargo del gobierno central del orden de 0.3 a 0.5% del PBI (dependiendo de la evolución de los parámetros macroeconómicos y del propio subsistema bancario).

⁴⁰ Transitorio, pero que puede requerir más de una década de ajuste.

Comentarios Finales

En base a las observaciones previas se formula en el cuadro 3.1.5 una proyección de la asistencia del gobierno central al sistema de seguridad social, para el período 2004/2015. Los cuadros 3.1. a 3.1.8 en anexo detallan la evolución de las componentes de recursos y erogaciones.

Cuadro 3.1.5
Asistencia neta a la Seguridad Social
-en % del PIB-

<i>Año</i>	<i>BASE (1)</i>	<i>LOW (2)</i>	<i>HIGH (3)</i>
2004	3,1	3,1	3,1
2005	3,8	4,1	3,7
2006	4,1	4,7	3,9
2007	4,2	4,9	3,9
2008	4,1	4,9	3,7
2009	4,2	5,3	3,7
2010	4,3	5,5	3,7
2011	4,3	5,7	3,6
2012	4,1	5,7	3,4
2013	4,0	5,7	3,3
2014	3,9	5,7	3,2
2015	3,8	5,7	3,1

Fuente: Elaboración propia.

Las proyecciones parten en todos los casos para el año 2004 de una asistencia estimada de 3.1 puntos del PBI. A partir de allí, el escenario Base replica los cambios anuales en la asistencia obtenidos por Forteza (2003), con las siguientes modificaciones. En primer lugar aumentan las pasividades un punto en términos reales en 2005 y 2006, para continuar luego la regla de ajuste según salarios. Por otro lado, caen los recursos por impuestos afectados a un nuevo nivel que se mantiene desde 2005, y aumentan las erogaciones (y por lo tanto la asistencia del gobierno) por mayores gastos para programas no contributivos entre 2005 y 2008. Finalmente se verifica una gradual entrada del subsistema bancario en la seguridad social a partir del año 2009, requiriendo un aumento de la asistencia neta de 0.3 puntos del PIB desde 2011.

Un escenario Pesimista considera que las erogaciones crecen además porque desde 2005 en adelante no se verifican ganancias por no jubilación de ex evasores⁴¹. Asimismo supone que la extensión de programas no contributivos tiene mayor impacto en 2005 (aumento de

⁴¹ Las erogaciones cambian, respecto del escenario base, por la diferencia en las proyecciones entre los cuadros 3.1.1 y 3.1.2, segunda columna.

0.2% en la asistencia neta) y pleno⁴² desde el año 2006, y que el efecto de la entrada de la caja bancaria es ligeramente mayor (el efecto es 0.5% en lugar de 0.3%).

Finalmente un escenario Optimista consiste en suponer mayor prudencia en los ajustes de pasividades en 2005 y 2006 (los ajustes son estrictamente según el mínimo que la ley determina), se mantiene la incidencia actual de los programas no contributivos, y no se incorpora la caja bancaria al sistema del BPS, por lo que se prevé un saneamiento de la misma tanto en sus ingresos como en sus egresos. En ningún escenario se consideran cambios en materia de evasión, es decir que la tasa de informalidad se estima inalterada. Una hipótesis diferente a la incorporada en las proyecciones de Forteza, que se traslada a las proyecciones del cuadro 3.1.5, en el sentido de un aumento de la tasa de informalidad aumentaría el desequilibrio por la vía de una reducción en la tasa de crecimiento de los cotizantes y, a mediano plazo (fuera del horizonte de proyección) elevaría eventualmente las transferencias por pensiones no contributivas.

En el escenario Base la asistencia requerida aumenta 1.2 puntos del PBI hasta el año 2010 y luego cae a 0.7 puntos por sobre el nivel del año 2004. Obsérvese que la principal razón por la cual las proyecciones muestran una mejora en la segunda década es la virtual ausencia de shocks exógenos (el último efecto considerado es en el año 2011), de modo que la maduración de la reforma previsional de 1996 explica la caída de las erogaciones y de las necesidades financieras. Tampoco se modelan ciclos que podrían generar transitorios incrementos en el déficit del sistema. La asistencia necesaria difiere entre el escenario Base y el Pesimista entre uno y casi dos puntos del PBI (esto últimos en los últimos años). En el escenario Optimista la asistencia se mantiene siempre por debajo de 4% del PIB, y las diferencias con el escenario Base son apreciables a partir del año 2009 en que superan consistentemente 0.5 puntos del producto por año.

⁴² En base a la hipótesis más benigna de Forteza (2004b), por la que el costo de los programas es de 0.4 puntos del PBI, ya que una hipótesis extrema de implementar un programa universal para mayores de 65 años podría tener un costo de hasta 4 puntos del PBI.

3.2 La Inversión Pública: nivel, prociclicidad y consecuencias para el desempeño fiscal

Introducción

En la sección 1 de este estudio se muestra que una parte importante del ajuste en el superávit primario obtenido en Uruguay recientemente se apoya en un ajuste de los gastos de capital. Por ejemplo los egresos de capital pasan de 4.1% del PIB para 1998 a un nivel de 3.0% para 2003/04 (según la anualización adoptada en el Cuadro 1.1). Este ajuste del 1.1% (con contribuciones de 0.9% del gobierno central y de 0.2% de las empresas públicas) explica a su vez más de la mitad del cambio en el superávit primario del SPNF entre esos mismos años.

Esta comparación entre 1998 y 2003/04 extrema las diferencias, pero sirve a los propósitos de motivar el punto central de esta sección. En rigor, la importancia de la determinación de la magnitud del ajuste experimentado por la inversión pública en Uruguay radica en que resulta poco razonable suponer que el ajuste experimentado en 2002-03 pueda ser extendido en el tiempo si esta situación se compara con niveles considerados normales. Dos formas relativamente accesibles de determinar que se puede considerar normal para el caso uruguayo surge de comparaciones en el tiempo y con un conjunto de países. En ambos casos la evidencia presentada a continuación da cuenta de un rezago importante en la inversión pública. A continuación se compara la performance de la inversión pública y la inversión agregada en Uruguay respecto de un conjunto de países latinoamericanos. Luego se mira la evolución de la inversión pública en el tiempo y se determinan niveles de posible recuperación de la inversión pública y sus implicancias en términos de supuestos a adoptar sobre la proyección de los gastos de capital del SPNF.

Comparativa de la inversión agregada en Uruguay

El Gráfico 3.2.1 muestra el nivel promedio de la inversión agregada en Uruguay entre 1990 y 2002 (sobre una base de datos comparable⁴³) y que pone en evidencia el bajo coeficiente de inversión de Uruguay, que se ubica último entre un conjunto representativo de países de la región, exhibiendo un coeficiente de inversión de alrededor del 13% del PIB. Esta baja inversión agregada es consistente con un crecimiento del producto más bajo que en los países más dinámicos de la región. Así, Uruguay ha exhibido tasas de crecimiento bajas en comparación a otros países (que lucen menos desventajosas en términos per cápita). Sin embargo, Uruguay exhibe un coeficiente de inversión todavía más bajo que el que resultaría razonable para los niveles de crecimiento observado, como se exhibe en el **Gráfico 3.2.2**. Las explicaciones sobre este fenómeno pueden buscarse -al margen de los errores de medición- en factores estructurales dados por la propia estructura de la producción agregada y los factores de producción y en factores cíclicos (basados en la importancia del consumo en los 90s) y van más allá de los alcances de este estudio.

⁴³ La fuente para esta comparación es el anuario estadístico de CEPAL y la medición se realiza a partir de datos de cuentas nacionales a valores constantes.

Gráfico 3.2.1
Uruguay vs. países seleccionados: Coeficiente de Inversión
- Promedio 1990-2002

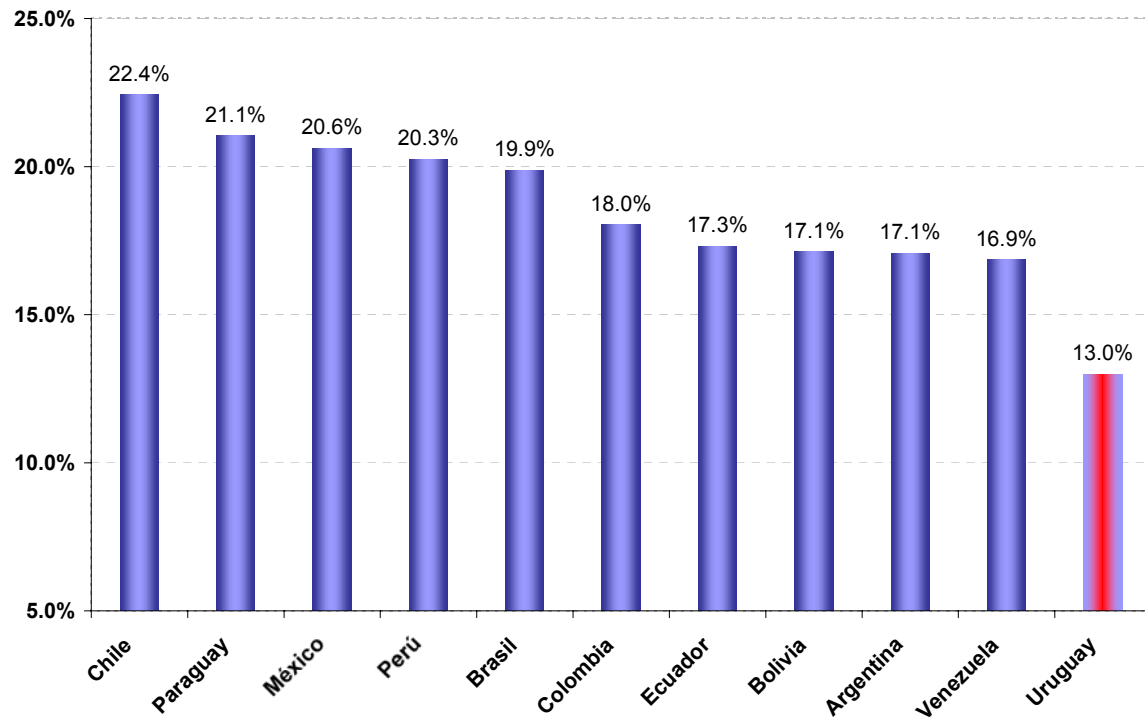
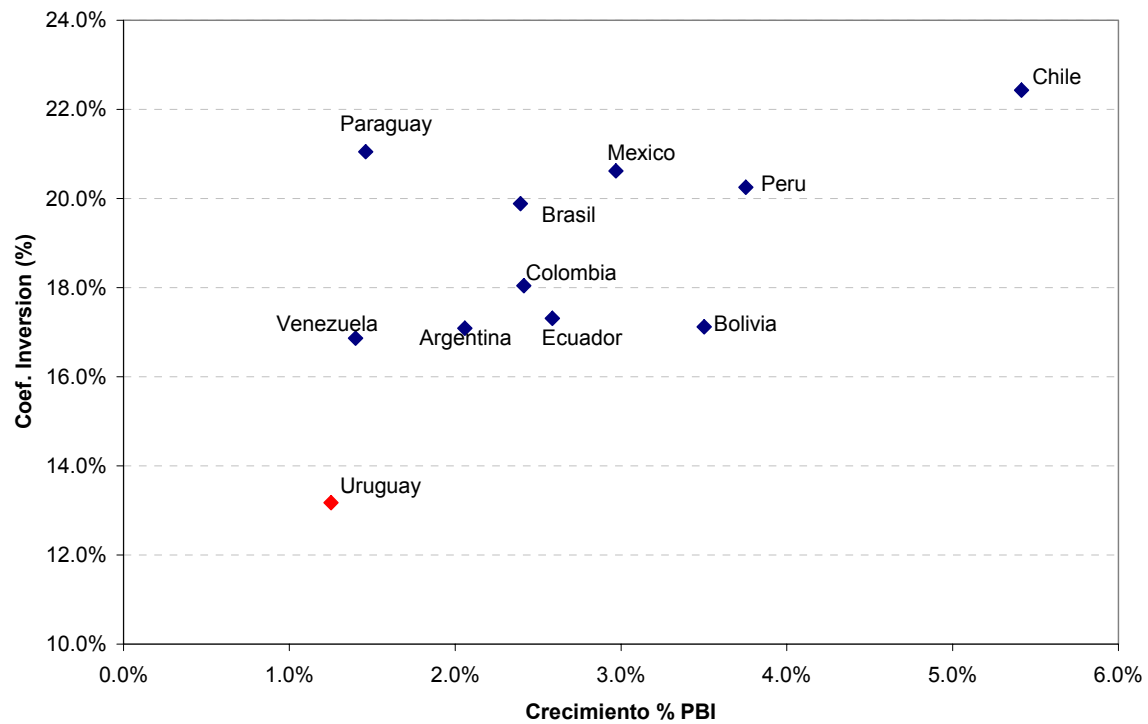
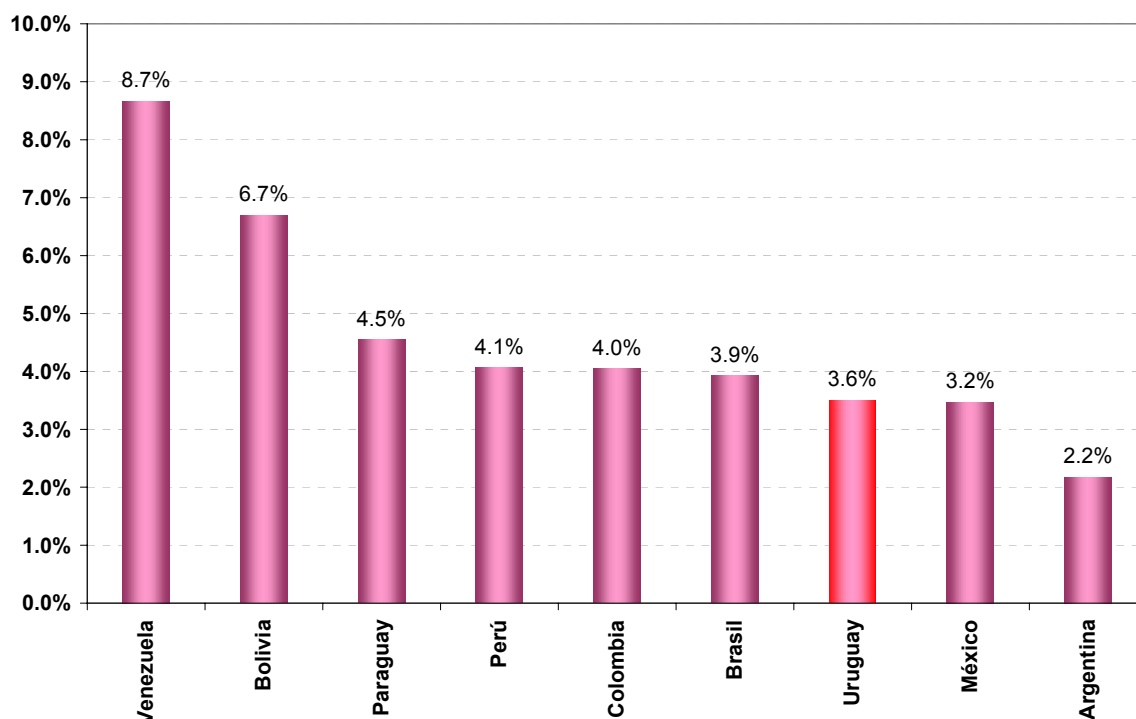


Gráfico 3.2.2
Uruguay vs. países seleccionados: Coeficiente de Inversión
- Promedio 1990-2002 -



La baja inversión agregada en Uruguay se corresponde con un nivel también moderado de inversión pública en términos absolutos pero que resulta en una participación de la inversión pública algo superior a la observada en otros países. En este sentido los datos comparativos del **Gráfico 3.3.3** son más restringidos pero muestran un nivel de inversión pública en promedio para los años 90 menos lejano a otros países que en lo observado para la inversión total.

Gráfico 3.3.3
Uruguay vs. países seleccionados: Inversión pública
 - promedio de los '90, años disponibles -



La inversión pública en los 90s y el ajuste reciente

Dadas las características de bajo coeficiente de inversión y de relativamente mayor participación de la inversión pública que exhibe Uruguay, puede examinarse cual es la brecha entre los niveles de inversión alcanzados en 2003 y los observados en la década pasada. La base de datos para estos fines es también algo limitada en extensión pero suficiente como para elaborar algunas mediciones y se obtiene del BCU. El **Cuadro 3.2.1** muestra datos correspondientes a la inversión bruta interna fija, pública y privada, en construcciones y maquinaria y equipo entre 1988 y 2003 proveniente de las cuentas nacionales a precios constantes del Uruguay. La inversión pública en Uruguay ha estado en el entorno del 3.6% del PIB en los años 90 cayendo en 2003 al entorno del 2.2% del PIB. La inversión pública uruguaya es predominantemente en construcciones, sector que explica en promedio casi tres cuartas partes de la inversión pública. El ajuste en 2002-2003 sesgó todavía más la inversión pública hacia construcciones, respecto de los niveles promedio de 1990.

Cuadro 3.2.1

Uruguay: Inversión Pública e Inversión Agregada 1988-2003												
unidades: % del PIB a precios constantes												
	Inversión Bruta Interna Fija									Variación de Existencias	Inversión Bruta Total	FDI/PIB
	Pública			Privada			Total					
	Maq. y Equip.	Construcción	Total	Maq. y Equip.	Construcción	Total	Maq. y Equip.	Construcción	Total			
1988	0.59%	3.29%	3.88%	4.10%	3.85%	8.52%	4.69%	7.14%	12.40%	0.28%	12.67%	0.54%
1989	0.36%	3.56%	3.92%	3.77%	3.59%	7.76%	4.13%	7.15%	11.68%	0.58%	12.26%	0.00%
1990	0.47%	2.30%	2.77%	3.94%	3.75%	8.01%	4.41%	6.05%	10.78%	0.39%	11.17%	0.00%
1991	1.37%	2.65%	4.02%	4.01%	4.08%	8.61%	5.38%	6.73%	12.62%	1.68%	14.31%	0.00%
1992	0.87%	2.45%	3.31%	5.27%	4.71%	10.45%	6.14%	7.16%	13.77%	1.39%	15.16%	0.00%
1993	1.29%	3.18%	4.47%	5.34%	5.07%	10.88%	6.63%	8.25%	15.35%	0.79%	16.14%	0.68%
1994	1.55%	3.14%	4.69%	4.98%	4.93%	10.52%	6.53%	8.07%	15.21%	1.75%	16.97%	0.88%
1995	0.88%	2.53%	3.41%	5.74%	4.74%	11.26%	6.62%	7.27%	14.67%	3.34%	18.01%	0.81%
1996	0.98%	2.31%	3.29%	6.55%	4.72%	12.02%	7.53%	7.03%	15.31%	1.58%	16.89%	0.67%
1997	1.03%	2.17%	3.21%	7.28%	4.83%	12.85%	8.32%	7.00%	16.05%	1.36%	17.41%	0.52%
1998	0.72%	2.50%	3.22%	7.70%	4.87%	13.32%	8.42%	7.36%	16.54%	2.13%	18.67%	0.69%
1999	0.78%	3.07%	3.85%	6.18%	4.84%	11.80%	6.96%	7.91%	15.64%	1.68%	17.33%	1.13%
2000	0.79%	2.77%	3.56%	5.23%	4.41%	10.24%	6.01%	7.18%	13.80%	1.50%	15.30%	1.36%
2001	0.55%	2.72%	3.27%	5.00%	4.04%	9.66%	5.55%	6.76%	12.94%	1.46%	14.39%	1.72%
2002	0.34%	2.16%	2.50%	3.14%	3.53%	7.31%	3.48%	5.69%	9.82%	0.78%	10.60%	1.46%
2003	0.32%	1.85%	2.17%	2.58%	3.08%	6.31%	2.90%	4.93%	8.48%	4.48%	12.96%	1.27%
2004*												
Promedio 90s	0.99%	2.63%	3.62%	5.70%	4.65%	10.97%	6.69%	7.28%	14.59%	1.61%	16.20%	0.54%
Máximo	1.55%	3.56%	4.69%	7.70%	5.07%	13.32%	8.42%	8.25%	16.54%	4.48%	18.67%	1.72%
Mínimo	0.32%	1.85%	2.17%	2.58%	3.08%	6.31%	2.90%	4.93%	8.48%	0.28%	11.17%	0.00%

Fuente: BCU; FDI/PIB fuente Cepal.

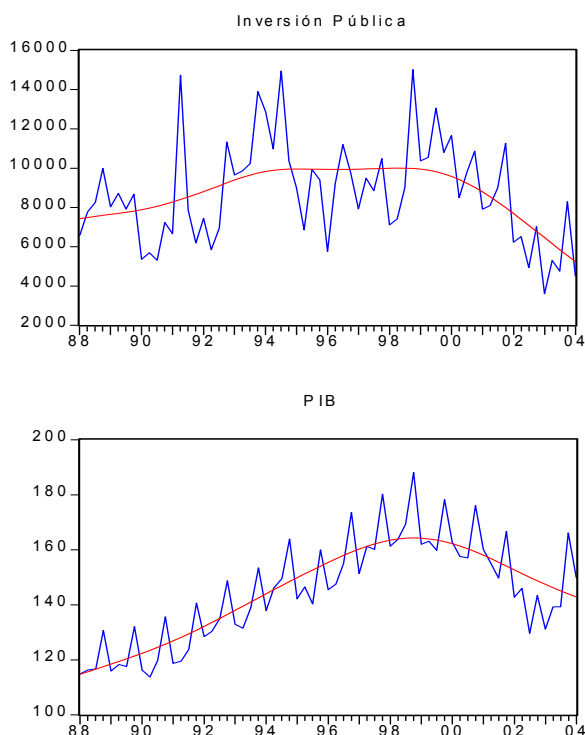
La participación de la inversión pública en la IBIF tendió a incrementarse en el período de ajuste del 2002-03 debido a que la inversión privada se contrajo de modo más intenso. Así la caída de 6 puntos del PBI que se observa en 2003 respecto del promedio de los años 90 se explica en más de 2/3 por la inversión bruta fija privada. La inversión en maquinaria y equipo fue la que más se ajustó en este proceso de reducción de la inversión privada, fenómeno que se observa en menor medida en el caso de la inversión pública. Sólo en el trienio 1996-98 la inversión en maquinaria y equipos sobrepasó a la inversión en construcciones.

Las estadísticas de inversión agregada en Uruguay muestran que la medición del coeficiente de inversión oculta el fenómeno que la caída del la IBIF ha sido, en realidad, más intensa y que su nivel se ubica en un mínimo histórico por debajo del 10% en 2003. En efecto, los datos provistos por las cuentas nacionales en Uruguay asignan valores elevados, en términos relativos, y fluctuantes a la inversión en inventarios. Por ejemplo los datos de 2003 dan cuenta de un nivel de variación de existencias de casi 4.5% del PIB, siendo un máximo histórico de la serie desde 1988. El Cuadro 3.2.1 también muestra en la última columna una serie de la relación de la Inversión Directa Extranjera al PIB que tiene otra fuente y metodología.

Prociclicidad de la Inversión Pública

La medida del sobreajuste de la inversión pública en la recesión puede también evaluarse sobre la base de datos trimestrales disponibles de las cuentas nacionales uruguayas, los que permiten a su vez tener una idea del grado de prociclicidad del gasto de capital del sector público. El Gráfico 3.3.4 muestra las series trimestrales de inversión pública y PIB a precios constantes entre 1988:1 y 2004:1 a las que se agregan las tendencias estimadas a partir del filtro de Hodrick-Prescott.

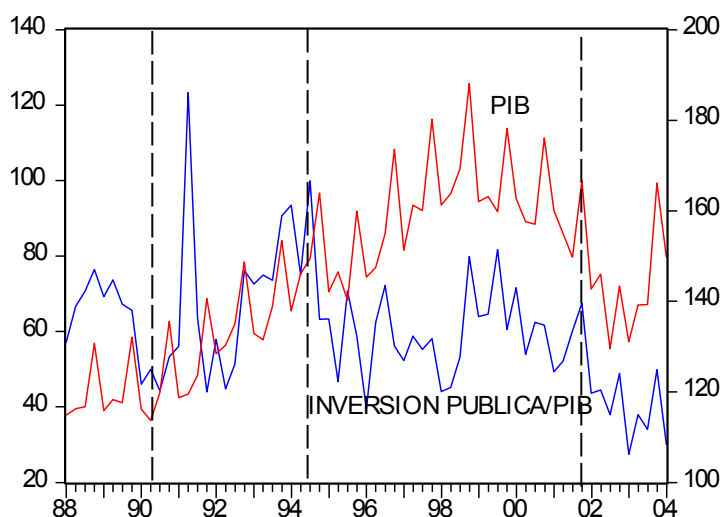
Grafico 3.3.4
Uruguay: Inversión Pública y PIB Trimestrales (precios constantes)
1988:1-2004:1



El gráfico muestra que la inversión pública se elevó junto con el PIB en los 90 pero que osciló fuertemente con una tendencia algo más achatada que la del producto “a un nivel elevado” entre 1995 y 1998, para caer más abruptamente que el producto en la última recesión. Es en este último período en donde la prociclicidad de la inversión se manifiesta más intensamente.

Una evaluación convencional de prociclicidad de indicadores fiscales mira el ajuste del la relación Gasto/PIB a la tasa de crecimiento del PIB. El Gráfico 3.2.5 muestra la evolución del ratio inversión pública/PIB a lo largo del ciclo del PIB uruguayo entre 1988 y 2004. Pueden observarse varias etapas en dicha relación. En primer lugar, y dando cuenta de una importante prociclicidad en la etapa inicial ascendente del ciclo, se observa un aumento de la relación Inversión Pública/PIB entre el primer trimestre de 1990 y el segundo trimestre de 1994. Luego sobreviene una etapa de estabilización del ratio entre el tercer trimestre de 1994 y el cuarto trimestre de 2001, evidenciando esfuerzos para controlar el gasto en inversión. Finalmente, a partir del primer trimestre de 2002 se produce un ajuste contractivo de la inversión pública dando cuenta nuevamente de un comportamiento fuertemente procíclico. La evidencia del caso uruguayo muestra que al margen de esfuerzos de control del gasto, resulta difícil dissociar la evolución ascendente de la inversión pública al comienzo del auge económico y simétricamente en condiciones de fuerte recesión.

Gráfico 3.2.5
Uruguay: Inversión Pública y PIB
(datos trimestrales 1988:1-2004:1)



Una evaluación econométrica simple de la relación del ajuste inversión/PIB al crecimiento del PIB se resume en el Cuadro 3.2.2, mostrando un grado de prociclicidad marcado, con una elasticidad de 0.8 para toda la muestra. Un aumento del 1% en el crecimiento eleva la relación Inversión pública/PIB en un 0.8%. Esta relación sólo sirve para medir el comportamiento o respuesta cíclica y no aporta una solución de largo plazo a la relación inversión pública/PIB pero muestra claramente (junto con los datos del Gráfico 3.2.4) que la recuperación de la inversión pública sigue a la recuperación de la economía. Este hecho todavía no se observa en los datos del primer trimestre de 2004.

Cuadro 3.2.2

Uruguay: Relación entre Inversión Pública/PIB y el Crecimiento

Dependent Variable: **D(LOG(IBIFPUB/PIB))**

Method: Least Squares

Date: 07/19/04 Time: 18:52

Sample(adjusted): 1988:2 2004:1

Included observations: 64 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.013364	0.033357	-0.400646	0.6901
D(LOG(PIB))	0.802685	0.381527	2.103875	0.0395
R-squared	0.066635	Mean dependent var		-0.010038
Adjusted R-squared	0.051580	S.D. dependent var		0.273710
S.E. of regression	0.266558	Akaike info criterion		0.224299
Sum squared resid	4.405285	Schwarz criterion		0.291764
Log likelihood	-5.177561	F-statistic		4.426291
Durbin-Watson stat	2.717445	Prob(F-statistic)		0.039452

Comentarios

Los datos del Cuadro 3.2.1 y la evaluación anterior dan cuenta de que no es razonable para el caso del Uruguay suponer una evolución de la inversión pública en línea con la evolución del PIB. El escenario base más razonable es suponer que va a ocurrir una recuperación del coeficiente de inversión pública de alrededor de 1% del PIB respecto del nivel de 2003. Un escenario “high” en el sentido de ser más optimista limitaría esta suba a sólo un 0.5% mientras que un escenario “low” (pesimista) implicaría un a suba de 1.5%. Estos ajustes se completarían entre 3 y 4 años siguiendo un patrón similar al reflejado en el Gráfico 3.5.3.

La menor o mayor presión por fondos públicos dependerá de las necesidades de proyectos concretos sectoriales de desarrollo de infraestructura a cargo del gobierno central, de la demanda por inversiones en la empresas públicas y de los mecanismos para acomodar la participación del sector privado de un modo que no genere una postergación de las necesidades de financiamiento (en tanto se financien con cargos por uso y no generen pasivos contingentes al sector público). La evolución de la inversión directa en sectores productivos que contemplan su propio financiamiento de obras de infraestructura es un camino auspicioso para descomprimir la demanda por fondos públicos. Es de esperar que la inversión directa se incremente en los próximos años en Uruguay si prosperan los proyectos en sectores de recursos naturales. En cambio en las áreas en donde la provisión tiene como destino usuarios domésticos se requiere mantener mecanismos de cobro parcial de los servicios para garantizar un financiamiento genuino. Estos aspectos sugieren que Uruguay debe aprovechar mecanismos de concesiones privadas en el área de infraestructura que – financiadas sobre cargos al usuario o tarifas- reduzcan la demanda sobre fondos públicos.

4. La Sostenibilidad Fiscal

Introducción

En esta sección se profundiza el análisis de la sostenibilidad fiscal y de la deuda uruguaya haciendo explícitos los supuestos de política fiscal que determinan los principales componentes del superávit primario. Específicamente, se considera no solamente el gasto previsional y la inversión pública sino también cómo la evolución de las cuentas fiscales de los últimos meses y las medidas de política tributaria recientemente adoptadas, impactan sobre la secuencia de superávit primario hasta 2015.

En la sección 2, se motivó el escenario base con las hipótesis más probables acerca de la evolución del contexto macroeconómico de Uruguay – del PIB real, del tipo de cambio real, de las condiciones financieras y la estructura de financiamiento y de los pasivos contingentes. Sin embargo, el superávit primario se tomó como exógeno para concentrarse en el análisis de la sostenibilidad de la deuda. En esta sección, se completa el análisis elaborando los supuestos acerca de las principales variables que determinan la evolución de las cuentas fiscales: los salarios públicos (que tienen impacto de primer orden sobre las erogaciones salariales del gobierno y de segundo orden sobre el balance de la seguridad social), los salarios privados (que tienen impacto de primer orden sobre los ingresos y egresos de la seguridad social), el resultado primario corriente de las empresas públicas y la probable evolución de otros rubros del superávit primario (incluyendo los ingresos del INC/IMM, el gasto en bienes y servicios y las transferencias).

La sección está dividida en tres partes. En sección 4.1 se describe las premisas en las que se basa la proyección del superávit primario, y se calcula nuevamente el sendero de deuda implícito. Un resultado ya anticipado en la sección 2 es la insuficiencia del superávit primario para determinar de manera robusta la sostenibilidad a largo plazo de la deuda pública. Dada la dependencia de este resultado a las “innovaciones” de política fiscal ocurridas recientemente -en materia de reducción impositiva- la sección 4.2 utiliza la evidencia del efecto de los ciclos electorales en la política fiscal para preguntarse si estos impactos recientes son de naturaleza transitoria o permanente. Más allá de la evidencia en el sentido de que existe un ciclo político-electoral que puede ser tenido en cuenta, queda claro que existe una brecha entre los resultados primarios proyectados y aquellos requeridos para la sostenibilidad de la deuda. De este modo, en la sección 4.3 se consideran posibles opciones de decisiones de política fiscal que mueven el superávit primario hacia valores compatibles con la sostenibilidad de la deuda. Vistas en el contexto de las finanzas públicas uruguayas, esas opciones no son demasiado demandantes en materia de reformas estructurales y por lo tanto se acomodan mejor a equilibrios políticos como los que puede estar transitando Uruguay en el futuro cercano. Las opciones estudiadas son políticas más austeras o menos expansivas en materia de gasto corriente y de capital (esta última implica mantener una apertura hacia concesiones y participación privada) y un ajuste tributario en la imposición a los combustibles que se amortigua en un supuesto sendero descendente del precio del petróleo. Dado que en conjunto, estas opciones generan una suba en la secuencia de superávit primarios que es superior al requerido para alcanzar la sostenibilidad de la deuda, quedan abiertas combinaciones alternativas de las mismas.

4.1. La política fiscal y el superávit primario

En esta sección se completan los supuestos macroeconómicos de la sección 2 con las hipótesis acerca de las principales variables que determinan la política fiscal no financiera y por ende el superávit primario proyectado. El cuadro 4.1.1 presenta dichos supuestos en forma explícita. El cuadro 4.1.2, por otro lado, muestra los componentes del superávit primario que surgen de los supuestos macro-económicos y fiscales. Ambos cuadros se encuentran al final de esta sección.

Ingresos del Gobierno Central

Los ingresos proyectados del Gobierno Central no sólo toman en cuenta el impacto que la evolución proyectada de la economía tiene sobre las cuentas fiscales sino que también consideran los efectos de las medidas de política tributaria recientemente adoptadas, que incluyen principalmente la reducción de la tasa del IRP y la eliminación del COFIS en los servicios públicos.

Para proyectar una evolución de los ingresos del Gobierno Central en ausencia de cambios en la política tributaria en el corto plazo (2004 a 2006) que fuese consistente con nuestros supuestos acerca del entorno macroeconómico, se realizó un ejercicio econométrico simple. Específicamente, se estimó un modelo de corrección de errores (en base a datos trimestrales) cuya variable endógena es la evolución de los ingresos reales del Gobierno Central empleando como variables explicativas el PBI real desestacionalizado y el nivel del tipo de cambio real. El PBI real se incluyó por razones obvias mientras que el tipo de cambio real se incluyó para capturar el efecto de cambio de precios relativos.⁴⁴ De acuerdo a dicha regresión y nuestros supuestos acerca de la evolución de las variables exógenas, se calculó el sendero de los ingresos fiscales nominales desde 2004 a 2006. De acuerdo a dicha proyección, la relación de los ingresos del Gobierno Central al PBI aumenta de 20.4% en el año 2003 a 20.8%, 21.0% y 21.0% en los años 2004, 2005 y 2006 respectivamente. A partir del año 2007, se supuso que los ingresos tributarios del Gobierno Central se mantienen constantes como porcentaje del PIB.

Con respecto a las recientes medidas de política tributaria, las mismas tienen un efecto importante sobre los ingresos del Gobierno Central. En mayo y en julio se redujo la tasa del IRP y a partir de septiembre se eliminó el COFIS en los servicios públicos. Estimaciones basadas en el Ministerio de Economía indican un efecto anualizado de 1.1% del PBI, del cual 0.6% se materializa este año y un adicional 0.5% impacta en 2005.⁴⁵ Ambas rebajas impactan directamente sobre la dinámica de los ingresos tributarios del Gobierno Central. Dada la evolución endógena de las cuentas fiscales discutidas anteriormente y la baja decidida en la presión tributaria, se llega a que los ingresos proyectados para el año 2004 disminuyen levemente con respecto al PBI respecto de los niveles del año anterior (el aumento endógeno contribuye 0.4% al alza, mientras que la caída del IRP y del COFIS disminuyen los ingresos en, aproximadamente, 0,6%). Para el año 2005, los ingresos

⁴⁴ En el Apéndice 4.1 se discute en detalle dicha especificación.

⁴⁵ En mayo y al final de julio de 2004 se decidieron reducciones al IRP con un impacto anualizado de 4 mil millones de pesos uruguayos al que deben agregarse 400 millones por efecto del COFIS. Esto equivale a alrededor de 1.1% del PBI.

disminuyen 0,3% (de nuevo, el aumento endógeno es menor que la disminución en la presión tributaria) Finalmente, en el año 2006 los ingresos se mantienen constantes para estabilizarse en 19.9% del PIB de allí en más.

Salarios Públicos

La evolución de los salarios públicos impacta sobre las cuentas fiscales por tres razones. Las dos primeras se deben al hecho que, para un nivel y composición dados del empleo, alzas salariales llevan a aumentos en las remuneraciones del sector público y aumentos en la recaudación de impuestos al trabajo. La tercera razón es que en Uruguay, y de acuerdo al Artículo 67 de la constitución nacional, el ajuste de pasividades (jubilaciones y pensiones) pagadas por el BPS no puede ser menor que el aumento en el índice medio de salarios (IMS).⁴⁶ Como el IMS, a su vez, es un promedio ponderado del índice de salarios del sector público y del índice de salarios del sector privado (ponderados al 30% y al 70% respectivamente), la evolución de las pasividades depende de los salarios públicos y privados.⁴⁷

En el escenario base se asume que los salarios públicos crecen 2.5% por encima de la inflación hasta recuperar el valor promedio de la década de los 90's, 17% por encima de sus valores actuales. Esto implica que los salarios reales llegan a dichos valores promedios en el año 2009. A partir de allí, se mantienen constantes. Esta recuperación tiene lugar por la hipótesis de que la política pública intentará recuperar el nivel medio de remuneraciones públicas de la década previa (sin alcanzar el máximo previo por considerarlo fiscalmente insostenible).

Empleo en el Sector Público

La ley 16.736 de Enero de 1995 prohibió la contratación de nuevos funcionarios (permanentes) en la administración pública hasta el año 2005. La ley 17.556 de Setiembre de 2002 amplió el plazo de prohibición hasta el año 2015.

En parte como consecuencia de estas normas, el número de empleados públicos se ha mantenido relativamente constante desde 1997 en adelante, luego de una baja apreciable en los dos años previos.⁴⁸ Dada la evolución observada en este período y la hipótesis de que se mantendría la prudencia en materia de contrataciones de empleados públicos, desde 2004 a 2006 se asume una débil reducción del empleo público. Esta proyección es consistente con la evolución prevista en el número de cotizantes de la administración pública (ver

⁴⁶ Textualmente el artículo 67 establece que “Los ajustes de las Asignaciones de Jubilaciones y Pensiones no podrán ser inferiores a la variación del Índice Medio de Salarios y se efectuarán en las mismas oportunidades en que se establezcan ajustes o aumentos en las remuneraciones de los funcionarios de la Administración Central.”

⁴⁷ La metodología de cálculo del IMS así como la evolución del mismo (incluyendo sus componentes) se presenta en INE (2003).

⁴⁸ De hecho el empleo público ha disminuido según fuentes oficiales. Una estimación indirecta es observar que, tal como lo muestra el cuadro 3.1.4, el número de cotizantes del sector público al sistema de la seguridad social disminuyó de 184 a 183 mil desde 1997 hasta 2003. De modo más directo, y de acuerdo a datos del INE, (<http://www.ine.gub.uy/actividad/emptydesemp.asp?Indicador=ech>), el total de funcionarios en la administración central, empresas públicas y gobiernos departamentales disminuyó de 287 mil a 270 mil desde 1997 al 2002.

cuadro 3.1.4 en la sección previa). Este supuesto, junto con la recuperación del salario real medio en el sector público, genera una secuencia en la que el peso de las remuneraciones en el PIB disminuye levemente desde 6.3% del PIB en el 2004 hasta un 6.2% en el año 2006. Desde 2007 a 2009 se asume un periodo de transición en el cual el número de empleados públicos disminuye levemente.⁴⁹ Dado el crecimiento del PIB real, y que a partir de 2007 el salario real se supone constante, esto implica que el peso de las remuneraciones del sector público disminuye a 6.1% en el años 2009. A partir de allí, se asume que los ajustes de empleo y remuneraciones en el sector público mantienen estable la participación de las erogaciones por remuneraciones en el PIB. De tal modo, los salarios públicos estabilizan su participación en el PIB en torno del 6.1% a partir del año 2010.

Salario medio y cotizantes en el sistema de Seguridad Social: Sector Privado

Las hipótesis sobre la evolución tanto del número de cotizantes como de los salarios en el sector privado, son fundamentales para la proyección porque determinan las pasividades (a través de la influencia de los salarios privados en el IMS – del cual participan en un 70%) y por los aportes al sistema de seguridad social (a través del crecimiento de los cotizantes privados y de los ingresos medios). Con respecto a los salarios privados, se asume que aumentan con menor rapidez que los salarios públicos (2% anual por encima de la inflación vs. 2.5% en el caso del sector público) desde 2004 a 2006. La razón de ello es que en este período todavía prevalece un alto nivel de desempleo, y por lo tanto la recuperación se hace más lenta que en el sector público.

En el mismo período 2004/06, los cotizantes privados aumentan en forma pronunciada (dado el crecimiento del empleo privado), de acuerdo con las estimaciones presentadas en el Cuadro 3.1.3. A partir del 2007, se supone que los ingresos de la seguridad social evolucionan de acuerdo a la tendencia de largo plazo implícita en los supuestos de Forteza (2003), que básicamente responden a la dinámica que impone la reforma previsional y el propio mercado laboral. Las hipótesis de Forteza son consistentes con un suave crecimiento de los salarios reales en el largo plazo.

Durante el año 2007 se supone que los salarios privados crecen 2% por encima de la inflación, de forma aumentar 8% en términos reales desde 2003 a 2007, recuperando un tercio de los niveles promedio del periodo 1990-2002. Dado el supuesto (discutido en el párrafo anterior) de que los ingresos del BPS evolucionan de acuerdo a la tendencia de largo plazo de Forteza (2003) y el supuesto a discutir a continuación de que los egresos del BPS también siguen la tendencia de largo plazo implícita en Forteza (2003) a partir del año 2008, no es necesario hacer supuestos acerca de la evolución de los salarios privados a partir del año 2008 (inclusive) en adelante,

Erogaciones de la Seguridad Social

Dada la fuerte recuperación reciente de la economía se hace necesario separar la tendencia de las erogaciones de la seguridad social de su componente cíclica. Por esta razón los

⁴⁹ Se asume que el numero de empleados disminuye porque si la ley 17.556 prohíbe nuevas contrataciones es de esperar que el numero de empleados publicos disminuya a partir de retiros por jubilación o voluntarios. Específicamente, se supuso que el numero de empleados disminuye 1% por año, la disminución observada desde 1997 a 2002.

supuestos distinguen dos períodos: uno de corto plazo y otro de largo plazo. A su vez, como el escenario base de la Sección 3.1 considera no sólo las erogaciones del propias del BPS, sino también los mayores gastos resultantes de programas no contributivos y la eventual entrada del sistema bancario en la seguridad social (tal como se explicó en la sección 3.1), también se suman dichos gastos a los egresos de la seguridad social.

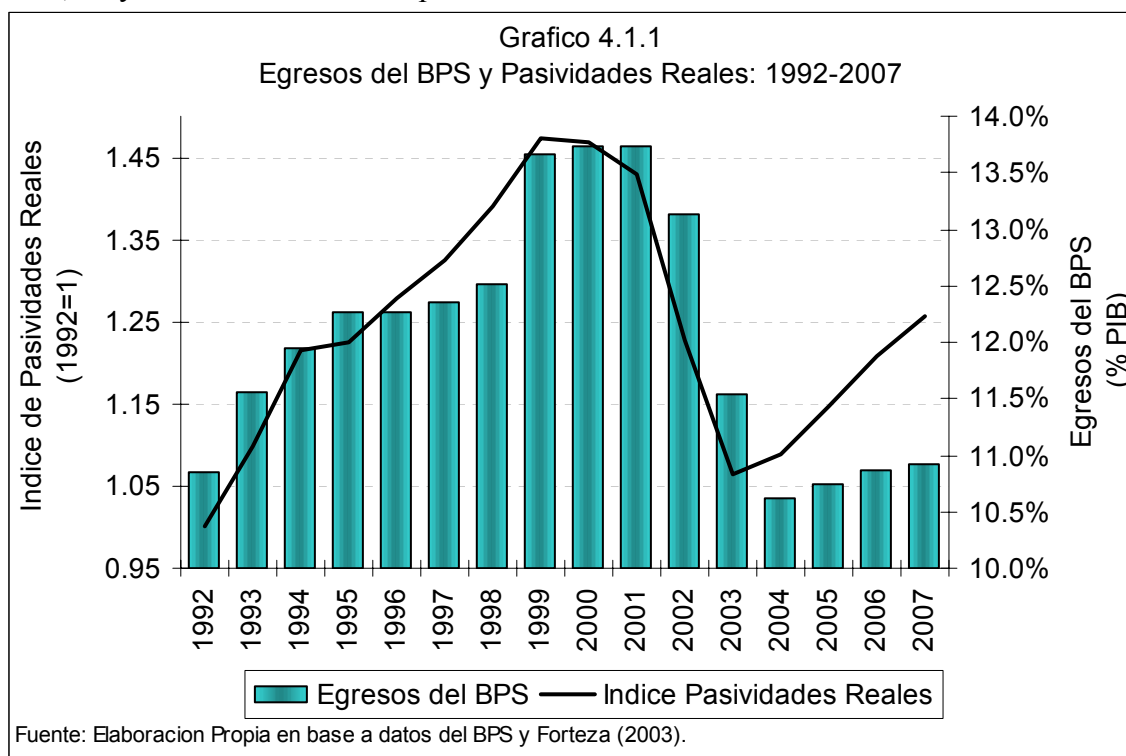
En el corto plazo (desde 2004 a 2007), los cambios en las erogaciones (propias) del BPS están dados por la evolución de los salarios (públicos y privados) que determina el IMS, al cual las pasividades están indexadas (con un rezago de un año), dado que el número de beneficiarios es relativamente estable. En el mediano y largo plazo (desde 2008, inclusive, en adelante), las erogaciones propias evolucionan de acuerdo a las estimaciones de largo plazo de Forteza (2003). Por otra parte, con respecto a los otros gastos de la seguridad social, se supone que la extensión del programa no contributivo aumenta los gastos en 0.1% del PIB desde 2006 a 2009 y la absorción de la caja bancaria origina gastos de 0,8% en el año 2009, cuando la caja es incorporada al BPS y de 0.1% en el 2010 y el 2011. Como, por otra parte, la caja bancaria contribuye ingresos de 0,7% por año, la absorción de la caja bancaria contribuye a incrementar el déficit de la seguridad social a razón de 0,1% por año desde 2009 a 2011. La absorción de la caja bancaria en el 2009 explica casi completamente el aumento de 0,6% por año en los recursos del BPS y de 0,7% en las erogaciones de la seguridad social del año 2008 al 2009 que se muestran en el cuadro 4.1.2.

Debido a que existen rezagos en el ajuste a la inflación de las pasividades, para determinar la evolución de los egresos de la seguridad social con respecto al PIB (nominal) es necesario hacer supuestos sobre la tasa de inflación. Específicamente, en el caso de los salarios públicos y privados, se supone que éstos aumentan 2.5 y 2% por encima de la inflación contemporánea. Por esta razón, el crecimiento real de los salarios y del IMS es independiente de la inflación del período bajo estudio. Pero, por otro lado, el aumento en el valor real de las pasividades depende de su incremento nominal (que por ley depende del aumento del IMS del período anterior) y por la inflación contemporánea. Esto implica que descensos en la tasa de inflación determinan aumentos en las pasividades reales dado que los aumentos nominales de las pasividades están predeterminados por los aumentos salariales otorgados el periodo anterior que, de acuerdo a nuestros supuestos, también dependen de la inflación del periodo anterior. En estas simulaciones se asume que la tasa de inflación disminuye gradualmente desde 9.8% en 2004 hasta 6% en el año 2012.

Por último, como la ley sólo establece un monto mínimo de aumento de pasividades, el gobierno tiene la facultad de aumentar las pasividades por encima del aumento del IMS. Dada esta base legal, el nivel actual de las remuneraciones respecto de las medias observadas en años previos y el contexto político, se asume que el gobierno aumenta las pasividades por encima del aumento del IMS, 1% en el año 2005 y otro 1% en el año 2006, para mantener luego la regla de ajustar pasividades y remuneraciones con el mismo índice.

El gráfico 4.1.1 muestra los efectos de los supuestos acerca de salarios privados, públicos y del aumentos discrecional de las pasividades sobre los egresos del BPS (excluyendo gastos del programa de no contributivos y absorción de la caja bancaria discutidos anteriormente) y las pasividades del BPS. Como porcentaje del PIB los egresos del BPS disminuyen significativamente por debajo del nivel del año 2002. Esto no significa que la evolución de las pasividades pagadas por individuo pasivo sigan la misma suerte. Específicamente, en

base a la evolución del número de sujetos pasivos, del PIB real y de las erogaciones del BPS es posible estimar un índice real de pasividades.⁵⁰ Como lo muestra el gráfico, el índice de pasividades reales aumenta desde aproximadamente 1.08 en 2003 hasta 1.26 en el 2007, muy cercano a los valores promedios de 1992/2002.



Como resultado del conjunto de hipótesis que configuran este escenario base, las erogaciones de la seguridad social aumentan desde un piso de 12% del producto en el año 2004 hasta un máximo de 13.0% en el año 2010 para luego descender hasta 12.3% del PIB en el año 2015. En el largo plazo, los resultados -a pesar de considerar explícitamente el efecto del ciclo sobre las erogaciones de la seguridad social- son consistentes con proyecciones previas (Forteza, 2003). En particular, el 12.3% de la simulación en el escenario base se compara con un 11.2% de proyecciones alternativas (ver cuadro 3.1.1). La diferencia se explica casi completamente por la incorporación gradual de otros gastos a la seguridad social -la extensión del programa no contributivo y la absorción de la caja

⁵⁰ Se pueden expresar las erogaciones del BPS en pesos corrientes como porcentaje del PIB (nominal) como el cociente entre las erogaciones reales por sujeto pasivo (que a su vez es el producto entre el número de pasivos y la prestación real por pasivo) y el PIB real. Consecuentemente, se puede calcular un índice de prestaciones reales del BPS conociendo la evolución del PIB real, del cociente entre las erogaciones en pesos corrientes del BPS y el PIB nominal y la evolución del número de sujetos pasivos. Para el periodo 1992 a 2002, las dos primeras series se estimaron en base a datos del BCU mientras que la última serie se obtuvo del sitio del BPS (www.bps.gub.uy/Informacion_general/INDICADORES/BEstadistico2003/IVS_cantidad.htm). Para el periodo 2003 a 2007 las dos primeras series surgen de nuestros supuestos mientras la cantidad de pasivos se infiere de Forteza (2003). Finalmente, aunque las proyecciones de egresos de la seguridad social desde 2004 en adelante no distinguen entre las erogaciones del BPS y las transferencias a las cajas militar y policial, se supone que el asare de las transferencias a la cajas policial y bancaria como porcentaje de las erogaciones de la SS se mantiene constante en 11.7% (su nivel promedio desde 1995 a 2002).

bancaria- componentes que aportan 1.4% del producto a los erogaciones de la seguridad social.

El cuadro 4.1.3 muestra la evolución de las erogaciones de la seguridad social además de explicar dicha evolución en función de los factores detallados previamente. Se observa que durante 2005 y 2006 las erogaciones aumentan como resultado de la extensión del programa no contributivo y de los aumentos discrecionales, ya que el efecto automático, luego de netear el efecto del crecimiento y de la inflación, es prácticamente nulo. En el bienio 2007/2008, las erogaciones se mantienen constantes. En 2009 aumentan como resultado de la absorción de la caja bancaria. Desde 2010 en adelante, las erogaciones caen principalmente debido a la evolución de largo plazo implícita en Forteza. (2003).

Inversión Pública

En la proyección de la inversión pública se supuso -de acuerdo con las conclusiones de la sección 3.2- que la misma aumenta gradualmente desde 3% del PIB en el año 2004 a 3.8% en el año 2008, para mantenerse constante a partir de allí. Esta secuencia es consistente con una recuperación del coeficiente de inversión pública a valores más cercanos a los históricos, sin llegar a una recuperación completa o a constituir un programa ambicioso. Más bien se supone que Uruguay mantiene las políticas de concesiones en carreteras y puertos, pero que no va más allá de estas áreas.

Otros componentes del Superávit Primario

Ingresos INC/IMM: Estos ingresos disminuyeron drásticamente desde un pico de 1.8% en el 2002 (promedio 1995-2002 de 1.6%) a 1.2% en los últimos cuatro trimestres observados. Se asume que esta situación transitoria de menor presión tributaria de gobiernos locales se revierte con un aumento gradual de 0.1 puntos por Año entre 2005 y 2007, manteniéndose desde entonces el nivel de 1.5 punto de presión tributaria.

Resultado Primario Empresas Públicas. El resultado primario de las empresas se encuentra en un nivel algo por debajo de 4 puntos del PIB, superior al observado (3.3%) en promedio en el periodo 1995-2002. Para el escenario base se asume que el resultado de las empresas tenderá a disminuir en el tiempo para ubicarse alrededor de 3.5 punto del PIB, en la medida que no se introduzcan reformas que permitan sostener el nivel excepcional observado en los últimos seis trimestres.

Transferencias: Dado que este componente se ha mantenido constante desde 1989 en adelante (alrededor de 1% del PIB), se asume que las transferencias aumentan gradualmente desde su nivel actual (alrededor de 0.9% del PIB) hasta retomar su participación de 1.1% del PIB desde el año 2007.

Gasto en Bienes y Servicios: Los gastos en bienes y servicios aumentaron considerablemente en el periodo reciente (desde un promedio de 3.4% en el periodo 1995-1998 a 4.3% en el periodo 1999-2002). Por otro lado, la caída en gastos y bienes y servicios compensa, en parte, la drástica caída de las remuneraciones. Se estima que sólo una parte de esta evolución es transitoria, por lo que se estima una leve disminución desde 4.3% a

4.1% hacia el año 2008, y luego constancia de la relación sobre el resto del horizonte de pronóstico.

Resultados: el superávit primario en 2004-2015

Como resultado de los supuestos fiscales y de las recientes medidas de política tributaria, el superávit primario descende en el largo plazo por debajo del 4% del PIB, supuesto en el ejercicio FMI (2004). A pesar que la recuperación reciente de la economía ubica el superávit primario proyectado para el Sector Público no Financiero (SPNF) en 4.0%, por encima del 3.2% previsto en FMI (2004), las medidas de política económica recientemente implementadas junto con la evolución endógena de las cuentas fiscales que surge de nuestros supuestos lleva a un superávit primario del SPNF en el mediano plazo muy inferior al de FMI(2004) (3.1% de promedio en 2005/2009 en nuestro caso vs. 3.7% en el caso del fondo). Aunque el superávit primario asciende a 3.5% en el año 2015, se mantiene muy por debajo de las proyecciones de 4% en el largo plazo de FMI (2004).

4.2 Ciclos políticos y déficits fiscales: evidencia histórica y relevancia para el ejercicio de sostenibilidad fiscal

Una de las causas que contribuyen a la insuficiente consolidación fiscal -relativa a los requisitos para la sostenibilidad de la deuda- es la decisión reciente de reducir impuestos, que contribuye con un efecto anualizado permanente del orden del 1.1% del PBI. La coincidencia de esta decisión con el ciclo electoral, y la posibilidad de que exista una motivación política en estas medidas, genera interrogantes sobre hasta dónde este efecto debe ser considerado como permanente, o si más bien se trata de un ajuste transitorio que va a ser compensado luego del proceso electoral. En otras palabras, el interrogante es si debe tenerse en cuenta el ciclo político en el resultado fiscal y por lo tanto considerarse cuantitativamente al mismo en la proyección del superávit primario.

La evidencia del efecto de los ciclos electorales sobre el resultado fiscal ha sido examinada empíricamente en Uruguay por Aboal et al (2000) para un período extenso (1925-1999) que cubre varios gobiernos y cambios institucionales. Estos autores indagan sobre los efectos que el poder político y el poder institucional de los gobiernos han tenido sobre los resultados fiscales en Uruguay. En el caso de un régimen presidencialista como el uruguayo, el poder político del presidente se estima en ese trabajo a través de un índice que multiplica el porcentaje de bancas del partido del presidente en el congreso y el porcentaje de bancas del presidente dentro de su propio partido. La evidencia primaria muestra que contextos políticos en los que el partido tiene mayoría parlamentaria producen mejores resultados fiscales respecto de gobiernos minoritarios. En cuanto a la importancia de las instituciones que gobiernan el proceso presupuestario, el estudio no encuentra una evidencia que favorezca las hipótesis de la literatura que enfatizan el diseño institucional, si bien esta falta de identificación se debe en parte a las limitaciones de los datos para captar el poder institucional con especial referencia al proceso presupuestario. La peor combinación en materia de desempeño fiscal se observa en gobiernos que son institucionalmente fuertes pero con presidentes políticamente débiles.

En materia de ciclo fiscal el trabajo logra identificar un ciclo en la política fiscal según el cual en los años electorales se observa un deterioro del resultado fiscal del Gobierno

Central que se compensa dentro de los dos años del siguiente gobierno. En particular, se detecta un deterioro en el resultado fiscal de casi 0.6% del PBI en el año electoral que se compensa sólo parcialmente en el primer año de gobierno, para compensarse particularmente en el segundo año de gobierno.⁵¹ Cuando los autores estiman económicamente esta hipótesis, controlando por el ciclo y los shocks externos -e imponiendo una restricción que el deterioro en el año electoral se compense exactamente en el primer, segundo o tercer año del nuevo gobierno- encuentran un efecto equivalente al 0.4% del PBI y sólo significativo para el segundo año de gobierno. Este resultado referido al rezago para ajustar las cuentas es consistente con el diseño político en Uruguay, dada la predeterminación de la administración saliente en el resultado fiscal del primer año del gobierno entrante.

La relevancia de este resultado es que el mismo aporta evidencia que coincide con el deterioro recientemente observado en el resultado fiscal, que anualizado para 2004 genera un impacto de precisamente 0.6% del PBI. La diferencia de lo observado en 2004 con el resultado de Aboal et al (2000) es que mientras que la evidencia que ellos encuentran explica el deterioro de las cuentas fiscales por una suba en el gasto público, el efecto de decisiones políticas observado en 2004 se da por el lado de una reducción de los impuestos.⁵² A los efectos de hacer coincidir ambos patrones, debe notarse que si la motivación de elevar el gasto corriente es mejorar el ingreso disponible a través de aumentos de gasto corriente (transferencias), el efecto de la reducción del IRP genera el mismo efecto final, al tiempo que da señales de austeridad por el lado del gasto en el contexto actual de la política fiscal uruguaya.⁵³

¿Cuáles es la sensibilidad de los resultados obtenidos en la sección 4.1 a la presencia de un ciclo político? Si se aceptara la evidencia histórica provista por Aboal et.al. (2000) existiría un atenuante en la dinámica “no placentera” de los superávits primarios que se determinan en esta sección. El Cuadro 4.2.1 ajusta la secuencia de superávit primario del Cuadro 4.1.2 suponiendo que la reducción del IRP y el COFIS es parte de un ciclo político que se revierte en 2005 y 2006 e incorporando ciclos similares en períodos futuros. Se supone que el 0.6% de deterioro en 2004 y que alcanza sobre bases anuales un 1.1% en 2005 provocado por la reducción del IRP y del COFIS se compensa entre 2005 y 2006 y desaparece a partir de 2007. Para el resto de los ciclos político-electorales que caen dentro del período de proyección se supone el mismo patrón (0,6% de deterioro en el año electoral, que se compensa 1/3 y 2/3 respectivamente, en el primer y segundo año del nuevo gobierno. El Gráfico 4.2.1 muestra la dinámica de los superávits primarios sin y con ciclo político.

⁵¹ Ver el Gráfico 8 en Aboal et. al. (2000), que muestra un promedio de resultados en ciclos electorales entre 1920 y 2000. En el primer año de gobierno se compensa un tercio de este deterioro, mientras que en el segundo año se sobrecompensa el deterioro del año electoral.

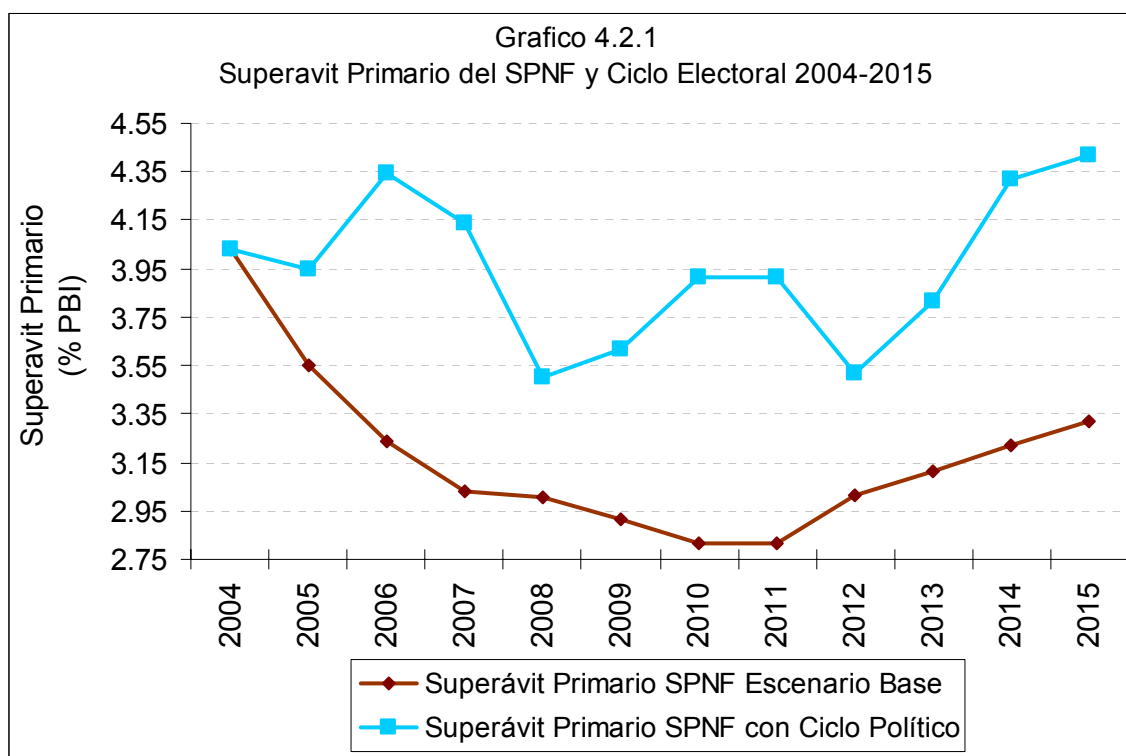
⁵² En las conclusiones de Aboal et. al. (2000) se hace referencia prospectivamente al actual ciclo electoral señalando que la configuración política actual en Uruguay podría repetir el patrón observado. Al margen de que el actual gobierno ha dado muestras de compromiso para la consolidación fiscal en medio de difíciles condiciones de sostenibilidad fiscal y de la deuda que no podían ser previstas por los autores, lo cierto es que el efecto –en el margen- de decisiones de ciclo electoral se hizo presente en 2004.

⁵³ En particular, y dado que Aboal et al (2000) no controlan por el nivel del endeudamiento público como proxy de la presión por una performance fiscal más ordenada, es posible que las medidas para hacer un ciclo fiscal electoral en 2004 deban haberse orientado hacia una reducción de impuestos. La fuerte recuperación del superávit primario ha dado espacio para esta operación.

Cuadro 4.2.1

Uruguay: Superavit Primario del SPNF Suponiendo Efectos del Ciclo Electoral													
Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio 2004-15
Superávit Primario SPNF Escenario Base	4.0	3.6	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8	2.8	3.0	3.1	3.2	3.3	3.2
Superávit Primario SPNF con Ciclo Político	4.0	4.0	4.3	4.1	3.5	3.6	3.9	3.9	3.5	3.8	4.3	4.4	4.0

Las implicancias de suponer la presencia de un ciclo político es que la existencia del mismo atenúa en gran medida la insostenibilidad fiscal al corregir hacia arriba el sendero de superávit primario, simplemente porque se “supone” que se deshace el efecto negativo de la reducción impositiva de 2004. El ajuste realizado, sin embargo, tiene el inconveniente que resulta mecánicamente de aplicar las propiedades temporales de las series (de resultados fiscales en el pasado) suponiendo que hacia adelante ocurre un fenómeno similar, y no informando sobre cuales son las medidas o decisiones de política fiscal que efectivamente compensan la reducción original en el superávit primario. Por esta razón, más allá del punto válido de que lo observado en 2004 debe tener en cuenta el ciclo electoral, es necesario especificar qué medidas de política fiscal pueden estar abiertas en Uruguay para acercar la secuencia original del superávit primario del cuadro 4.3 a niveles más compatibles con la sostenibilidad de la deuda.



4.3 Medidas Alternativas de Consolidación Fiscal

Los supuestos sobre el desempeño fiscal del escenario base implican, como se mostró en la sección 4.1, un superávit primario del Sector Público Global (promedio) de

aproximadamente 3.1% del PIB, que torna insostenible el sendero de la deuda si se aceptan los supuestos macroeconómicos del escenario base. Por ello se hace necesario plantear medidas que corrijan esta situación y mejoren el desempeño fiscal en el mediano y largo plazo. Existen tres grupos de medidas factibles de ser consideradas en el caso del Uruguay, que tienen diferentes posibilidades según el entorno de economía política. Más abajo evaluamos el impacto sobre la cuentas fiscales de 6 medidas correctivas que pertenecen a estos tres grupos. Las dos primeras son medidas que atenúan la recuperación del gasto corriente, las siguientes tres se relacionan de algún modo con reformas estructurales y la última pertenece al campo de la política tributaria. Como el efecto sobre el superávit primario de cada una de las alternativas planteadas es significativo, es posible elegir diferentes combinaciones tal que se eleve el superávit primario a un entorno del 4% del PIB.

Obviamente, la factibilidad política de estas medidas no es la misma y es difícil evaluar a priori como acomodar las restricciones políticas que pueden emerger en el Uruguay. Pero el objetivo del ejercicio, en primer lugar, es delinear un menú posible de medidas correctivas. Una evaluación preliminar sugiere que si existen restricciones políticas para hacer efectivas las medidas que se relacionan con reformas estructurales, entonces en ese caso deberá seguirse una política más austera en el gasto corriente.

A continuación comentamos sobre las posibles medidas de consolidación fiscal, cuyo efecto cuantitativo sobre el superávit primario se muestra en el cuadro 4.3.1.

Medidas de Contención del Gasto Corriente

La primera medida que se considera es llevar adelante una política fiscal más austera que limite la magnitud de la recuperación del salario real en el sector público. De este modo, se suponen aumentos salariales del sector público del 1% anual por encima del IPC, en vez de 2.5% como en la sección 4.1. Bajo esta medida, las reenumeraciones del sector público aumentan 8% en términos reales por encima de sus valores actuales (en vez de recuperar su nivel promedio del periodo 1990-2003, es decir 17% por encima de los valores actuales). Este cambio impacta en el superávit primario principalmente por dos razones.⁵⁴ En primer lugar, lleva a un menor aumento salarial en el sector público. Como consecuencia, el peso de las reenumeraciones disminuye a 5.7% del PIB en el año 2015 contra 6.1% en el escenario base. En segundo lugar, disminuyen los egresos del BPS a través de su efecto sobre las pasividades, dado que también disminuye el aumento mínimo en las pasividades que debe otorgar el gobierno. Como consecuencia, las erogaciones de la seguridad social reducen su participación en el producto de 12.3% (en el escenario base) a 12.2% en el 2015. En promedio, esta política eleva el superávit primario en 0,5% del PIB con respecto al escenario base.

La segunda medida es una política de gasto en seguridad social más austera en la cual no se otorgan aumentos discrecionales (por sobre el mínimo legal) en los años 2005 y 2006. En este caso, las erogaciones de la Seguridad Social aumentan 0.1 puntos porcentuales menos

⁵⁴ A pesar de que menores salarios públicos llevan a menores ingresos para el BPS, este efecto es de segundo orden. La razón es que los salarios públicos sólo tienen una incidencia de 24% en los ingresos del BPS por lo que un aumento de 2% de los salarios públicos sólo aumenta los ingresos del BPS en 1%. Dado que los ingresos del BPS sólo aportan 5.2% del PIB, el efecto es de sólo 0,05% del PIB.

en el 2005 y el 2006 de forma tal que en el año 2015 las erogaciones de la seguridad social alcanzan 12.1% del PIB. Así, el superávit promedio para el periodo 2004-2015 del SPNF aumenta a 3.4%, 0.2% por encima del escenario base.

Finalmente, una tercera medida de contención del gasto contempla mantener la incidencia actual de los programas no contributivos. Esto implica disminuir las erogaciones de la seguridad social en el largo plazo (2015) en 0,3 para llevar el superávit primario promedio del SPNF en el periodo 2004/2015 a 3,6%.

Medidas relacionadas con reformas estructurales

La primera medida que se considera es una política más austera en gastos de capital, asociada a hacer más espacio a la inversión privada en los sectores de infraestructura. Si bien los resultados de la sección 3.2 sugieren que el coeficiente de inversión pública debería aumentar desde 2,8% del PIB en 2004 hasta 3,8% en un periodo de 3 a 4 años, los requerimientos de inversión pública podrían ser satisfechos otorgando una mayor participación al sector privado por medio de concesiones. Así, la demanda de recursos para atender la inversión pública aumentaría sólo 0,5% del PIB en un lapso de 3 a 4 años. Bajo este supuesto, el superávit primario aumentaría a 3.3% en el promedio 2004/2015.

La segunda medida relacionada con reformas estructurales consiste en sanear la caja bancaria tanto en sus ingresos como en sus egresos de forma que no ocasionar (como se supone en el escenario base) aumentos en la asistencia neta del Gobierno Central al sistema de seguridad social. Esta medida tiene un impacto de 0,2%, en promedio.

Política Tributaria

Varios estudios han coincidido en señalar –de manera explícita o implícita- que la carga impositiva de Uruguay es demasiado elevada como para imaginar mejorar el desempeño del superávit primario a través del margen tributario. Más bien, la estrategia más razonable es dirigir los esfuerzos de reforma tributaria a mejorar las cuestiones de eficiencia asignativa y el cumplimiento tributario a través de una mejor fiscalización. La visión de este informe comparte este diagnóstico, aceptándose que Uruguay irá seguramente en el futuro hacia una simplificación de la estructura tributaria que reduzca impuestos distorsivos (y/o que en particular recaudan poco) y hacia una administración tributaria más efectiva. Sobre este último curso de acción se pueden hacer supuestos de mejoras posibles de recaudación que no han sido incorporadas al ejercicio por razones de falta de un análisis más detallado que permita hacer proyecciones razonables. En general, proponer una consolidación fiscal que descansa en supuestos de mejoras en la administración tributaria no es una práctica razonable y segura según la experiencia en América Latina.

Más allá de estas consideraciones existe un ámbito de la política tributaria, referida a la tributación a los combustibles, que sí da espacio para una reforma que corrija distorsiones y al mismo tiempo mejore parcialmente la recaudación. La idea surge de trabajos relativamente recientes (Amengual y Cubas, 2002; FIEL, 2004a) que examinan con un criterio de tributación óptima la estructura del impuesto a los combustibles en el Uruguay y encuentran distorsiones que hacen aconsejable una reforma tributaria que eleve el impuesto al gas-oil. Si bien estas reformas pueden realizarse de modo que sean neutrales en materia

recaudatoria, compensando con una reducción en los impuestos a las naftas (gasolinas) el aumento el impuesto al gas-oil, existe un espacio para que exista una corrección que eleve la recaudación.⁵⁵

En FIEL(2004a) se realiza un ejercicio que incorpora explícitamente los costos ambientales asociados a los distintos tipos de combustibles y que sesgan todavía más fuertemente la reforma hacia una corrección en el gas-oil. La corrección en el impuesto al gas-oil que incorpora efectos ambientales es tan grande respecto del status-quo que, para que el mismo sea neutralizado -en materia de ingresos tributarios- por una reducción en el precio de las naftas, se requiere que la tributación sobre estas últimas baje mucho. Este resultado se mantiene aún introduciendo consideraciones de economía política que atenúan el rebalanceo contra el gas-oil. En conclusión existe un espacio para que la reforma tributaria en los combustibles mejore la recaudación. Según las simulaciones realizadas en FIEL, esta reforma podría generar hasta un equivalente de 0.3% del PBI que es aproximadamente un 25% de suba en la recaudación del IMESI sobre combustibles.

En el Cuadro 4.3.1 se supone inicialmente una secuencia de aumento de la recaudación sobre los combustibles de 0.25% del PBI para luego llegar al 0.3%. La atenuación del impacto de esta reforma puede lograrse en un sendero de reducción del precio del petróleo que permita amortiguar el efecto sobre los consumidores. Adicionalmente en el caso del sector agropecuario y del sector transporte puede pensarse en diseñar una estructura basada en una mezcla que incluya más el IVA tal que permita descontar la carga.

⁵⁵ En rigor, desde un punto de vista de reforma tributaria, la elevación del impuesto al gas oil debería compensarse con reducciones impositivas en los impuestos más distorsivos, que pueden ser otros distintos de las naftas. El caso de impuestos al trabajo puede ser un ejemplo, si bien la reciente reducción del IRP no se planteó en estos términos sino como una reducción no compensada.

Cuadro 4.1.1

Uruguay: Sostenibilidad Fiscal: Estimaciones y Supuestos del Escenario Base												
Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crecimiento PBI Real	9.5	3.6	3.1	3.0	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Aumento Erogaciones Gastos NC y Caja Bancaria y Evasores (%)	0	0.1	0.2	0.3	0.4	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Inflación Deflactor del PIB (% PIB)	9.8	9.3	8.8	8.3	7.8	7.3	6.8	6.3	6.0	6.0	6.0	6.0
Inflación del IPC	9.8	9.3	8.8	8.3	7.8	7.3	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Crecimiento Real IMS General	2.2	2.2	2.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Crecimiento Real IMS Público	2.5	2.5	2.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Crecimiento Real IMS Privado	2.0	2.0	2.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Crecimiento Cotizantes Publicos	-1.2	-0.8	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Crecimiento Cotizantes Privados	6.0	3.6	2.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Crecimiento Real Pasividades	-2.5	2.6	2.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversión Publica (% PIB)	3.0	3.2	3.4	3.6	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Memo Items:												
Erogaciones SS - Forteza (2003),% PIB	12.0	12.3	12.5	12.3	12.1	12.0	12.0	11.8	11.6	11.4	11.3	11.2
Recaudacion SS - Forteza (2003), % PIB	6.1	6.3	6.3	6.3	6.3	6.2	6.2	6.1	6.1	6	6	6

Cuadro 4.1.2

Uruguay: Superávit Primario Proyectado en el Escenario Base													
Año	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
INGRESOS SPNF	30.9	30.6	30.4	30.4	30.4	30.4	31.0	31.0	30.9	30.9	30.8	30.8	30.8
Gobierno Central	20.4	20.2	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9
Ingresos INC/IMM	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
BPS	5.2	5.3	5.4	5.4	5.4	5.4	6.0	6.0	5.9	5.9	5.8	5.8	5.8
<i>Resultado Primario</i>	<i>4.0</i>	<i>3.8</i>	<i>3.7</i>	<i>3.6</i>	<i>3.5</i>	<i>3.5</i>	<i>3.5</i>	<i>3.5</i>	<i>3.5</i>	<i>3.5</i>	<i>3.5</i>	<i>3.5</i>	<i>3.5</i>
EGRESOS PRIMARIOS SPNF	27.8	26.6	26.8	27.1	27.3	27.4	28.0	28.1	28.0	27.8	27.6	27.5	27.4
<i>Egresos operativos</i>	<i>25.0</i>	<i>23.6</i>	<i>23.6</i>	<i>23.7</i>	<i>23.7</i>	<i>23.5</i>	<i>24.2</i>	<i>24.3</i>	<i>24.2</i>	<i>24.0</i>	<i>23.8</i>	<i>23.7</i>	<i>23.6</i>
Remuneraciones	6.7	6.3	6.2	6.2	6.2	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
Bienes y Servicios	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Transferencias	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Prestaciones SS	13.0	12.0	12.1	12.3	12.3	12.2	12.9	13.0	12.9	12.7	12.5	12.4	12.3
<i>Inversiones</i>	<i>2.8</i>	<i>3.0</i>	<i>3.2</i>	<i>3.4</i>	<i>3.6</i>	<i>3.8</i>	<i>3.8</i>	<i>3.8</i>	<i>3.8</i>	<i>3.8</i>	<i>3.8</i>	<i>3.8</i>	<i>3.8</i>
RESULTADO PRIMARIO SPNF	3.1	4.0	3.6	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8	2.8	3.0	3.1	3.2	3.3
RESULTADO PRIMARIO BCU	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
RESULTADO PRIMARIO SPG	2.9	3.8	3.4	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.9	3.0	3.1	3.2

Cuadro 4.1.3

Uruguay: Erogaciones de la Seguridad Social en el Escenario Base												
Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prestaciones SS (% PIB)												
Nivel	12.0	12.1	12.3	12.3	12.2	12.9	13.0	12.9	12.7	12.5	12.4	12.3
Cambio		0.1	0.2	0.1	-0.1	0.7	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
Contribución al Cambio		0.1	0.2	0.1	-0.1	0.7	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
Aumento Erogaciones por Gastos NC y												
Caja Bancaria		0.1	0.1	0.1	0.1	0.8	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Aumento Pasividades Reales		0.5	0.5	0.4								
Aumento Automático Pasividades Nominales		1.5	1.4	1.4								
Aumento Discrecional Pasividades Nominales		0.1	0.1	0.0								
Inflación		-1.1	-1.1	-1.0								
Crecimiento PBI Real		-0.4	-0.4	-0.4								
Evolución Largo Plazo					-0.2	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
Cambio NO Explicado		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Cuadro 4.3.1

Uruguay: Escenarios Alternativos de Consolidación Fiscal													
Escenario	Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio 2004-15
Base		4.0	3.6	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8	2.8	3.0	3.1	3.2	3.3
<u>Medidas de Contención del Gasto Corriente</u>													
Política Salarial más austera		4.0	3.7	3.5	3.4	3.5	3.5	3.4	3.4	3.6	3.7	3.8	3.9
Política de Gasto en SS más austera		4.0	3.7	3.5	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6
Menores Erogaciones por Programas NC		4.0	3.7	3.4	3.3	3.4	3.3	3.2	3.2	3.4	3.5	3.6	3.7
<u>Reformas Estructurales</u>													
Menor Inversión Publica		4.1	3.8	3.5	3.4	3.5	3.4	3.3	3.3	3.5	3.6	3.7	3.8
Saneamiento Caja Bancaria		4.0	3.6	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6
Mejora administración carteras BROU		4.0	3.6	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8	2.8	3.0	3.1	3.2	3.3
<u>Política Tributaria</u>													
Reforma Impuestos a Combustibles		4.1	3.8	3.4	3.2	3.3	3.2	3.1	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6
<u>Efecto Conjunto</u>													
		4.2	5.0	4.8	4.8	5.0	5.2	5.2	5.3	5.5	5.4	5.5	5.6

5. Conclusiones

A partir de una lectura breve de las finanzas públicas macroeconómicas en Uruguay, este informe pasó a evaluar el sendero de la deuda pública (2004-2015) bajo supuestos macroeconómicos externos y domésticos alternativos y suponiendo inicialmente un superávit primario dado exógenamente y que se aproxima a estimaciones de “status-quo”. Luego de una dinámica transicional donde la apreciación cambiaria y el crecimiento del PIB operan reduciendo la deuda automáticamente, se supone que la economía converge a una tasa de crecimiento del 2.7%, el tipo de cambio real se estabiliza en valores promedio de las últimas dos décadas y el riesgo-país converge a 500 bp. Entre las conclusiones del ejercicio de la sección 2 se observan, por un lado, resultados coincidentes con trabajos recientes que ilustran un sendero de deuda pública elevado y sujeto a vulnerabilidades provenientes principalmente de oscilaciones en el tipo de cambio real.

Sin embargo, el ejercicio agrega a su vez nuevos resultados al mostrar que, para una secuencia de superávits primarios proyectados en base a supuestos de status-quo y en base a supuestos macroeconómicos base, el sendero del ratio deuda-PIB se mantiene en valores elevados (en el entorno del 70% del PIB) cuando se agotan los efectos de la reducción automática observada en los primeros años. El impacto de la reciente reducción impositiva, que tiene un impacto anualizado del 1.1% del PBI sobre el superávit primario, genera este desbalance estructural y obliga a revisar los supuestos o a pensar en medidas correctivas o compensadoras. Según las estimaciones de este informe esta magnitud termina siendo, en última instancia, la brecha que se requiere en Uruguay para hacer retornar el sendero de deuda pública a la sostenibilidad, sin perjuicio de que subsistan problemas de vulnerabilidad frente a shocks extremos.

Es decir que a los problemas de cómo prepararse –en materia de política fiscal y de manejo de la deuda- para enfrentar un escenario en el que la deuda pública se mantiene demasiado elevada para una economía pequeña y sujeta a derrames macroeconómicos importantes de los principales vecinos, se agrega la necesidad de buscar medidas de consolidación fiscal que “acerquen” a la economía uruguaya a la performance fiscal de Brasil. Por el contrario la “regla” argentina de superávit primario del 3% del PIB no da resultados en el caso uruguayo si se mantienen los supuestos macroeconómicos adoptados para el escenario base. Consideraciones adicionales respecto de la deuda pública neta no cambian sustancialmente estas conclusiones.

Sin embargo, en el trabajo se argumenta que en el caso de Uruguay existen escenarios alternativos al status-quo o de base que requieren ser evaluados. En particular, nuestra lectura del caso uruguayo sugiere que debe considerarse un escenario alternativo, que denominamos optimista, caracterizado por un crecimiento mayor (del orden del 3.3% del PIB) –lo que genera una corrección automática de la deuda- y un mayor superávit primario. Combinando este escenario con una corrección fiscal (que resulta menos demandante en función del crecimiento) se observa una secuencia de reducción sostenida en el ratio deuda/PIB que se dirige hacia el 50% al final del período de análisis. Por otro lado existen también escenarios más pesimistas en donde el mayor crecimiento no se verifica, no hay lugar para una corrección fiscal y adicionalmente se presentan shocks desfavorables, sin llegar a ser de la magnitud de los sufridos en 2002, revierten el sendero descendente de la relación deuda/PIB. En el caso uruguayo existe a nuestro juicio una marcada asimetría entre

estos dos escenarios, con un sesgo hacia el escenario optimista debido tanto a las posibilidades de evolución real de la economía como a la factibilidad de llevar adelante las medidas de corrección fiscal requeridas para alcanzar un sendero sostenible.

En este informe se relaciona la sostenibilidad de la deuda con un análisis de sostenibilidad fiscal que busca ser informativo respecto de los supuestos para proyectar el sendero de superávit primarios y del contenido de medidas correctivas que pueden cerrar la brecha para alcanzar un sendero hacia la sostenibilidad. Luego de examinar con algún detalle –en la sección 3- la evolución reciente y perspectivas (para la sostenibilidad fiscal) de la seguridad social y la inversión pública, el informe lleva adelante un ejercicio en el que se explicitan supuestos de evolución de variables críticas para proyectar los superávits primarios. El resultado del ejercicio es que, aún partiendo de una situación favorable en 2004 y 2005, los supuestos de recuperación de salarios y de gastos corrientes y de capital dan lugar a un leve deterioro en los superávits primarios describiendo una secuencia descendente y luego levemente ascendente producto de que entran a operar, entre otros, los efectos de la reforma previsional. Dado el escenario más demandante en materia de tasas de interés y de utilización de financiamiento de mercado, que se supone hacia el futuro, y dados los otros supuestos macroeconómicos que determinan la dinámica de la deuda (tipo de cambio real y crecimiento) esta magnitud de superávit primarios no alcanza para estabilizar la deuda pública en la segunda mitad de la presente década.

Existen a nuestro juicio dos formas de relativizar el problema planteado por los resultados de insuficiente consolidación fiscal en el Uruguay. El primero consiste en postular un conjunto de supuestos macroeconómicos mucho más favorables a los supuestos en la sección 2 (en particular respecto de la apreciación real del peso uruguayo) o hacer también más favorables ciertos supuestos sobre evolución del gasto que se realizan en la sección 4. El segundo consiste en suponer que la reducción en el sendero de superávits primarios que resulta luego de la reducción impositiva de mediados de 2004 es un fenómeno transitorio – y por lo tanto reversible- que responde a un ciclo político-electoral. Desde un punto de vista prudencial, ninguna de estas alternativas sustituye a nuestro juicio la tarea de identificar cuáles pueden ser las medidas correctivas de consolidación fiscal.

Las medidas correctivas que pueden considerarse para el caso del Uruguay no son fáciles si se tiene en cuenta la elevada presión tributaria, la evidencia de gasto reprimido en algunas áreas como la inversión pública y las limitaciones para la implementación de reformas estructurales. Pero tampoco son demasiado demandantes en materia de reformas o magnitud del ajuste. En el informe se sugieren seis ejemplos de medidas que pertenecen al ámbito del gasto corriente, se asocian a reformas estructurales incrementales o marginales y finalmente se vinculan con una reforma en el impuesto a los combustibles. Estas medidas en conjunto aportan más de lo que se requiere para cerrar la brecha observada y abren disyuntivas para su elección. Las medidas que actúan sobre el gasto corriente surgen de modificar los supuestos iniciales para proyectar el superávit primario y que están referidos a la recuperación de los salarios reales en el sector público y de las pasividades y a la evolución de erogaciones no contributivas en la seguridad social. Las medidas asociadas a reformas estructurales también suponen revertir parcialmente supuestos incorporados en el ejercicio inicial y proyectan que la demanda por una recuperación de la inversión pública como porcentaje del PBI se atenúa debido a que se hace espacio para la inversión privada en infraestructura; que se toman medidas para evitar que pasivos contingentes de la

seguridad social (caja bancaria) se materialicen y que se arbitra la organización para una mejor administración de carteras vencidas en el BROU. Finalmente, las medidas de política tributaria se limitan a considerar una reforma en el impuesto a los combustibles, que acerca la tasa al gas oil a valores compatibles con los señalados en trabajos recientes, en una secuencia que puede aprovechar la reducción del precio del petróleo para atenuar el impacto en los precios finales.

La selección de este tipo de medidas respeta una disyuntiva convencional según la cual cuanto menos posible sea encarar medidas relacionadas con reformas estructurales mayores deben ser los esfuerzos en materia de austeridad en el gasto corriente. Desde una perspectiva de economía política, esta disyuntiva parece acomodarse bien al caso de Uruguay, con las salvedades y particularidades del caso. Trabajos recientes que revisan aspectos institucionales y procesos de decisión de políticas públicas en Uruguay (Bergara et al, 2004) separan a las políticas públicas en general (lo cual es perfectamente extensible a la política fiscal) en dos grandes áreas según las mismas dependan de consensos o de discrecionalidad. Las primeras, entre las que se inscriben las reformas estructurales, están sujetas a procesos de participación legislativa y muestran, en el caso uruguayo, rigidez y equilibrios de baja calidad. Las segundas, entre las que aparecen varias decisiones de gastos e impuestos que enmarcan la austeridad fiscal de corto plazo, dependen del poder ejecutivo y han mostrado cierta capacidad de respuesta, flexibilidad y también cierta volatilidad. Las medidas correctivas asociadas a reformas estructurales se inscriben en la primer área, mientras que las medidas que operan por el lado del gasto corriente y los impuestos se ubican son un ejemplo de la segunda área.

Ninguna de las medidas sugeridas requiere de un cambio importante en materia de procesos de decisión de políticas públicas. La selección final del menú de acciones correctivas va a depender de la interacción de los rasgos recién comentados, y surgirán de un equilibrio que seguramente deberá respetar la naturaleza pausada de los procesos de decisión de políticas públicas en Uruguay, la dependencia de sendero o histórica a instituciones y cambios previos y el proceso de intercambio político –dentro o fuera del ámbito parlamentario- que puede estar acomodándose a un nuevo escenario. Si los costos de transacción son suficientemente bajos como para permitir cierta cooperación y compromisos intertemporales entre los principales actores, las posibilidades de enfrentar un problema de reversión de políticas deberían ser bajas.

Más allá de las medidas de consolidación fiscal que según nuestro ejercicio se requieren, y aún cuando las mismas sean menos necesarias si los supuestos que las sugieren no se verifican y la dinámica de la deuda resulta favorable, Uruguay enfrenta un sendero de elevada relación deuda/PIB que requiere de una tecnología disponible para enfrentar shocks adversos que denoten problemas de liquidez o que anuncien inconsistencias más severas. En nuestro ejercicio hemos supuesto un sendero de reducción de la deuda multilateral a partir de 2009, como modo de hacer espacio para acudir a ella en condiciones desfavorables. Esto obviamente depende de arreglos y acuerdos que están más allá del objeto de estudio de este informe.

Referencias

- Aboal D., J.A. Moraes, F. Lorenzo y G. Oddone (2001), "La Economía Política de los Déficits Fiscales en Uruguay", trabajo presentado en las XVI Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay,
<http://www.bcu.gub.uy/autoriza/peiees/iees03j30701.html>
- Amengual D. y G. Cubas (2002), "Imposición óptima a las naftas y el Gas-Oil: Un Análisis Empírico para Uruguay (1988-2001)", trabajo presentado en las XVII Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay,
<http://www.bcu.gub.uy/autoriza/peiees/jor/2002/iees03j30702.htm>
- BCU (2004), "Indicadores de Capacidad de Competencia"
<http://www.bcu.gub.uy/autoriza/peieco/competencia/indicecompetencia.htm>
- Bergara M, A. Pereyra, R. Tarsini, A. Garcé, D. Chasqueti, D. Busquet y J. A. Moraes (2004), "Political Institutions, Policymaking Processes and Policy Outcomes : The Case of Uruguay", Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República. Trabajo presentado en las XIX Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay,
<http://www.bcu.gub.uy/autoriza/peiees/jor/2004/iees03j30804.htm>
- BPS (2003). Boletín Estadístico 2003.
- BPS (2004). Indicadores de la Seguridad social. Asesoría Económica y Actuarial. Junio 2004.
- Bucacos, Elizabeth (2001) "Tendencia y Ciclo en el Producto Uruguayo," Revista de Economía, BCU, Segunda Epoca, Vol. VIII:2, pp. 35-82.
- Bucheli M. (2003), "La cobertura de la seguridad social en el empleo", OIT, Oficina Santiago de Chile, Noviembre.
- Camacho, L. (1997) Elementos generales del Financiamiento del nuevo sistema previsional uruguayo. BPS, 1997.
- Camacho, L. Modelos básicos para el análisis de un sistema previsional mixto. Mimeo BPS.
- Camacho, L (1998). "Reestructuración financiera del sistema previsional uruguayo: Análisis de los cambios estratégicos", Seminario sobre Técnicas Estadísticas y Actuariales para los Países del Cono Sur, AISS, Montevideo, Uruguay, Noviembre.
- Camacho, L. (2001) Efectos Financieros de la Contracción del primer pilar del nuevo régimen previsional uruguayo. BPS, noviembre 2001.
- Caristo, A y Forteza (2003), A. El déficit del BPS y su impacto en las finanzas del gobierno. UR, julio 2003.

- CERES (2004), “La Economía Uruguaya: Reactivación, Endeudamiento y Elecciones”, Presentación de PowerPoint, Mayo de 2004, CERES, Uruguay.
- CINVE (2004), “La sustentabilidad de la Deuda Pública Uruguaya” Claves y Tendencias No. 24. Mayo 2004, CINVE, Uruguay.
- Comité de Evaluación y Seguimiento de la Reforma de la SS (1998). Informe, diciembre de 1998.
- Scardino Devoto, A. (1996). Consideraciones financieras y actuariales en la reforma previsional uruguaya. Mimeo BPS.
- Scardino Devoto, A. (2000). “Factores externos que afectaron el equilibrio financiero en el sistema previsional uruguayo”, Seminario de Alto Nivel sobre Técnicas Actuariales y Gestión Financiera, AISS, Curitiba, Brasil, Mayo.
- FIEL (2004a), "Optimización de la Política Tributaria en los Productos Energéticos en Uruguay", mimeo no publicado, Junio
- FIEL (2004b), “Quarterly FIEL Macroeconomic Forecasts ARGENTINA 2004-2006”, FIEL.
- Forteza, A. (2003) Lecciones de la seguridad social en América Latina: el manejo de los riesgos. Revista de Economía, BCU, mayo 2003.
- Forteza, A. (2004a) Understanding reform. The Uruguayan case. FCS, U. de la República, febrero 2004.
- Forteza, A. (2004b) Uruguay: Options for pensions reform. FCS, U. de la República, abril 2004.
- FMI (2002), "Assessing Sustainability", Policy Development Review Department, May 2002, SM/02/166, <http://www.imf.org>
- FMI (2003) “Staff report for the Article IV consultation”, Appendix III, Fiscal Policy Stance during the 90’s.
- FMI(2004), “Fourth Review Under the Stand-By Arrangement ...” Western Hemisphere Department, February 9, 2004, <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sgoioi/fourthreview.pdf>
- Ley E. (2004), "Fiscal (and External) Sustainability", mimeo, <http://econwpa.wustl.edu/eprints/pe/papers/0310/0310007.abs>
- Oks D. (2003), “Uruguay. Fuentes de Crecimiento”, mimeo, Banco Mundial.
- Rial, I y L. Vicente (2003), “Sostenibilidad de la Deuda Pública Uruguaya: 1988-2015”, Revista de Economía, BCU, 10(2), 144-219.

Glosario: Principales Impuestos de Uruguay

Sigla	Descripción
COFIS	Impuesto de Contribución al Financiamiento de la Seguridad Social
ICOSIFI	Impuesto de Control del Sistema Financiero
IMABA	Impuesto a los Activos de las Empresas Bancarias
IMEBA	Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios
IMESI	Impuesto Específico Interno
IRA	Impuesto a las Rentas Agropecuarias
IRIC	Impuesto a las Rentas de Industria y Comercio
IRP	Impuesto a las Retribuciones Personales
ITP	Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales
IVA	Impuesto al Valor Agregado
PAT	Impuesto al Patrimonio

Anexos

Anexo 2.2.1: Estimación del PIB Real de Uruguay 2004-2015

Corto Plazo (2004-2006)

Para proyectar el PIB de Uruguay en el corto plazo (2004-2006) se estimó la relación entre el PIB de Uruguay y el consumo privado de Argentina. Como muestra el estudio de raíces unitarias del Cuadro 2.2.1.1, ambas variables son I(1).

Cuadro 2.2.1.1

Test de Raíces Unitarias de Dickey-Fuller Aumentado^a				
Variable	Nivel ^b		Primera Diferencia ^c	
	Estadístico t	P. Value ^d	Estadístico t	P. Value ^d
Log(Consumo Privado Argentino – SA)	-2.24	0.46	-2.98	0.004
Log(PIB Real de Uruguay – SA)	-1.76	0.71	-6.65	0.000

^aEl número óptimo de lags se eligió en base al criterio de información de Akaike.

^bLa prueba incluye constante y tendencia. Se estudiaron otras especificaciones pero no se pudo descartar la raíz unitaria en ninguno de los casos.

^cLa prueba no incluye tendencia ni constante.

^dMacKinnon (1996).

Por ello, se estimó un modelo simultáneo de corrección de errores. El sistema estimado está dado por:

$$pbu_t = \alpha_0 + \alpha_1 cpa_{t-1} + \varepsilon_{1t} \quad (2.2.1.a)$$

$$\Delta pbu_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta cpa_{t-1} + \gamma [pbu_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 cpa_{t-2}] + \varepsilon_{2t} \quad (2.2.1.b)$$

donde pbu es el log del PIB de Uruguay desestacionalizado y cpa es el log del consumo privado de Argentina desestacionalizado. El coeficiente α_1 indica la elasticidad de largo plazo del crecimiento uruguayo con respecto al consumo privado argentino. Por otro lado, γ representa la velocidad de convergencia al equilibrio.

Los detalles de la estimación se presentan en el Cuadro 2.2.1.2.

Cuadro 2.2.1.2

Consumo Privado Argentino vs. PIB de Uruguay: Modelo de Corrección de Errores				
Periodo	1993:2 2004:2		Observaciones	45
Variable	Coefficiente	Error Std.	Estadístico t	Probabilidad
α_0	-10.675	0.784	-13.624	0.000
α_1	0.827	0.041	20.054	0.000
β_0	0.002	0.005	0.377	0.707
β_1	0.693	0.152	4.549	0.000
γ	-0.672	0.142	-4.730	0.000
Ecuación 2.2.1.a (Relación de Largo Plazo) ^a				
Observaciones	45	Durbin-Watson stat ^b		1.32
R ²	0.86	R ² Ajustado		0.86
Ecuación 2.2.1.b (Relación de Corto Plazo)				
Observaciones	44	Durbin-Watson stat ^b		1.88
R ²	0.29	R ² Ajustado		0.45

^aSe comprobó, empleando tests de Dickey Fuller aumentados, que los errores de la ecuación de largo plazo (2.2.1.2a) son estacionarios.

^bEl estadístico Q de Ljung-Box permite descartar residuos autocorrelacionados en ambas ecuaciones.

Para controlar por variables adicionales que podrían estar creando la correlación entre las dos variables estudiadas, se realizó un test de causalidad de Granger. Como lo muestra el siguiente cuadro la causalidad va uni-direccionalmente desde el consumo privado de Argentina al PIB de Uruguay.

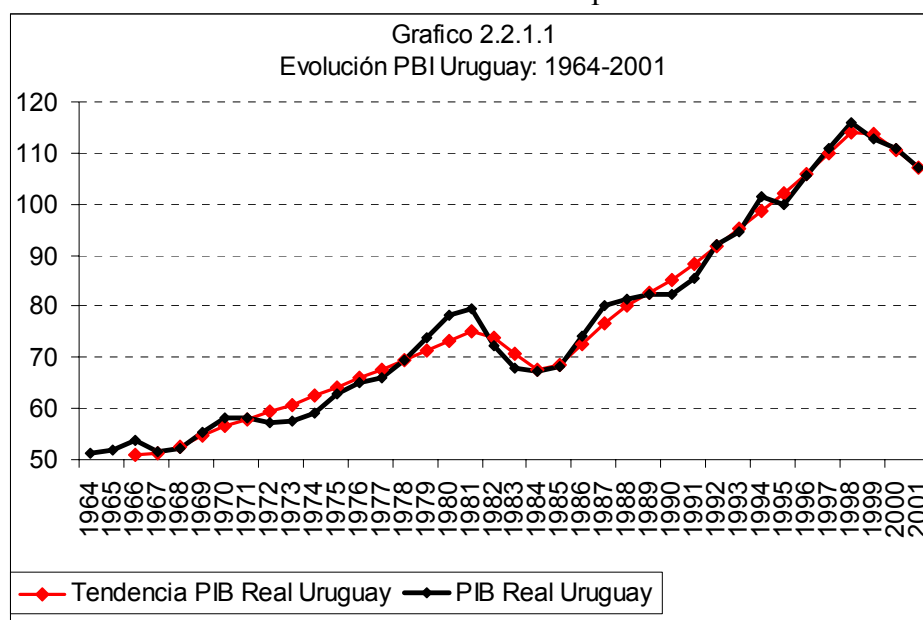
Cuadro 2.2.1.3

Tests de Causalidad de Granger			
Muestra: 1993:1 2004:1			
Lags: 2			
Hipótesis Nula:	Observaciones	Estadístico F	Probabilidad
Log del Consumo Privado de Argentina (SA) no causa Log del PIB real de Uruguay (SA)	43	12.64	0.000
Log del PIB real de Uruguay (SA) no causa Log del Consumo Privado de Argentina (SA)		0.566	0.573

Dada las proyecciones del FIEL (2004b), con respecto al consumo privado de Argentina en el corto plazo (2004-2006) y la dinámica implícita en el sistema constituido por las ecuaciones 2.2.1.2a y 2.2.1.2b, se proyectó el PBI real de Uruguay en este periodo.

Largo Plazo

Desde el año 1964 al 2001 la economía uruguaya creció a un ritmo de 2.2% anual. Sin embargo, como lo muestra el gráfico 2.2.1.1 dentro de dicho periodo se observan cuatro periodos claramente diferenciados: dos de expansión (1964 a 1990 y 1984 a 1997) y dos recesivos (1981 a 1983 y 1998 a 2001 respectivamente). Por esta razón, para determinar el crecimiento potencial en el largo plazo (2009-2015) se realizó un análisis de tendencia segmentada de Uruguay desde 1964 a 2001 usando datos anuales.⁵⁶ El cuadro 2.2.1.4 muestra los resultados. Específicamente, desde 1984 a 1997, la economía uruguaya creció a un ritmo de 2.7% anual. Por esta razón, en el escenario base se supuso que en el largo plazo la economía retoma el crecimiento observado en dicho periodo.



Cuadro 2.2.1.4

Estimación del Crecimiento Tendencial de la Economía Uruguaya					
Variable Dependiente: $pbiu_t$ (Log de PIB Real de Uruguay Anual)					
Periodo (Ajustado)	1966-2001		Observaciones	36	
Variable	Coefficiente	Crecimiento Anual	Error Std.	Estadístico t	Prob.
C	2.875		0.471	6.108	0.000
Trend 1964 a 1980	0.020	0.020	0.004	4.975	0.000
Trend 1981 a 1983	-0.042	-0.023	0.013	-3.282	0.003
Trend 1984 a 1997	0.049	0.027	0.013	3.768	0.001
Trend 1998 a 2001	-0.039	-0.012	0.007	-5.725	0.000
$pbiu_{t-1}$	0.256		0.122	2.103	0.044
$\Delta pbiu_{t-1}$	0.412		0.118	3.494	0.002
R^2		0.99	R^2 Ajustado	0.99	
Durbin-Watson		1.997			

⁵⁶ Ver Bucacos (2001).

Anexo 2.2.2. Tipo de Cambio Real de Largo Plazo

Las simulaciones de este y de otros trabajos muestran que la sostenibilidad de la deuda es muy sensible a la evolución del tipo de cambio real (*TCR*). En este anexo se muestra como los posibles valores a los cuales podría converger el *TCR* en el largo plazo en los distintos escenarios es robusta a cambios en la elección de la medida de *TCR* y el periodo empleado.

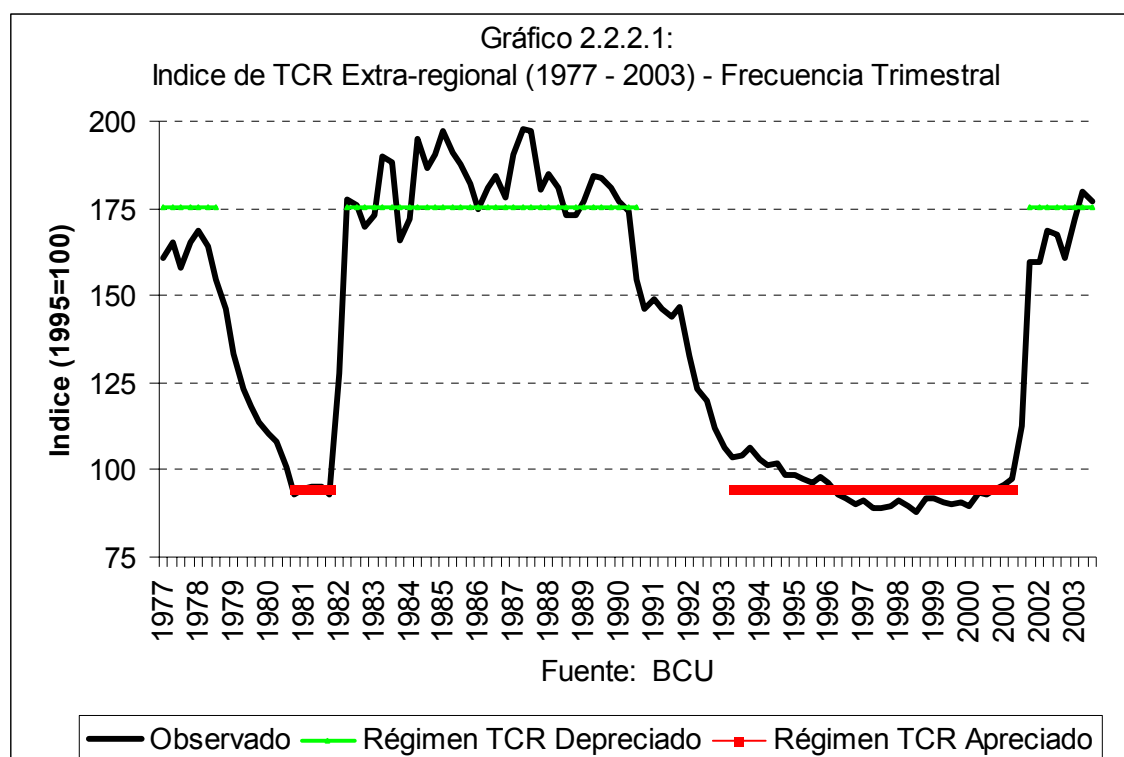
En la metodología de cálculo desarrollada en la sección 2.2 se define al *TCR* como:

$$e_t = \frac{E_t \cdot PPI_t^*}{Def_t} \quad (2.2.2.a)$$

donde E es el tipo de cambio nominal, PPI es el índice de precios mayoristas de USA, y Def es el deflactor implícito del PIB de Uruguay. La inclusión de deflactor del PIB en el denominador se debe a que estamos interesados en la evolución del conciente entre deuda nominal y PIB nominal por lo que el índice de precios deflactor del PIB es el índice apropiado. La inclusión del índice de precios al productor de USA se usa para capturar la inflación internacional en dólares ya que la mayor parte de la deuda de Uruguay está denominada en dólares.

Dadas las limitaciones en los datos, sólo es posible obtener datos de frecuencia mayor a un año si se emplea el *IPC* como denominador del *TCR*. Por esta razón empleamos el índice de competencia extra-regional elaborado por el *BCU*, disponible desde 1977 en adelante. Este índice emplea en el numerador los precios al productor de los principales socios comerciales de Uruguay, ponderados de acuerdo a su participación en el comercio (exportaciones más importaciones) expresados en la moneda local y en el denominador el *IPC* de Uruguay. A pesar de no corresponder exactamente al concepto de *TCR* empleado en esta sección, tiene la ventaja de estar disponible para una frecuencia mayor que una definición de *TCR* que incluya al deflactor del PIB. Además, como veremos a continuación, los resultados acerca de la evolución del *TCR* empleando esta medida no difieren significativamente de usar la definición exacta aún cuando se emplee otro periodo de análisis.

Como lo ilustra el gráfico 2.2.2.1, desde 1997 a 2003 y empleando este índice como definición del tipo de cambio real se pueden distinguir tres regimenes para el tipo de cambio: uno depreciado (desde 77.1 a 79.2 y de 83.1 a 91.2, aproximadamente un 5% por encima del nivel del 2003), otro apreciado (de 81.2 a 82.3 y desde 94.2 a 02.1, un 43% por debajo del nivel del 2003) y otro intermedio (el resto de las observaciones del periodo analizado, 25% por debajo del nivel del 2003).



Los niveles en los tres regímenes se podrían emplear para definir los *TCR* de equilibrio en los escenarios pesimista, optimista y base. Estos regímenes se obtuvieron por inspección visual de la serie, y por ende son arbitrarios. Por esta razón, en el texto principal empleamos un procedimiento menos arbitrario para elegir los niveles de equilibrio en los distintos escenarios. Específicamente, definimos como escenario base al *TCR* promedio del periodo (18% por debajo del nivel de 2003), como pesimista el nivel del *TCR* promedio más una desviación estándar (5% por arriba del nivel de 2003) y como optimista el nivel del *TCR* promedio menos una desviación estándar (43% por debajo del nivel de 2003).

La tabla 2.2.2.1 muestra los resultados bajo distintas definiciones del *TCR*, periodos y frecuencias. En las primeras tres columnas se muestran los resultados cuando se usa el índice de capacidad de competencia. En la primera se presenta el caso ya comentado con datos trimestrales para el periodo 1977 a 2003. En la segunda, donde se estudia el mismo periodo con datos anuales, no hay muchas diferencias con el caso anterior. En la tercera se estudia el periodo 1983-2003 donde se observan apreciaciones un ligeramente mayores en el escenario base y el optimista, debido a que se excluyen observaciones (en los años 1977 y 1983) del régimen depreciado. En la última columna se analiza este mismo periodo con frecuencia anual pero usando la definición del *TCR* del texto principal. Se observa que la apreciación del tipo de cambio real en el escenario base y el optimista es ligeramente mayor que el caso anterior.

Cuadro 2.2.2.1

Estimaciones Alternativas de Niveles de Equilibrio del TCR				
Indice del TCR		Extra-Regional ^a		Deflactor PIB ^b
Periodo		1977-2003	1980-2003	1983-2003
Frecuencia		Trimestral	Anual	Anual
Promedio Periodo ^c		100	100	100
Desviación Estandar		28	28	29
Nivel 2003		121	121	124
Escenario Base				
Promedio	Nivel	100	100	100
	Apreciación vs. 2003	-18%	-18%	-19%
				-22%
Escenario Optimista				
Promedio -	Nivel	72	72	71
Desviación Estandar	Depreciación vs. 2003	-40%	-40%	-43%
				-45%
Régimen TCR Apreciado	Nivel	69	69	71
	Depreciación vs. 2003	-43%	-43%	-43%
				-43%
Escenario Pesimista				
Promedio +	Nivel	128	128	129
Desviación Estandar	Depreciación vs. 2003	5%	5%	5%
				2%
Régimen TCR Apreciado	Nivel	127	129	134
	Depreciación vs. 2003	5%	6%	8%
				3%

^a TCR $\equiv$ IPM^{*} / IPC^u donde IPM^{*} son los precios al productor de los principales socios comerciales de Uruguay, ponderados de acuerdo a su participación en el comercio (exportaciones más importaciones) expresados en la moneda local e IPC^u es el IPC de Uruguay.

^b TCR $\equiv$ E * IPM^{usa} / Def^u donde E es el tipo de cambio nominal vs. el dolar, IPM^{usa} son los precios al productor de USA y Def^u es el deflactor implícito del PIB de Uruguay.

^c Para facilitar la comparación, se ha normalizado el promedio del periodo a 100 en todos los casos.

En el texto principal definimos los escenarios base, optimista y pesimista en base al nivel al cual converge el *TCR* en el largo plazo: al nivel promedio del periodo analizado, una desviación estándar por debajo del nivel promedio o una desviación estándar por arriba del *TCR* promedio del periodo, respectivamente. El presente análisis muestra que la forma de medir el nivel del *TCR* en el largo plazo es robusta a cambios en la definición de *TCR* y del periodo analizado. A pesar de ello, en las simulaciones empleamos la medida de *TCR* dada por el índice de competencia para el periodo 1980 a 2003 como un compromiso entre la elección del periodo más apropiado (el periodo 1977-2003 es preferible porque considera los años 1977 y 1983 con *TCR* depreciado) y la elección del índice de tipo de cambio más apropiado (dado por la ecuación 2.2.2.a y que sólo está disponible a partir de 1983).

Anexo 2.2.3: Cálculo de la Secuencia de Tasas de Referencia

En este apéndice explicamos como construimos las tasas de largo plazo a partir de la secuencia de (one-step ahead) tasas libo.

Definamos $i'_{t,t+1}$ como la tasa libo spot que se espera (en un momento inicial $t=0$) que prevalezca desde el periodo t al periodo $t+1$. Entonces, un bono de 1 us\$ emitido a tasa fija por 2 años y valuado a la par tiene un valor presente de 1 us\$. Esto implica que, asumiendo neutralidad al riesgo, su cupón tiene que satisfacer la siguiente condición de arbitraje:

$$1 = \frac{c_2}{1+i_{0,1}} + \frac{1+c_2}{(1+i_{0,1})(1+i_{1,2})}$$

Resolviéndolo implícitamente para c_2 encontramos que:

$$c_2 = \frac{(1+i_{0,1})(1+i_{1,2}) - 1}{(1+i_{1,2}) + 1}$$

Generalizando este argumento para un bono emitido a T años, llegamos a:

$$c_T = \frac{(1+i_{0,1})(1+i_{1,2})\dots(1+i_{T-1,T}) - 1}{1 + (1+i_{T-1,T}) + (1+i_{T-2,T-1})(1+i_{T-1,T}) + \dots + (1+i_{1,2})(1+i_{2,3})\dots(1+i_{T-1,T})}$$

De esta forma podemos calcular el cupón tasa pagada por una bono libre de riesgo de madurez arbitraria.

En el escenario base, supusimos $T=8$, que es la duración promedio de los títulos públicos a largo plazo.

Anexo 2.3.1. Definiciones Alternativas de Deuda Pública

En el texto principal discutimos la sensibilidad de la deuda empleando un concepto de deuda bruta. En este anexo explicitamos las razones por las cuales preferimos dicho análisis a un análisis de deuda neta.

En primer lugar, en los ejercicios de sostenibilidad de deuda tradicionales, generalmente se estudia el superávit primario requerido para estabilizar la deuda en un nivel dado. Para ello se hace necesario calcular la tasa pagada por la deuda (además del crecimiento y la apreciación real). Hay que tomar en cuenta, sin embargo, en el caso de definir el stock de deuda como la deuda neta, la tasa de interés relevante resulta algebraicamente mayor que la de la deuda bruta ya que generalmente los activos son de baja rentabilidad relativo al costo de la deuda bruta.⁵⁷

En segundo lugar, aunque, obviamente, el nivel inicial de la deuda bruta es mayor que la deuda neta, el sendero de la deuda es muy sensible a supuestos acerca de la evolución de los activos. Para entender esto, es útil escribir la ecuación (2.4), en una forma alternativa:

$$d_{t-1}r_t \equiv d_{t-1}r^{us\$}_t + d_{t-1} \left\{ \hat{e}_t + \left[(1 + g_t)^{-1} - 1 \right] \right\} + EI_t \quad (2.3.1.a)$$

Al pasar de un concepto de deuda neta a deuda bruta hay dos efectos a considerar. En primer lugar, los intereses en concepto de deuda (i.e. $d_{t-1}r^{us\$}_t$) disminuyen (ya que consideramos los intereses recibidos por los activos). Esto tiende a disminuir la creación de deuda automática. En segundo lugar, disminuye el nivel de deuda (i.e. d_{t-1}). Esto implica que la contribución a la “destrucción” de deuda dada por la apreciación real y el crecimiento disminuye (i.e. el término entre corchetes). Como ilustraremos más abajo, ya que en el caso bajo estudio la tasa de interés percibida por los activos es muy baja mientras la apreciación real y el crecimiento durante los primeros años es muy fuerte, el segundo efecto domina y subas en los niveles de activos llevan a una secuencia de menor disminución de la deuda neta que la deuda bruta.

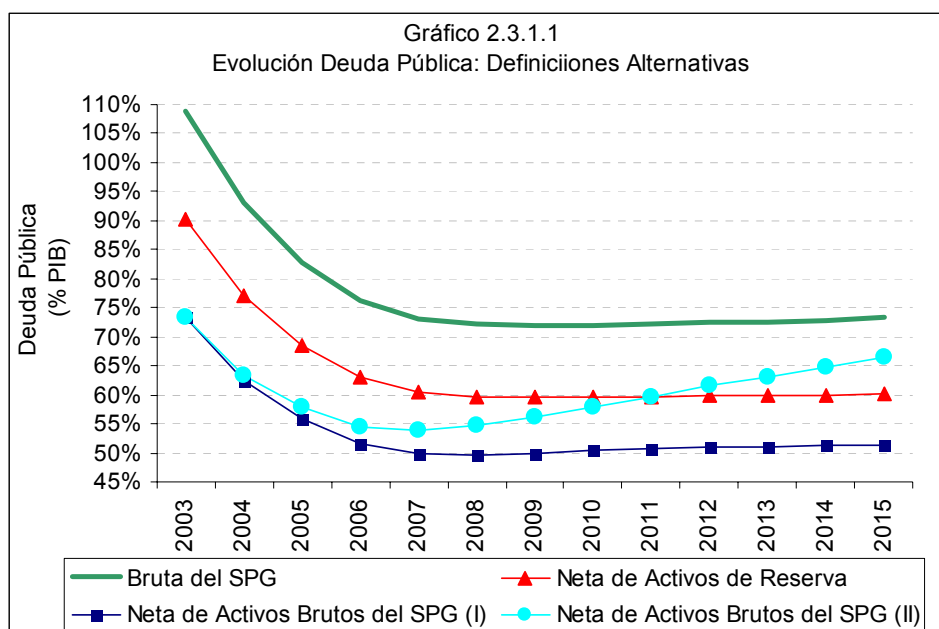
Esta sensibilidad no sería muy problemática si se pudiera estimar con relativa precisión la evolución de los activos. Sin embargo dado que gran parte de dichos activos son de dudosa recuperación (e.g. la asistencia financiera otorgada a los bancos durante la crisis bancaria del 2002 y 2003, estimada en 15% del PIB) no es obvio que deban netearse de la deuda bruta.⁵⁸ Por otro lado, como el nivel de activos de reservas del BCU es bastante elevado con respecto a los pasivos monetarios (19% del PIB en 2003 vs. pasivos monetarios del orden 4.5% del PIB) un análisis de deuda neta tendría que hacer supuestos acerca de su evolución lo largo del tiempo. Por esta razón, la precisión de un análisis de deuda neta es mucho menor que la de un análisis de deuda bruta. Para ilustrar este punto, a continuación

⁵⁷ En el caso de Uruguay, por ejemplo, la tasa promedio para el 2004 para la deuda bruta fue del orden del 5.5% mientras que los activos de reservas (2087 us\$ millones) recibieron cerca 0,6% por lo que la tasa de interés relevante si se toma el stock de la deuda neta de reservas sería de aproximadamente 6.5%. Esto implica que análisis de sostenibilidad realizados empleando la deuda neta pueden ser engañosos si no se consideran ajustes en la tasa de interés.

⁵⁸ Por ejemplo, en su análisis de deuda neta, Rial y Vicente (2003) suponen que del total de 15% (en términos del PIB), asistencia financiera a los bancos a fin del 2002, se recupera sólo un 4%).

realizaremos un análisis de sostenibilidad de deuda neta bajo distintos supuestos acerca del nivel inicial y la evolución de los activos. El gráfico 2.3.1.1 muestra la evolución de la deuda pública bajo dichos supuestos.

En primer lugar, para llegar a la deuda neta sumamos los pasivos monetarios (4.5% del PIB) y neteamos los activos de reserva del banco central (%18.7 del PIB). La tasa de interés pagada por los activos se toma inicialmente como 0.6% (la tasa de interés percibida durante 2003 por las reservas) y a partir de allí se supone que el spread bajo libo recibido por las reservas (0.66% durante 2003) se mantiene constante. Con respecto a los pasivos monetarios, suponemos que estos se mantienen constante con respecto al PIB mientras que para los activos de reserva, se mantienen constante en dólares. Estos supuestos implican que la deuda inicial, de 90.1% disminuye gradualmente hasta 57% en 2015. Sin embargo, el sendero se mantiene estancado en un nivel elevado al igual que en el año base. En otras palabras, la definición de deuda no cambia la esencia del problema de sostenibilidad fiscal, si se aceptan los supuestos del escenario base. En segundo lugar, suponemos que, inicialmente, en vez de netear los activos de reserva, neteamos los activos brutos del sector público consolidado (35% del PIB). A partir de allí, estos activos disminuyen gradualmente hasta llegar a 14% del PIB en 2015 (los niveles de activos públicos en 1999). En este caso, la deuda disminuye desde 90% en 2003 a 51% en 2015 pero nuevamente se estanca o se hace levemente insostenible a partir de 2010, como se puede ver en el gráfico 2.3.1.1 (bajo el rótulo “Neta de Activos Brutos del SPG (I)”), Finalmente, si se hace el supuesto, a lá Rial y Vicente (2003), que la asistencia financiera a los bancos se torna irrecuperable a razón de 1% por año (para un total de 12%), la deuda neta disminuye a sólo 67% en el 2015 (sólo 6% por debajo del 73.2% alcanzado por la deuda bruta en el escenario base a pesar de comenzar 35% por debajo) tornándose insostenible a partir del año 2007, como se puede ver en el gráfico 2.3.1.1 (bajo el rótulo “Neta de Activos Brutos del SPG (II)”). Estas simulaciones muestran que la evolución de la deuda neta es muy sensible a supuestos acerca de la evolución de los activos brutos pero que las conclusiones que surgen del análisis de la deuda bruta no son afectadas.



Anexo 4.1.1: Estimación de los Ingresos del Gobierno Central 2004-2006

Para proyectar la evolución de los ingresos del Gobierno Central en el corto plazo (2004-2006) se estimó la relación (los logs de) dichos ingresos en términos reales, el PIB real desestacionalizado y el tipo de cambio real. Como muestra el estudio de raíces unitarias del Cuadro 4.1.1.1, dichas variables son I(1).

Cuadro 4.1.1.1

Test de Raíces Unitarias de Dickey-Fuller Aumentado^a				
Variable	Nivel ^b		Primera Diferencia ^c	
	Estadístico t	P. Value ^d	Estadístico t	P. Value ^d
Log(Ingresos Tributarios GC – SA)	-2.35	0.40	-6.80	0.00
Log(PIB Real de Uruguay – SA)	-1.76	0.71	-6.39	0.00
log(TCR)	2.06	1.00	-4.55	0.00

^aEl numero optimo de lags se eligió en base al criterio de información de Akaike.

^bLa prueba incluye constante y tendencia. Se estudiaron otras especificaciones pero no se pudo descartar la raíz unitaria en ninguno de los casos.

^cLa prueba no incluye tendencia ni constante.

^dMacKinnon (1996).

Por ello, se estimo un modelo simultáneo de corrección de errores. El sistema estimado está dado por:

$$igcreal_t = \alpha_0 + \alpha_1 pbiu_t + \alpha_2 tcr + \varepsilon_{1t} \quad (4.1.1.a)$$

$$\Delta igcreal_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta pbiu_{t-1} + \beta_2 \Delta tcr + \gamma [igcreal_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 pbiu_{t-1} - \alpha_2 tcr_{t-1}] + \varepsilon_{2t} \quad (4.1.1.b)$$

donde, *igcreal* es el log de los ingresos del gobierno central en términos reales, *pbiu* es el log del PIB de Uruguay desestacionalizado y *tcr* es el log del tipo de cambio real.

Los detalles de la estimación se presentan en el Cuadro 4.1.1.2.

Cuadro 4.1.1.2

Estimación de los Ingresos del Gobierno Central: Modelo de Corrección de Errores				
Periodo	1993:2 2004:1	Observaciones	44	
Variable	Coeficiente	Error Std.	Estadístico t	Probabilidad
α_0	-6.112	0.466	-13.114	0.000
α_1	1.601	0.092	17.412	0.000
α_2	0.396	0.034	11.546	0.000
β_0	-2.596	0.891	-2.915	0.005
β_1	0.760	0.192	3.948	0.000
β_2	0.127	0.114	1.114	0.269
γ	-0.425	0.139	-3.051	0.003
Ecuación 4.1.1.a (Relación de Largo Plazo) ^a				
Observaciones	44	Durbin-Watson stat ^b		1.42
R ²	0.85	R ² Ajustado		0.84
Ecuación 4.1.1.b (Relación de Corto Plazo)				
Observaciones	43	Durbin-Watson stat ^b		1.94
R ²	0.30	R ² Ajustado		0.20

^aSe comprobó, empleando tests de Dickey Fuller aumentados, que los errores de la ecuación de largo plazo (4.1.1.a) son estacionarios.

^bEl estadístico Q de Ljung-Box permite descartar residuos autocorrelacionados en ambas ecuaciones.