



**Contenido:**

- Actividad y Presupuesto
- Buceando el presupuesto
- El futuro de las finanzas: lejos pero no tanto

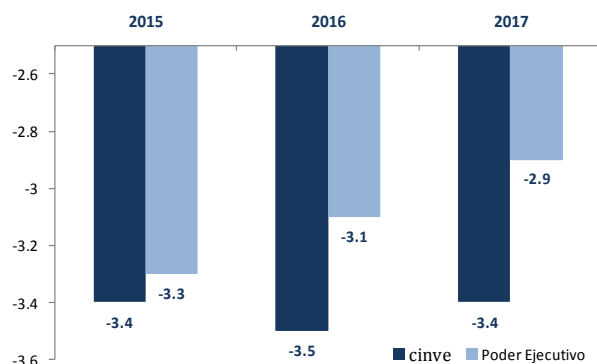
## PRESUPUESTO NACIONAL: ¿CUÁNTO NOS CUESTA EL OPTIMISMO?

El 31 de agosto el Poder Ejecutivo envió al parlamento el Proyecto de Presupuesto Nacional para el periodo 2015-2019, conjuntamente con la exposición de motivos correspondiente. A partir de dicho documento es posible interpretar la estrategia seguida para la elaboración presupuestal e identificar los rubros hacia donde se orientará el esfuerzo en materia de presupuesto, y que por tanto, constituyen las prioridades del gobierno de cara al próximo quinquenio. En este sentido, corresponde puntualizar que si bien el Proyecto de Ley remitido al parlamento contiene el presupuesto quinquenal - y por ende plantea el escenario macroeconómico del país para el próximo quinquenio- los incrementos presupuestales se encuentran acotados a los primeros dos años, delegando la responsabilidad de los posteriores incrementos a las Rendiciones de Cuentas.

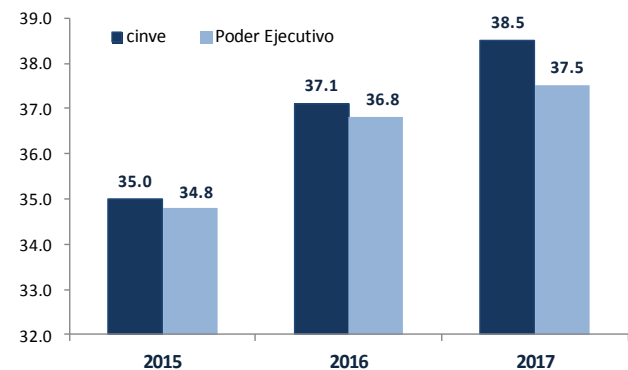
En segundo lugar, es pertinente precisar que la meta fiscal que orienta las asignaciones presupuestales para el próximo quinquenio busca ser compatible con una trayectoria descendente del déficit fiscal, con el objetivo de que éste se ubique en 2,5% del PIB. Es decir, el Poder Ejecutivo considera que los aumentos presupuestales propuestos, en conjunto con la evolución de ingresos del fisco, son consistentes con la reducción de 1% del déficit fiscal global del Sector Público consolidado.

Sin embargo, la trayectoria macroeconómica elaborada por **cinve**, así como los gastos presupuestados en la Ley, indicarían un desempeño fiscal distinto al previsto por el Poder Ejecutivo, donde alcanzar el 2,5% hacia 2019 parece poco probable. No obstante, la peor situación fiscal esperada no se traduciría en un empeoramiento significativo de la Deuda Neta, elemento que será tratado en informe.

**Gráfico 1 - Proyección Déficit Fiscal Sector Público, 2015-2017 (porcentaje del PIB)**



**Gráfico 2 - Proyección Deuda Neta 2015-2017 (porcentaje del PIB)**



Fuente: Elaboración cinve y Presupuesto Nacional.

En lo que sigue se analiza la viabilidad del escenario macroeconómico planteado por el Poder Ejecutivo contrastándolo con aquel que consideramos como más factible. Asimismo, se evalúan los efectos de las divergencias sobre la evolución de ingresos y egresos endógenos del Sector Público. Posteriormente se presenta un análisis descriptivo de los principales incrementos presupuestales planteados. Finalmente, se focaliza en el futuro de las finanzas públicas a la luz de los elementos antes mencionadas.



## ACTIVIDAD Y PRESUPUESTO

La planificación y elaboración del presupuesto requiere en primera instancia, como prerrequisito ineludible, prever cual será la trayectoria de las principales variables macroeconómicas del país. En este sentido, si bien el actual presupuesto presenta los incrementos presupuestales para los años 2016 y 2017, el análisis y elaboración de los supuestos macroeconómicos con los que se trabaja fueron realizados para la totalidad del quinquenio. Presumiblemente, las proyecciones para los años 2018 y 2109 poseen un mayor rango de incertidumbre que las de los primeros años.

La importancia de estos supuestos macroeconómicos radica en que tanto los ingresos fiscales, como un conjunto no menor de egresos se encuentran estrechamente vinculados a la trayectoria de la actividad y del sistema de precios. Por ello, definir rigurosamente los supuestos macroeconómicos del presupuesto es imprescindible para determinar cual es el espacio fiscal con el que cuenta el país.

### El escenario macro

El Poder Ejecutivo identifica que el contexto internacional se encuentra en una fase de mayor fragilidad que en el pasado. Por un lado incorporan en sus previsiones un escenario internacional de menor liquidez y por tanto menores flujos de capitales, menores precios de los *commodities* relevantes y menor demanda desde las economías en desarrollo. Particularmente desde China, economía que se encuentra transitando un proceso de desaceleración y convergencia a tasas de crecimiento más reducidas.

A su vez, el equipo económico incorpora en sus previsiones la delicada situación que atraviesa la región. La problemática económica brasileña ha tomando dimensiones inesperadas e inusitadas. Las expectativas de los agentes respecto a la evolución del nivel de actividad del vecino país se ajustan semana tras semana a la baja. Actualmente se espera que la economía caiga 2,8% en 2015 y 1% en 2016, aunque el escenario presentado en el presupuesto incorpore una caída de la economía brasileña algo menor (2% y 0,2%, respectivamente). Además, los desequilibrios fiscales y de precios continúan siendo importantes, y para coronar, recientemente una de las calificadoras más importantes en el mercado le retiró el grado inversor. A todo ello se suman las complicaciones políticas, que inhiben que los ajustes macroeconómicos, particularmente en el plano fiscal, se den en un escenario más parsimonioso.

Argentina tampoco se encuentra en una posición particularmente favorable, y resulta evidente que presenta desequilibrios macro que deberá corregir en el futuro cercano, especialmente en materia cambiaria. Según lo plasmado en el presupuesto, el gobierno compartiría esta visión y presenta previsiones de crecimiento para Argentina en torno a la mediana de la expectativas de los agentes.

En este marco, el Poder Ejecutivo prevé que sea la demanda interna quien dinamice la economía en 2016 y 2017, mientras que prevén que las exportaciones muestren menor dinamismo que en años previos. Entienden que en la medida que no existen elementos para esperar que el ingreso de los hogares caiga en los próximos años, el consumo debería seguir impulsando la economía, aunque a menores tasas. Por su parte, el consumo del gobierno se moderaría de acuerdo a la programación presupuestal prevista.

Al mismo tiempo, el Presupuesto prevé que la inversión continuará creciendo, basada en los activos institucionales que ha construido el país: la estabilidad de las reglas de juego, las exoneraciones tributarias, conjuntamente con las facilidades de acceso a financiamiento. A su vez, entienden que el plan quinquenal de inversión en infraestructura (que analizaremos en el siguiente sección) debería constituir un impulso para la inversión pública.

Finalmente, en materia de precios, el análisis oficial espera que las presiones inflacionarias comiencen a ceder, convergiendo al centro del rango meta oficial (5%) al final del periodo de gobierno. Según sus estimaciones, dicha evolución de la inflación sería consistente con el crecimiento de los salarios reales en torno a 2,5% y 2,1% en 2015 y 2017, para luego converger al 2%. Adicionalmente, esperan que luego de dos años de depreciación real de la moneda, el tipo de cambio crezca en línea con la inflación.

### Cuadro 2.1. Escenario macroeconómico del Poder Ejecutivo para la elaboración del Presupuesto Nacional. Periodo 2015-2019

	2014	2015*	2016*	2017*	2018*	2019*
PIB	3.5%	2.5%	2.5%	2.8%	3.0%	3.0%
IMS	12.6%	11.0%	9.9%	8.4%	7.8%	7.1%
IPC	8.9%	8.4%	7.6%	6.4%	5.7%	5.0%
Var. TC	13.5%	16.2%	9.8%	6.4%	5.5%	5.0%

Fuente: Presupuesto Nacional. Mensaje y Exposición de Motivos. Notas: PIB: Producto Interno Bruto, IMS: Índice Medio de Salarios, IPC: Índice de Precios al Consumo, TC: Tipo de Cambio.

Este escenario macroeconómico presenta algunas diferencias respecto a nuestra visión de la economía para los próximos años. Las diferencias más evidentes se observan en las perspectivas sobre el sistema de precios. Entendemos que no existen elementos para pensar en una desaceleración en el crecimiento de precios de la magnitud prevista. Ello se debe, en primer lugar, a que esperamos que las presiones desde el frente cambiario continúen siendo importantes por al menos los próximos dos años. Adicionalmente, en las circunstancias actuales, la desindexación salarial tendría lugar manera heterogénea entre los distintos sectores y las distintas fran-

jas de salarios, con incrementos superiores en los salarios más bajos. Ello constituye una restricción adicional para la reducción del traspaso de salarios a precios en el mediano plazo.

En segundo lugar, y tal como se presenta en la exposición de motivos del presupuesto, prevemos que los salarios reales se mantendrán creciendo, aunque a tasas inferiores durante 2015 y 2016, al tiempo que no habría innovaciones significativas en el mercado de trabajo. De todos modos, también consideramos relativamente altas las estimaciones oficiales respecto al salario real, particularmente para 2017.

Considerando el conjunto de las variables relevantes para la economía nacional, el desempeño de las economías brasileña y argentina, la evolución de precios de *commodities* y los determinantes de la demanda interna, nuestros modelos de proyección sugieren que el escenario más probable de crecimiento durante 2015, 2016 y 2017 se ubicaría en torno a 1,9%, 1,6% y 2,0%, respectivamente.

**Cuadro 2.2. Escenario macroeconómico, proyecciones cinve. Periodo 2015-2019**

	2014	2015*	2016*	2017*	2018*	2019*
PIB	3.5%	1.9%	1.6%	2.0%	2.5%	3.0%
IMS	12.6%	11.0%	10.5%	9.4%	9.0%	8.5%
IPC	8.9%	8.7%	8.9%	8.7%	8.0%	7.5%
Var. TC	13.5%	16.8%	15.6%	11.0%	8.0%	7.5%

Fuente: Proyecciones cinve. Notas: Idem cuadro 2.1.

En base a ello consideramos que las estimaciones oficiales de crecimiento resultan algo optimistas, con una confianza excesiva en los estímulos que puedan generar la demanda interna, que ya ha mostrado una importante desaceleración (elemento notorio en el último dato de Cuentas Nacionales).

### ¿Cuánto afecta el optimismo?

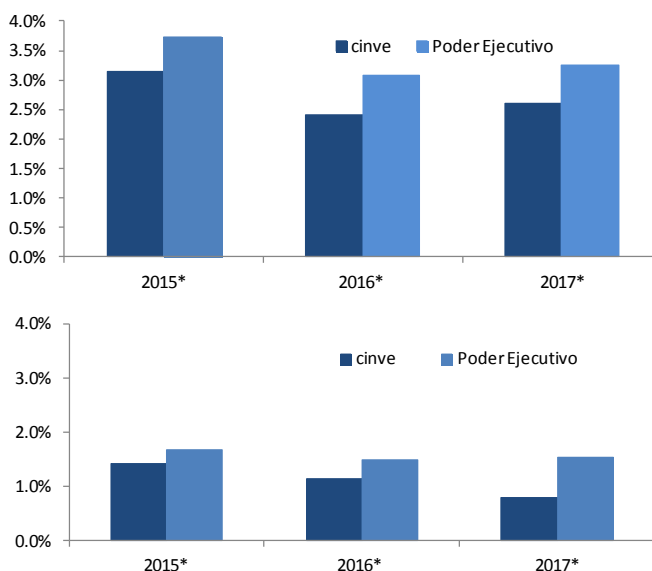
A partir de nuestro escenario macroeconómico y lo planteado por el Poder Ejecutivo, se obtuvieron las proyecciones de ingresos y gastos endógenos del Sector público consolidado. Al interior de los ingresos se diferenciaron aquellos correspondientes a DGI y Otros ingresos. Ambos fueron ajustados de acuerdo a la elasticidad-ingreso estimada para cada uno de estos agregados.

Por su parte, entre los componentes del gasto con crecimiento indexado se encuentran las pasividades, que se ajustan por IMS de acuerdo a la norma constitucional. Por otro parte, las transferencias también aumentarían en términos reales. Las transferencias a las AFAP se vinculan al crecimen-

to del salario real, en tanto que las dirigidas a Intendencias acompañan el crecimiento del nivel de actividad.

De acuerdo a nuestras estimaciones, el Poder Ejecutivo estaría sobreestimando sus ingresos, particularmente durante 2016, debido a que las discrepancias respecto al crecimiento previsto de la economía son mayores durante ese año. En concreto, mientras desde nuestra perspectiva los ingresos crecerían a tasas reales de 3,1%, 2,4% y 2,6% en los primeros tres años del quinquenio, con los supuestos oficiales estos incrementos serían del orden de 3,7%, 3,1% y 3,2%.

**Grafico 2.1. Proyecciones gastos e ingreso endógenos. Periodo 2015-2019**



Fuente: Proyecciones cinve en base a datos del MEF.

Por otra parte, utilizando los supuestos elaborados por el Poder Ejecutivo, el crecimiento del gasto endógeno sería algo mayor que el proyectado de acuerdo a nuestros supuestos macroeconómicos, siendo particularmente importante la diferencia observada en 2017. Ello se explica por las diferencias en los pronósticos respecto a la evolución del salario real durante este año, que sumado a las discrepancias respecto a la evolución real de la actividad económica determinan un mayor nivel de transferencias y pago de pasividades.

Por ende, si bien el escenario de crecimiento presentado por el Poder Ejecutivo resulta relativamente optimista desde nuestra perspectiva, el resultado final sobre la evolución de las cuentas fiscales posee una sensibilidad algo menor de lo que podría preverse, una vez que se toman en cuenta las perspectivas de crecimiento salarial del gobierno que implican mayores gastos a futuro.



## BUCEANDO EN EL PRESUPUESTO

Una vez estimados los ingresos esperados y los egresos que se encuentran comprometidos contractualmente o por la legislación vigente, la elaboración presupuestal requiere que se decidan las variaciones del gasto discrecional del sector público consistentes con la meta fiscal propuesta. En este sentido, en el actual proyecto de Ley de Presupuesto se realiza una propuesta de incremento del gasto que permite identificar una clara orientación del esfuerzo fiscal del gobierno.

Concretamente, los incrementos presupuestales asignados en el actual Presupuesto corresponden a 2016 y 2017, dejando las Rendiciones de Cuentas como instrumentos para incrementos en los siguientes años del periodo de gobierno. Así, en términos agregados, la asignación presupuestal adicional alcanza un monto real de \$7.795 millones en 2016 y \$13.128 millones en 2017, respecto a la línea de base.<sup>1</sup> Al discriminar por áreas, se destaca que la Educación, el Sistema de Cuidados y la Infraestructura, son destinatarios conjuntamente del 64% de los recursos adicionales asignados. En tanto, otras áreas como Salud, el SIRPA, y Seguridad Pública también forman parte de los beneficiarios centrales de los incrementos propuestos.

### Educación

Para el área educativa, principal eje del presupuesto, durante 2016 se destinarán en términos constantes \$3.183 millones adicionales, mientras que en 2017 la educación acumularía un aumento presupuestal de \$6.554 millones, recibiendo de esta forma el 40% de los recursos presupuestales adicionales. En términos del presupuesto educativo implica un aumento de 5% en 2016 y de 10% al siguiente año.

En este caso es pertinente aclarar que el incremento presupuestal se enmarca en el compromiso de gobierno de avanzar hacia la meta de un gasto educativo cercano al 6% del PIB hacia el final del período. Así, una vez incorporadas las nuevas partidas presupuestales para la educación en 2017, tanto de las instituciones de educación formal, como de las instituciones y programas satélites al sistema educativo, el gasto como porcentaje del PIB aumenta hasta el 4,7%.

Cabe señalar que algunos de los colectivos vinculados a la educación han sido críticos respecto a la participación de otras instituciones de educación fuera de la ANEP, UdelaR y la recientemente creada UTEC en la contabilización del porcentaje del gasto público dedicado a la educación. En este orden, cabe recordar que la estructura actual de recursos públicos destinados a la educación indica que el 3,83% del

PIB se destina a esas instituciones del sistema de educación formal. Mientras que el gasto de instituciones como el Plan Ceibal, la educación policial y militar, centros CAIF y CENFORES e institutos de ciencia y tecnología como el PEDECIBA, el Instituto Pasteur y ciertos programas de la ANII, y planes como el subsidio al boleto estudiantil o el programa de incentivo a la demanda educativa en secundaria, completan el restante 0,68% del PIB que al 2014 se destina a educación. Cabe precisar que tampoco se contabiliza en este porcentaje el apoyo indirecto a las instituciones educativas privadas vinculado a exoneraciones en sus aportes y a los agentes privados por sus donaciones a éstas (educación e investigación). Según estimaciones de DGI la renuncia fiscal de IRAE por esta causa sería cercano a 0,1% del PIB.

**Cuadro 3.1. Asignación Presupuestal Incremental respecto la línea de base para instituciones educativas, 2016-2017** (millones de pesos 2015)

	2016	2017
ANEP	1875	3994
UDELAR	499	1043
INAU - CAIF	451	731
UTEC	0	100
MEC	51	96
INEED	23	30
Ceibal	100	250
ANII	100	150
Instituto Pasteur	34	54
Pedeciba	10	15
UDAS	40	90
<b>Total</b>	<b>3183</b>	<b>6553</b>

Fuente: Presupuesto Nacional. Mensaje y Exposición de Motivos.

Por su parte, el actual esfuerzo presupuestal estipula que durante 2016 se destinarán \$1.875 millones adicionales para ANEP y \$498 millones para la UdelaR, mientras que en 2017 estas instituciones acumularían un aumento presupuestal de \$3.994 y \$1.043 millones, respectivamente, lo que representa un incremento de 8,9% y 9,8% respecto al presupuesto actual. A ello se le suma una partida de 100 millones de pesos para la UTEC. De esta forma el 78% de los incrementos presupuestales para la educación serían destinados a ANEP, UdelaR o UTEC hacia 2017.

Por su parte, entre las restantes instituciones destinatarias del incremento presupuestal en el bienio se destacan los centros CAIF (\$280 millones), el Plan Ceibal (\$150 millones) y la ANII (\$50 millones). Es preciso recordar que algunas de las partidas adicionales se encuentran estrechamente vinculadas a los procesos de enseñanza formal, tal es el caso de las partidas destinadas al Plan Ceibal (\$50 millones).

En cuanto a la distribución por funciones, se destaca la par-

1. La línea de base de los gastos de funcionamiento de la Administración es la ejecución del ejercicio 2014, al igual que en el caso de las inversiones (si bien excluye las inversiones extraordinarias que se realizaron durante dicho ejercicio). En el caso de los organismos del artículo 220 de la constitución, así como de las remuneraciones la línea de base considera los créditos del año 2015.



ticipación de las remuneraciones en el total del gasto incremental, fundamentalmente en el caso de ANEP. En este caso, se destinan \$2.544 millones al incremento de las remuneraciones, lo cual significa el 64% del aumento destinado a la institución. Debe mencionarse que la aplicación de la partida destinada a incrementos reales de salarios para funcionarios de ANEP se encuentra supeditada en el articulado a la firma efectiva del convenio salarial, ubicándose actualmente como “Partidas a Reaplicar”. Entonces, en caso de firmarse el convenio dicha partida se dirige a aumentar las remuneraciones reales, pero en caso que no se llegara a un acuerdo podría reasignarse –únicamente- al aumento de las inversiones de la ANEP.

Por su parte, el monto de las Inversiones (sin considerar la eventualidad de que las “Partidas a Reaplicar” se redirigieran con este propósito) será equivalente a la línea de base de 2015 ubicada en \$2.438 millones, más las partidas para inversiones vinculadas a las áreas del Sistema de Cuidados ejecutada a través de ANEP.

En el caso de la UdelaR las partidas incrementales para remuneraciones en 2017 ascienden a un monto superior a \$720 millones, lo que representa un porcentaje similar al destinado a remuneraciones en ANEP. En materia de inversiones, no se prevén incrementos adicionales y se mantiene la línea de base de 2015 en \$636 millones. Una excepción la constituye la partida de incrementos presupuestales para 2017, en torno a los \$110 millones, para el Hospital de Clínicas, la cual podrá ser distribuida entre gastos de funcionamiento e inversiones. Por último, los \$100 millones adicionales destinados a la UTEC en 2017 serán destinados exclusivamente a gastos de funcionamiento y remuneraciones.

### Sistema de Cuidados

La segunda área en importancia como receptor de incrementos presupuestales es el nuevo Sistema Nacional Integrado de Cuidados (SNIC), al cual se pretende dar vida a través del Presupuesto Nacional para el quinquenio 2015-2019. El objeto central del SNIC es brindar un conjunto de servicios a aquellas poblaciones que se encuentran en situación de dependencia, ya sean niños entre 0 y 12 años, principalmente entre 0 y 3, individuos con discapacidad o adultos mayores de 65 años que no puedan desarrollar las actividades diarias con la autonomía correspondiente.

Para llevar adelante estas actividades se crean la Junta Nacional de Cuidados, la Secretaría Nacional de Cuidados y el Comité Consultivo de Cuidados, siendo la primera un órgano decisor pluri-ministerial y la segunda su órgano executor. El Comité Consultivo tiene un rol de asesoramiento.

Si bien actualmente existe un conjunto de servicios de cuidado para estas poblaciones, tanto en la órbita pública como privada, no se ha conformado hasta el momento la institu-

cionalidad que los nuclea y coordine; el SNIC viene a ocupar este vacío. El Poder Ejecutivo estimó que durante 2015 los programas destinados a la primera infancia habrían utilizado recursos por un monto de \$2.959 millones. En tanto los servicios públicos para la atención de adultos mayores se encuentra sustancialmente menos desarrollada, estimándose en \$13 millones el gasto realizado en este sentido durante 2015. Por su parte, los servicios públicos destinados a las personas con discapacidad son realizados exclusivamente por el BPS y alcanzaron en 2015 los \$199 millones. De esta manera el Poder Ejecutivo estima que los gastos incurridos durante 2015 para programas de atención a poblaciones vulnerables ascendió a \$3.191 millones.

El actual articulado del Presupuesto Nacional prevé asignar \$1.102 millones en 2016 y \$1.914 millones en 2017 a partidas incrementales del gasto destinadas a la puesta en marcha del SNIC. Ello representa el 14% del total de los incrementos propuestos (aunque estrictamente debería agregarse una partida de \$307 millones que serán ejecutados a

**Cuadro 3.2. Asignación Presupuestal Incremental para el SNIC, 2016-2017** (millones de pesos 2015)

	2016	2017
<b>Funcionamiento</b>	825	1619
Primera Infancia	256	588
Adultos Mayores Dependientes	207	474
Personas con Discapacidad Dependientes	176	362
Gestión, Supervisión, Formación	187	195
<b>Inversiones</b>	381	616
<b>Total</b>	1206	2235

Fuente: Presupuesto Nacional.

través de ANEP, pero que corresponden a la integración de Centros de Educación y Cuidados para niños de 3 años).

Al interior del SNIC, entre los incrementos propuestos se destaca la participación de los servicios destinados a la primera infancia, destinándose al área el 52% de los recursos incrementales en 2017. En segundo lugar de importancia se ubica el incremento de recursos destinado a los adultos mayores, que recogerían el 24% de los incrementos propuestos a 2017. Finalmente, los servicios dirigidos a personas con discapacidad absorben el 16%, mientras que los restantes recursos se destinaron al fortalecimiento de las capacidades institucionales del sistema.

Asimismo, al diferenciar entre funcionamiento e inversiones se observa que de los \$2.235 millones adicionales al SNIC en 2017, el 72% se destinaría a funcionamiento y el 28% a inversiones. Entre estas últimas también se destaca la participación de los servicios dirigidos a la primera infancia, que acumulan más del 95% del total de las inversiones, principalmente destinadas a centros CAIF Primera Infancia



(\$364.5 millones) y Centros de Educación y Cuidados para niños y niñas de 3 años (\$207.4 millones).

### Plan de Inversiones en Infraestructura

El mensaje presupuestal y exposición de motivos del Poder Ejecutivo presentan el Plan Quinquenal de Inversiones en Infraestructura como el tercer pilar para dirigir los apoyos económicos del gobierno. Sin embargo, a diferencia de lo planteado en el caso de la educación y el SNIC, se presenta a modo de hoja de ruta para la inversión en 2015-2019, siendo los incrementos presupuestales enviados al parlamento una mínima parte del total de la inversión propuesta.

En este plan se prevé que entre 2015 y 2019 se destinen a infraestructura 12.370 millones de dólares, destacándose la participación de las obras de energía (US\$ 4.230 millones), vialidad (US\$ 2.360 millones), infraestructura social (US\$ 1.870 millones) y vivienda (US\$ 1.320 millones). No obstante, el esfuerzo público para la realización de estas obras estaría acotado al 66% del total, previéndose que el restante 34% sea financiado con fondos privados a través de distintos instrumentos, como contratos de Participación Público Privada (PPP) y concesiones de obra, entre otros.

Entre los proyectos previstos de mayor destaque se encuentran la continuación de la terminal de regasificación de GNL, US\$ 1.3000 millones en generación de energía eólica y US\$ 2.360 millones en mejora y recuperación de la red (a través del MTOP y la Corporación Vial del Uruguay) que se destinarían a ocho proyectos en rutas distribuidas a través del territorio nacional. En salud, las obras de mayor envergadura se concentrarían en el Hospital Pereira Rossel, Hospital Maciel y Hospital Vilardebó, acumulando US\$ 30 millones, al tiempo que se invertirían US\$ 35 millones en la

construcción de un nuevo Sanatorio y Centro de Rehabilitación del BSE. Por su parte el INAU tiene prevista una inversión de US\$ 35 millones al mejoramiento y adecuación de los hogares y de US\$ 30 millones para la mejora edilicia del SIRPA. También se prevé que OSE destine 300 millones de dólares a la mejora de plantas potabilizadoras, instalación de plantas potabilizadoras transportables, remodelación de

**Cuadro 3.3. Plan Quinquenal de Inversión en Infraestructura 2015-2019** (en millones de dólares)

	2015-2019
Energía	4230
Vialidad	2360
Infraestructura Social	1870
Vivienda	1320
Comunicaciones	750
Agua y Saneamiento	550
Puertos	550
Ferrovial	360
Otros	380
<b>Total</b>	<b>12370</b>

Fuente: Presupuesto Nacional. Mensaje y Exposición de Motivos.

la planta de Aguas Corrientes y la ampliación de las redes de agua potable.

Sin embargo, de los US\$ 2.000 millones adicionales de inversión necesarios para cumplir la programación pautada para el quinquenio, el articulado del proyecto prevé una parte muy reducida. Así, la incertidumbre acerca del cumplimiento de dicha programación es alta, quedando supeditada no solo al involucramiento de los privados en los proyectos de inversión y la facilidad con que puedan incorporar los nuevos instrumentos, sino también al espacio fiscal que pueda obtener el gobierno luego de 2017, que en principio



## EL FUTURO DE LAS FINANZAS: LEJOS PERO NO TANTO

A partir del escenario macroeconómico previsto, la proyección endógena de gastos e ingresos, el costo del articulado del Presupuesto Nacional y la consideración de los ahorros y reasignaciones realizado por el Poder Ejecutivo es posible realizar algunas consideraciones sobre la evolución de la finanzas públicas para los próximos años.

El primer punto a considerar es el tratamiento que realizamos de los ahorros y resignaciones propuestos por el Poder Ejecutivo. En particular, en el caso de las Empresas Públicas, el Poder Ejecutivo establece que de acuerdo a los compromisos de mejora de sus resultados operativos y la coordinación de los planes de inversión, la mejora en el resultado operativo del conjunto de empresas debería alcanzar los US\$ 110 millones anuales.

Sin embargo, la efectiva puesta en práctica de estas medidas constituye una contingencia que no en todos los casos podrá ser resuelta por la mera voluntad del Ejecutivo. Si bien se presenta un programa para alcanzar estos ahorros, desde nuestro punto de vista, las expectativas de alcanzarlos quizá sean un tanto optimistas. De hecho, la actual situación inflacionaria sumada a un contexto económico menos pujante, no resistirían en primera instancia un aumento sensible de las tarifas públicas. Ello limita la utilización del mecanismo de mayor impacto para recomponer las cuentas de los entes públicos. Por tanto, en nuestro escenario se considerará que el resultado primario de las Empresas Públicas evolucionará de acuerdo al nivel de actividad y no en base a la trayectoria exógena propuesta en el Presupuesto, aunque permitimos que se ajuste desde el nivel registrado a agosto de 2015 (12 meses) y no desde el nivel evidenciado al cierre de 2014 (particularmente bajo).

En segundo lugar, precisar que presentamos nuestras previsiones únicamente para los años 2015, 2016 y 2017. Ello se debe no sólo a que el articulado presenta incrementos presupuestales para este periodo, sino a que nuestros modelos de proyección presentan mayor robustez estadística para estos años. No obstante, para finalizar se presenta una estimación preliminar del espacio fiscal que podría generarse durante los últimos dos años del quinquenio, contruidos sobre la base de previsiones de crecimiento que contienen mayor grado de incertidumbre.

De nuestras previsiones se desprende que la evolución del Déficit Fiscal proyectado por el Poder Ejecutivo para el periodo 2015-2017 constituye un escenario relativamente optimista. En particular, no prevemos una disminución del Déficit Fiscal, sino que esperamos que éste se mantenga relativamente estable entre 2017 y 2015. Concretamente, esperamos que el Déficit se ubique en 3,4% durante 2015, deteriorándose mínimamente en 2016 (3,5% del PIB), para luego mejorar nuevamente hasta 3,4% en 2017. En síntesis,

al final del periodo 2015-2017 se alcanzaría un Déficit Fiscal 0,1% superior al registrado durante 2014, en contraposición a la mejora de 0,6% planteada por el gobierno.

Por un lado, dichas discrepancias se deben a diferencias en el resultado primario previsto. Mientras el Poder Ejecutivo espera un Resultado Primario cercano a cero en 2015 y de 0,1% y 0,3% del PIB en 2016 y 2017, respectivamente, nuestros modelos marcan que tanto en 2015 como en 2016 existiría un déficit primario de 0,2% del PIB, en tanto en 2017 se obtendría un resultado nulo.

**Cuadro 4.1. Proyección Déficit Fiscal Sector Público, 2015-2017 (porcentaje del PIB)**

	2014	2015	2016	2017
<b>Cinve</b>				
Resultado Primario	-0.6	-0.2	-0.2	0.0
Intereses	2.8	3.2	3.3	3.4
Resultado Global	-3.5	-3.4	-3.5	-3.4
<b>Poder Ejecutivo</b>				
Resultado Primario	-0.6	0.0	0.1	0.3
Intereses	2.8	3.2	3.3	3.3
Resultado Global	-3.5	-3.3	-3.1	-2.9

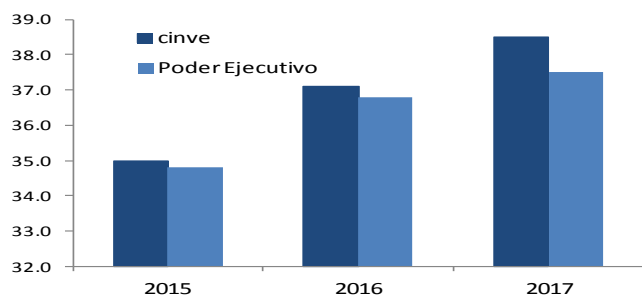
Fuente: Elaboración cinve y Presupuesto Nacional.

Una discrepancia adicional con las proyecciones oficiales se encuentran en la partida intereses. En este sentido, entendemos que es esperable observar un incremento de la partida intereses, tal como presenta el gobierno, aunque esperamos que sea a un ritmo superior, alcanzando 3,3% del PIB en 2016 y 3,4% del PIB en 2017. Esta evolución de la partida de intereses se debe fundamentalmente a una trayectoria de Deuda Bruta más empinada que la considerada por el Ejecutivo. Cabe resaltar que aquí tomamos el interés promedio de la deuda siguiendo las proyecciones oficiales, la cuales marcan una estabilidad del interés promedio en 2015 y 2016, descendiendo levemente hacia 2017. Si bien es esperable que las tasas de interés globales suban en los próximos años, ello podría deberse a un cambio en la composición de la deuda del sector público, disminuyendo la participación de la deuda de corto plazo del BCU.

A su vez, la evolución antes planteada es consistente con una trayectoria de Deuda Neta creciente. Según nuestras estimaciones en 2017 se alcanzaría un nivel de Deuda Neta (excluyendo los encajes) cercano a 38,5% del PIB, mayor al planteado por el Poder Ejecutivo, incluso para el final del periodo.

Un primer punto a notar es que déficit fiscales sensiblemente más altos que los esperados por el gobierno generan trayectorias de deuda levemente más empinadas. Ello puede deberse, en alguna medida, a consideraciones disimiles respecto a la recaudación por señoreaje en economías con distintas situaciones de crecimiento e inflación.

**Cuadro 3.1. Proyección de Deuda Neta del Sector Público, 2015-2017 (porcentaje del PIB).**



Fuente: Elaboración cinve y Presupuesto Nacional.

Sin embargo, esta trayectoria de la deuda no debería representar una alarma, siempre que se pudiera recobrar la sostenibilidad fiscal en el mediano plazo. Ello se debe fundamentalmente a la actual estructura y composición de la deuda. Concretamente, destacamos la evolución registrada por el riesgo cambiario. En efecto, mientras que en 2014 la proporción de deuda en moneda extranjera fue de 48% y en los primeros 3 meses de 2015 se ubicó en 51%, en 2004 el 89% de la deuda se denominaba en moneda extranjera. A su vez, la proporción de la deuda que vence en un año es reducida y en el primer semestre de 2015 se ubicó en 4%. Algo similar ocurre en la composición de la deuda por instrumento. En este sentido, a partir de 2005 se registra un importante aumento en la proporción de bonos en relación a la de préstamos, al punto que durante los primeros meses de 2015 la proporción de bonos fue 91%. Otro punto significativo es el reconocimiento que han hecho las calificadoras de riesgo de la buena gestión de la deuda por parte de Uruguay. Concretamente, en los últimos 12 meses se han registrado mejoras en la calificación de la deuda, ubicando a nuestro país un escalón por encima del grado inversor.

Asimismo, según las proyecciones oficiales de deuda, las cuentas fiscales recuperarían la sostenibilidad durante los últimos años del quinquenio, estabilizando la Deuda Neta excluyendo los encajes en 37,8% del PIB. Como hemos visto, según nuestras previsiones en 2017 ya se alcanzaría un nivel de Deuda Neta superior (de 38,5%), por tanto podemos preguntarnos cuál sería el espacio fiscal para los últimos dos años de gobierno, tomando como regla una Deuda Neta estable en 38,5% durante este periodo. Es decir, nuestro ejercicio utiliza como supuesto que la deuda se estabiliza un año antes que lo planteado por el Poder Ejecutivo, pero en un nivel ligeramente superior al planteado por éste.

En este caso, y tomando en consideración los supuestos macroeconómicos hechos para 2018 y 2019 en la primera sec-

ción, estimamos que no habría espacio alguno para incrementos del gasto durante los últimos dos años del quinquenio dejando la deuda neta estable. Por el contrario, para recuperar la sostenibilidad de las cuentas fiscales sería necesaria una leve corrección del gasto discrecional, del orden de 0,5% del PIB durante 2018. No obstante, cabe reafirmar que el escenario macroeconómico de los próximos años es aún particularmente incierto, por lo que estas consideraciones deben leerse como preliminares.

### En suma...

Si bien estimamos que el Poder Ejecutivo evaluó de manera optimista el crecimiento económico para los próximos años, su escenario macroeconómico también implica un crecimiento de los gastos (endógeno) mayor al recogido en nuestras proyecciones. Por ende, a nuestro criterio, la incidencia del optimismo oficial en el crecimiento económico sobre las cuentas fiscales es más sutil de lo esperado.

No obstante, tomando en consideración los incrementos presupuestales, prevemos que la trayectoria descendiente del déficit fiscal para el próximo bienio representa una meta difícilmente alcanzable. Según nuestras proyecciones ello se debe a la evolución de los servicios de deuda más gravosa de lo esperado por el Ejecutivo, en un contexto de Deuda Bruta creciente asociada a un resultado primario por debajo de lo previsto.

De todos modos, la trayectoria esperada del Déficit Fiscal, claramente menos alentadora que la sugerida por las versiones oficiales, no constituirían una alarma en términos de evolución de la Deuda Neta. En este sentido, prevemos que el aumento del endeudamiento sea levemente superior al previsto por el gobierno, aunque desde niveles razonables y con un perfil ampliamente más favorable al observado una década atrás.

Finalmente, reconociendo la importancia de recuperar la sostenibilidad de las cuentas fiscales sobre el final del quinquenio, asumimos que bajo supuestos moderados de crecimiento y evolución de precios en 2018 y 2019, no existiría durante estos últimos dos años espacio fiscal. De hecho, bajo esos supuestos macroeconómicos, para alcanzar una trayectoria estable de la deuda durante los últimos dos años, se necesitaría realizar una leve contracción del gasto real.

Ello pone en evidencia las dificultades que tendrá el gobierno durante el final de su mandato para alcanzar el 6% del PIB para el presupuesto educativo o cumplir con el Plan Quinquenal de Infraestructura propuesto, entre otros objetivos.