

Contenido

1. Debates sobre la Rendición de Cuentas.....1

2. Potenciales vulnerabilidades de la política fiscal..... 2

3. Financiamiento de cara a los próximos años..... 5

Realizado por cinve

centro de investigaciones
económicas

Fecha de elaboración:

27 de Julio de 2011

1. DEBATES SOBRE LA RENDICIÓN DE CUENTAS

El Proyecto de ley de Rendición de Cuentas (RRCC) y Balance de Ejecución Presupuestal correspondiente al ejercicio 2010 enviado al parlamento el pasado 30 de junio abrió nuevamente el debate acerca del sesgo -más o menos expansivo/contractivo- de la política fiscal y sobre los principales desafíos para los próximos años. Dos aspectos centran el debate. El primero radica en el sesgo que debería adoptar el gasto público ante la percepción de algunas señales de sobrecalentamiento en nuestra economía. El segundo punto, destacado por las propias autoridades, refiere a la actitud prudencial que debería adoptar la política fiscal de cara a minimizar los riesgos ante un eventual deterioro de la situación macroeconómica internacional.

Respecto del primero de estos puntos, cabe señalar que el proyecto de ley de RRCC no introduce cambios importantes respecto de lo ya establecido en la ley de Presupuesto en cuanto a aumentos del gasto público. En este sentido, esta RRCC no tiene un carácter contractivo que permita amortiguar el dinamismo de la demanda del sector privado y confiera contra-ciclicidad a la política fiscal.

Respecto del segundo punto, como han expresado las autoridades, el contexto internacional es actualmente incierto, principalmente como consecuencia de la incertidumbre financiera en Europa y la lenta recuperación económica de los países desarrollados. Esta situación ha llevado a plantear la necesidad de adelantar necesidades de financiamiento, de modo de consolidar una posición de liquidez confortable de cara a un eventual endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito. Esta actitud prudencial otorga fortaleza a la economía ante la ocurrencia de shocks externos.

No obstante, la incertidumbre del contexto mundial no parece recogerse en el escenario macroeconómico que sustenta las proyecciones de ingresos públicos del proyecto de ley. Estas proyecciones, basadas a su vez en las del FMI, plantean la continuidad de un escenario relativamente optimista para las economías emergentes. Considerando que el gasto público en nuestro país es muy rígido, un deterioro del contexto internacional respecto del programado generará desajustes entre los ingresos y gastos proyectados que podrían derivar en incumplimientos de las metas fiscales propuestas. En el mismo sentido operaría eventos no previstos como la ocurrencia de nuevos shocks climáticos que afecten el resultado de las empresas públicas.

En lo que sigue de este Informe, se discute con mayor profundidad tanto el sesgo de la política fiscal como su vulnerabilidad ante un cambio del panorama internacional y las necesidades de financiamiento existentes para los próximos años.

2. POTENCIALES VULNERABILIDADES DE LA POLÍTICA FISCAL

El pasado 30 de junio el Poder Ejecutivo envió al Parlamento el proyecto de ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal correspondiente al ejercicio 2010 (en adelante RRCC). La importancia de las leyes de RRCC radica en que permiten realizar correcciones a la ley de Presupuesto quinquenal que se aprueba el primer año de gobierno. Son utilizadas usualmente para revisar y ajustar la evolución programada del gasto público en lo que resta del período cubierto por la ley. Los ajustes atienden principalmente a los desvíos ocurridos entre los ingresos y egresos públicos previstos y los efectivamente registrados y a la actualización de las proyecciones macroeconómicas, y por ende de las variables fiscales.

Como se anticipó en la carátula de este informe, los principales temas del debate desatado a raíz de la RRCC refieren al sesgo del gasto público ante las señales de sobrecalentamiento de la economía y la prudencia en la planificación de los gastos ante una eventual reversión del escenario de crecimiento económico. En lo que sigue se procura discutir sobre algunos de estos temas.

Gasto creciente entre 2010 y 2014

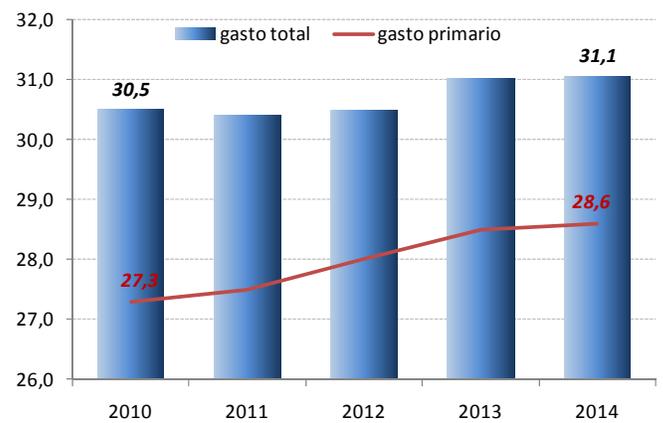
El proyecto de RRCC establece la trayectoria prevista para el gasto público, estimando un leve incremento en términos del PIB entre 2010 y 2014. Considerando que se espera un crecimiento promedio de 5,3% anual en el período, el incremento real del gasto programado resulta significativo.

Como se puede observar en el gráfico 2.1, el cierre fiscal de 2010 mostró un nivel de egresos del sector público de 27,3% del PIB considerando únicamente los egresos primarios¹, y del 30,5% si se tienen en cuenta además los intereses de deuda. Según lo establecido en la RRCC, los egresos primarios se incrementarán en 1,3 puntos porcentuales (p.p) del PIB entre 2010 y 2014, lo que repre-

¹ Incluye pasividades, transferencias, remuneraciones, gastos no personales e inversiones.

senta una clara señal expansiva del gasto público que aumenta más que proporcionalmente al promedio del gasto agregado de la economía. No obstante, si se consideran los intereses de deuda el incremento del gasto público entre 2010 y 2014 es algo más reducido en términos del producto: aumenta 0,6 p.p del PIB.

Gráfico 2.1 - Gasto Público proyectado según Rendición de Cuentas 2010 (en % del PIB)



Fuente: MEF, exposición de motivos Presupuesto y RRCC.

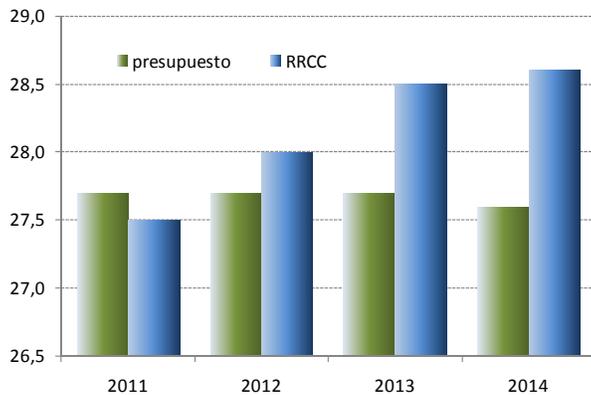
En este sentido la política fiscal prevista para los próximos años no parece contribuir a amortiguar el crecimiento de la demanda privada mitigando el sobrecalentamiento de la economía. No obstante, cabe remarcar que las proyecciones del MEF suponen una moderación del crecimiento económico en los próximos 4 años. Esto implica en si mismo un alivio en cuanto a la situación de sobrecalentamiento, puesto que supone que converge al ritmo de crecimiento potencial de nuestra economía.

Cabe mencionar que si bien gran parte del crecimiento del gasto ya estaba considerado en la ley de presupuesto, el proyecto de RRCC incorpora gastos adicionales comprometidos con posterioridad a la aprobación del mismo. Entre estos gastos, destaca principalmente la incorporación de los pasivos al sistema integrado de salud.

El gráfico 2.2 permite apreciar que la trayectoria del gasto primario del sector público establecida en el proyecto de RRCC supone un comporta-

miento más expansivo respecto del planteado en la ley de Presupuesto.

Gráfico 2.2 -Gasto público proyectado según presupuesto y RRCC (% del PIB)



Fuente: MEF, exposición de motivos del Presupuesto y de RRCC.

Mientras que en la ley de Presupuesto el gasto primario del sector público presentaba un leve descenso en términos del PIB, en el proyecto de RRCC registra un incremento apreciable, a pesar de que el PIB proyectado en esta última es casi un 5% más alto hacia el 2014 que el establecido en el Presupuesto quinquenal.

En síntesis, si bien el proyecto de RRCC no introduce cambios significativos en términos del comportamiento del gasto público, reemplaza una programación neutra, donde el sector público se expande levemente por debajo del nivel de actividad global, por una más expansiva, donde el gasto público crece a un ritmo superior al gasto privado.

Escenario previsto y rigidez del gasto

Otro de los puntos debatidos refiere a la adopción de un perfil prudencial que permita ajustarse ante un eventual cambio en las condiciones económicas. Como se discutirá en la siguiente sección, existe una clara actitud prudencial que se centró básicamente en el manejo de la liquidez. No obstante esta postura no parece recogerse plenamente en la programación financiera.

El ejercicio de programación financiera que se describe en la exposición de motivos que acompañó la presentación del proyecto de RRCC puede

dividirse en tres partes. En primer lugar se realiza una actualización de las proyecciones de ingresos del sector público, atendiendo a que el dinamismo económico en 2010 fue superior a lo previsto originalmente y revisando al alza la proyección de crecimiento para 2011. En segundo lugar se realiza la proyección de egresos públicos, considerando lo ya presupuestado y los gastos adicionales incorporados en leyes posteriores a la de Presupuesto. Por último, a partir de las proyecciones de ingresos y egresos se calcula la existencia o inexistencia de espacio fiscal que permita nuevos incrementos del gasto manteniendo las metas establecidas.

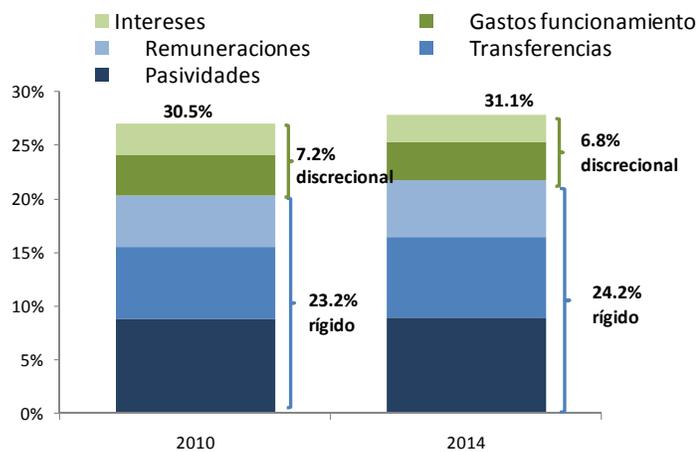
La conclusión principal del ejercicio de programación financiera se resume en que los ingresos adicionales derivados del mayor dinamismo económico se encuentran totalmente comprometidos en la financiación del ingreso de jubilados y pensionistas al FONASA, en atender los compromisos con la educación y en el deterioro previsto en el resultado de las empresas públicas. De esta forma, en la programación financiera expuesta no existe espacio fiscal para financiar gastos adicionales. No obstante, el incremento de gastos descrito podría ser financiado sin alterar las metas de resultado fiscal previstas en la ley de Presupuesto.

Pero volvamos sobre el escenario macroeconómico sobre el que se basan las proyecciones de ingresos públicos. Este escenario, basado en proyecciones del FMI, supone un significativo crecimiento del nivel de actividad mundial (del orden del 4,6% medio anual) liderado por el de los países emergentes que mantendrían un muy fuerte dinamismo (crecerían en torno a 6,6% promedio anual). Este escenario internacional es el que sustenta las perspectivas de crecimiento de 4% anual a partir de 2012 para el Uruguay.

Si bien incluso desde el MEF se ha llamado la atención sobre la posibilidad de un cambio en las condiciones económicas externas, el escenario internacional de base es relativamente optimista. En tanto el gasto público en Uruguay sufre en general -y particularmente el gasto incremental para los próximos años- de una fuerte rigidez, la no consideración del eventual deterioro del contexto

internacional representa un foco potencial de vulnerabilidad. Como se puede observar en el gráfico 2.3, el gasto del sector público al cierre de 2010 se componía en un 76% por partidas de elevada rigidez, cifra que hacia el 2014 (según la RRCC) se elevará hasta casi un 78% del gasto total.

Gráfico 2.3 – Componentes del Gasto Público actual y proyectado según RRCC (en % del PIB)



Fuente: MEF y Exposición de Motivos proyecto de RRCC.

Las limitaciones para ajustar el gasto en caso de que se concrete un escenario macroeconómico menos favorable al previsto, determina que la variable de ajuste sea el propio resultado fiscal, lo que supone incumplir con las metas fiscales. La misma situación podría generarse ante otros shocks, como los climáticos que pudieran afectar directamente los ingresos públicos o el resultado financiero de las empresas públicas.

Lo ocurrido en el presente año 2011 constituye un claro ejemplo de la vulnerabilidad de las metas fiscales ante shocks no previstos en la programación financiera. Las condiciones climáticas de sequía determinaron un importante sobrecosto para las empresas públicas que desvió en forma significativa su resultado respecto de lo previsto. Este sobrecosto no pudo ser trasladado a tarifas para evitar alzas desmedidas de la inflación.

Como se observa en el cuadro 2.1, el deterioro del resultado de las empresas públicas explica totalmente el desvío del resultado global respecto de la meta establecida en el presupuesto. Si bien el cre-

cimiento de la actividad económica y de los ingresos fiscales fue superior al pronosticado, permitiendo absorber los aumentos de gastos no previstos y mejorar el resultado del Gobierno Central y BPS, esta mejora fue más que compensada por el deterioro del resultado de las empresas públicas. Si bien el desvío no es de gran importancia, ya que de todas formas se mantiene el nivel de déficit fiscal en valores sostenibles, alerta respecto de la capacidad de cumplir las metas fiscales ante la eventualidad de shocks negativos.

Cuadro 2.1 Ajuste del Resultado Fiscal de 2011

	Ley de Presupuesto	Proy Actual
Resultado Gobierno Central BPS	-1.3%	-0.7%
Resultado EEPP	0.5%	-0.5%
Resultado Otros organismos	-0.3%	-0.4%
Resultado Sector Público global	-1.1%	-1.6%

Fuente: MEF.

En síntesis

El proyecto de Rendición de Cuentas y Balance de ejecución presupuestal presentado al Parlamento por el MEF, no introduce modificaciones importantes a la política fiscal que se ha venido desarrollando en los últimos años, garantizando un nivel de déficit reducido y sostenible.

No obstante, en el proyecto de RRCC se perciben dos potenciales vulnerabilidades. En primer lugar, se proyecta un crecimiento del gasto público superior al nivel de actividad, eliminando de plano la posibilidad de que la política fiscal desarrolle un comportamiento contra-cíclico que pueda amortiguar la expansión privada, aliviando una eventual situación de sobrecalentamiento de la economía.

En segundo lugar, el gasto público se volvería en los próximos años aún más rígido de lo que lo es actualmente, lo que limitaría la posibilidad de ajustes ante un escenario macroeconómico menos favorable al previsto u ante otro tipo de shocks que impliquen un deterioro de las finanzas públicas.

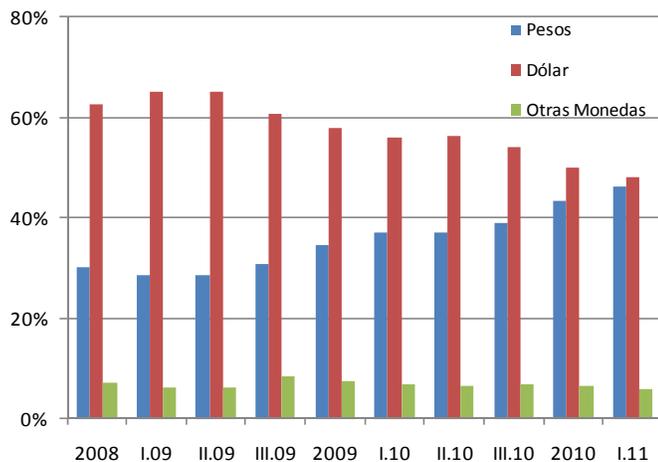
3. FINANCIAMIENTO DE CARA A LOS PRÓXIMOS AÑO

Luego de la discusión de la sección anterior sobre la Rendición de Cuentas 2011, el déficit fiscal y el gasto previsto para los próximos años, interesa discutir cómo ha evolucionado la deuda uruguaya y los planes de financiamiento del gobierno, sobre todo lo que refiere a cubrir las necesidades previstas en la RRCC 2011 y generar recursos de cobertura para mitigar riesgos asociados a la incertidumbre sobre la economía internacional.

Evolución de la deuda

Según el BCU, la deuda del Sector Público Global ascendía en marzo a 24.123 millones de dólares, lo que representa aproximadamente un 60% del PIB de 2010. Las principales características de la deuda son que está mayoritariamente contraída con privados (82%), en dólares (48%) y que su vencimiento es posterior a 5 años al día de hoy (60%). En línea con esto se debe destacar el manejo de la deuda en cuanto se ha buscado la desdolarización de la misma, emitiendo títulos en pesos y UI.

Gráfico 3.1 Composición por moneda de la Deuda Bruta del Sector Público Global, en %

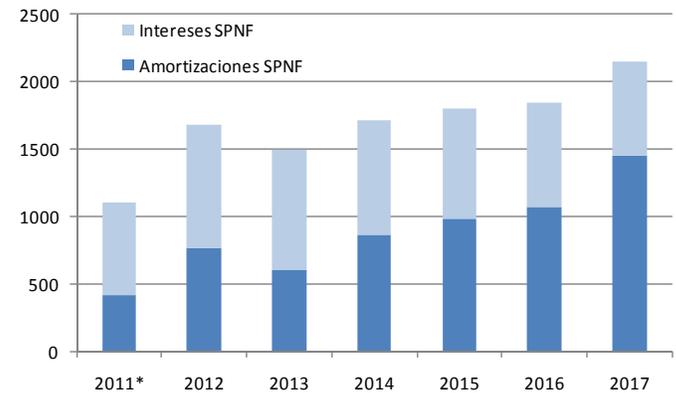


Fuente: Elaboración propia en base a BCU.

En cuanto a los plazos de vigencia de la deuda, se observa que se acerca un período de importantes vencimientos. El Sector Público Global enfrenta obligaciones por concepto de deuda (amortizaciones e intereses) que ascienden a más de 3.500 millones en lo que resta de 2011 y cerca de 3.000 millones para 2012. Sin embargo, este dato incluye

la deuda emitida por el BCU compuesta principalmente por la emisión de Letras de Regulación Monetaria cuyo objetivo es el manejo de la liquidez en el mercado de dinero y no constituye un instrumento de deuda per se.

Gráfico 3.2 Calendario de servicios de deuda del Sector Público No Financiero por tipo de deuda, en millones de dólares



*No incluye 1er trimestre

Fuente: Elaboración propia en base a BCU.

Más precisamente en el período 2011-2014, según la Rendición de Cuentas, el Gobierno excluido el BCU, enfrenta amortizaciones de deuda por encima de 2.500 millones de dólares, en tanto para 2011 superan los 1.000 millones (2,5% del PIB). En tanto, se calculan que se pagarán intereses por 4.600 millones de dólares para 2011-2014, lo que refuerza la importancia de una correcta programación financiera para los próximos años de cara a posibles turbulencias financieras internacionales que amenazan con agudizarse en los próximos meses.

Financiamiento previsto demuestra cautela

En función de la situación financiera global y la incertidumbre respecto a algunas economías europeas y al pago de la deuda en Estados Unidos, las autoridades han hecho un llamado de atención y prevén generar un fondo financiero al cual recurrir en caso de una reversión del escenario internacional o un shock financiero que pudiera afectar al

país. En efecto, se ha puesto sobre la mesa la posibilidad de solicitar préstamos a organismos internacionales y realizar emisiones extraordinarias con el objetivo de generar un “colchón financiero”.

En línea con lo anterior, en el cuadro siguiente se presentan las necesidades de financiamiento del SPNF con el objetivo de discutir sobre la programación financiera para el próximo bienio. Cabe señalar que el déficit fiscal que se presenta corresponde al proyectado por cinve.

Cuadro 3.1 Necesidades de Financiamiento del Sector Público No Financiero, (mil. de dólares)

	2011	2012
Déficit Fiscal	780	555
Vencimientos de Deuda	1001	475
Préstamos	216	247
Títulos	785	228
TOTAL	1781	1030
Desembolsos	250	
Emisiones	2160	
TOTAL	2410	
Resultado Disponibilidades	629	-1030

Fuente: Elaboración propia en base a MEF

Como se observa en el cuadro 3.1, los gastos y el servicio de la deuda previstos para 2011 determinan que el gobierno tenga sus obligaciones cubiertas para este año con los desembolsos de organismos internacionales y emisiones realizadas o pautadas para lo que resta del año. Sin embargo, según los datos conocidos para 2012, se estima que el gobierno deberá buscar financiamiento para cubrir gastos por 1.030 millones de dólares. Estimaciones realizadas por el MEF en la Ley de Presupuesto 2010 indicaban que se solicitarían préstamos por 231 millones de dólares y se emitirían títulos por más de 1.000 millones.

En cuanto a las emisiones previstas se buscará que sean, en lo posible, en moneda nacional cumpliendo con el objetivo de desdolarización de la deuda, y en el mercado local buscando dinamizar y profundizar el mercado de capitales.

Más recientemente con el propósito de disminuir el costo de la deuda, en los primeros meses de este

año se emitió una nueva serie de bonos Samurai denominados en yenes, con vencimiento 2030 y un cupón fijo de 1,64% semestral. Esta emisión buscó diversificar mercados y bajar el costo de la deuda, a través de la emisión de títulos con interés bajo. En línea con esto, la emisión de bonos uruguayo fue pactada a menor interés que la de otros países de América Latina con mejor calificación de deuda que también han emitido en Japón.

Por otro lado, el reciente aumento de la calificación de la deuda uruguayo por parte de Standard & Poor's, que al igual que Fitch y Moody's han situado la deuda uruguayo tan solo a un escalón del *investment grade* y la posibilidad de obtener el grado inversor en el mediano plazo podrían incentivar la llegada de capitales y facilitar la emisión de nuevos títulos en el exterior o la obtención de nuevos préstamos por parte de organismos internacionales. Esto sin dudas constituye una fortaleza para el país de cara a las posibles turbulencias internacionales sobre el devenir de algunos países europeos y la recuperación de Estados Unidos.

En suma en los últimos años el país ha tenido un manejo responsable de la deuda, mejorando la composición por monedas, los plazos y la tasa de interés pagada, dada la buena reputación que se ha ganado en el mercado internacional luego de la salida de la crisis del 2002. De todas formas, las perspectivas sobre las finanzas internacionales son preocupantes lo que eleva la atención sobre el manejo de la deuda y el financiamiento del gasto para los próximos años. Si bien las obligaciones futuras estarían cubiertas por las previsiones de las autoridades en cuanto a préstamos y emisiones de deuda, se debe estar atento a posibles shocks externos que pudieran afectar negativamente el flujo de capitales hacia los países emergentes, y en especial Uruguay.

De todas formas, el posicionamiento del Uruguay tan solo a un peldaño del grado inversor, junto a la buena aceptación de la última emisión de deuda en Japón representan signos positivos en cuanto a las perspectivas de obtener financiamiento a nivel nacional e internacional.