



UNIVERSIDAD  
DE LA REPÚBLICA  
URUGUAY



Facultad de Ciencias Económicas y de Administración

POSGRADO DE ESPECIALIZACIÓN EN  
FINANZAS

# POLÍTICAS FISCALES Y MONETARIAS APLICADAS EN URUGUAY EN EL CONTEXTO DE PANDEMIA

## Autores:

Cra. Mariángel Alpuín  
Cr. Gastón Aguilar  
Cra. Ana Clara Cardozo  
Ec. Maximiliano Pardie

## Tutor:

Ec. Sergio Mario Davrieux



Facultad de Ciencias Económicas y de Administración  
Universidad de la República

Montevideo, Octubre 2021

## ÍNDICE

<b>Capítulo 1: Introducción</b> .....	3
<b>1.1 Objetivos del trabajo</b> .....	3
<b>1.2 Contexto Global</b> .....	3
<b>1.2.1 COVID-19: Origen y transmisión</b> .....	3
<b>1.2.2 Situación económica mundial prepandemia</b> .....	4
<b>1.2.3 Principales medidas aplicadas para contener el virus y sus consecuencias</b> .....	4
<b>1.2.4 Algunas políticas fiscales y monetarias implementadas en el mundo</b> .....	5
<b>1.2.5 Situación actual y proyecciones de la economía mundial</b> .....	7
<b>Capítulo 2: Introducción al modelo DD-AA</b> .....	9
<b>2.1 La demanda agregada</b> .....	9
<b>2.2 El producto nacional</b> .....	9
<b>2.3 La curva DD y los factores de desplazamiento</b> .....	10
<b>2.4 La curva AA y los factores de desplazamiento</b> .....	10
<b>2.5 El equilibrio de la economía abierta a corto plazo - combinación de las funciones DD y AA</b> .....	12
<b>2.6 Políticas fiscales y políticas monetarias transitorias</b> .....	12
<b>2.7 Políticas para mantener el pleno empleo</b> .....	15
<b>Capítulo 3: Análisis del modelo DD-AA considerando las políticas monetarias y fiscales aplicadas en Uruguay durante la pandemia</b> .....	16
<b>3.1 Políticas monetarias aplicadas</b> .....	16
<b>3.2 Sostenibilidad de la deuda pública y políticas fiscales aplicadas</b> .....	19
<b>3.2.1 - Sostenibilidad de la deuda</b> .....	19
<b>3.2.2 - Políticas fiscales aplicadas</b> .....	24
<b>3.3 ¿Qué ocurrió realmente en Uruguay?</b> .....	28
<b>4- Conclusiones:</b> .....	33
<b>Bibliografía</b> .....	35
<b>Anexo</b> .....	37

## **Capítulo 1: Introducción**

### **1.1 Objetivos del trabajo**

En el presente trabajo analizaremos las políticas fiscales y monetarias ejecutadas por el gobierno de Uruguay y las consecuencias derivadas de su aplicación en el contexto actual de pandemia originada a causa del COVID-19. Haremos énfasis en el análisis de las variaciones producidas en algunos indicadores económicos tales como Producto Interno Bruto, tipo de cambio, tasa de interés, ratios Deuda - Producto y Deuda Neta, entre otros.

Además, comprobaremos si las nuevas políticas adoptadas para minimizar los efectos negativos de la pandemia coinciden con lo predicho por el modelo de oferta y demanda agregada (DD-AA) explicitado en “Economía Internacional, teoría y política”, 10ma edición (Krugman, Obstfeld y Melitz), enfatizando en el shock de demanda generado por la pandemia dado que el shock de oferta que se genera inicialmente a causa de las restricciones implementadas por los gobiernos, no es contemplado por el modelo. Se considerará que las políticas fiscales y monetarias aplicadas son de carácter transitorio ya que se espera que se reviertan en el futuro próximo.

### **1.2 Contexto Global**

#### **1.2.1 COVID-19: Origen y transmisión**

COVID-19 es la enfermedad causada por el nuevo coronavirus conocido como SARS-CoV-2, los primeros casos identificados fueron en Wuhan (China) en diciembre de 2019.

El virus se propaga de una persona a otra de varias formas: a través de pequeñas partículas líquidas expulsadas por la boca o la nariz de una persona infectada al toser, estornudar, hablar, cantar o respirar. Dichas partículas tienen diferentes tamaños, desde las más grandes, llamadas “gotículas respiratorias”, hasta las más pequeñas llamadas “aerosoles”. Principalmente se transmite entre personas que están en estrecho contacto (por lo general a menos de un metro) al inhalar aerosoles o gotículas que contienen virus o que entran en contacto directo con los ojos, la nariz o la boca. El virus también puede propagarse en espacios interiores mal ventilados y/o

concurridos donde se suelen pasar largos periodos de tiempo. También es posible infectarse al tocar superficies contaminadas y posteriormente tocarse los ojos, la nariz o la boca sin haberse lavado las manos.<sup>1</sup>

### **1.2.2 Situación económica mundial prepandemia**

En los años previos a la aparición de la pandemia, el mundo se encontraba en un contexto de muy leve crecimiento en sus economías, rodeado de incertidumbre política, generando inestabilidad en varias regiones del planeta, como es el caso de América Latina o Europa, además de la tensión en las relaciones comerciales entre las dos potencias económicas: Estados Unidos y China.

Particularmente América Latina atravesaba su menor crecimiento económico desde la década de 1950, sumado a que los ingresos públicos se fueron reduciendo entre otras razones por el enlentecimiento del crecimiento económico, la evasión fiscal y la caída de los precios internacionales de las materias primas<sup>2</sup>. Esta situación se agudiza por los efectos de la pandemia a consecuencia de la baja del comercio, el turismo y los ingresos.

### **1.2.3 Principales medidas aplicadas para contener el virus y sus consecuencias**

Con el fin de evitar la propagación del virus, algunos países han optado por la aplicación de medidas de restricción en la movilidad para disminuir el contacto físico entre personas. Algunas disposiciones fueron: suspensión de clases presenciales, promoción del teletrabajo, suspensión de espectáculos públicos, fiestas y eventos, cierre de shoppings, clubes y gimnasios, suspensión de vuelos nacionales e internacionales, cierre de fronteras, entre otras<sup>3</sup>. Cabe destacar que cada gobierno optó por las medidas que consideró pertinentes, por lo que el grado de limitación en la movilidad no fue el mismo para todos los países.

Estas limitaciones equivalen a un cierre total o parcial, y organizado de la economía, generando fuertes impactos, que por sus características se tratan de shocks

---

<sup>1</sup> Véase: <https://www.who.int/es/news-room/q-a-detail/coronavirus-disease-covid-19-how-is-it-transmitted>.

<sup>2</sup> Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2020). Informe Especial COVID N°2 -" Dimensionar los efectos del COVID-19 para pensar en la reactivación". Obtenido de CEPAL: [www.cepal.org](http://www.cepal.org)

<sup>3</sup> Véase: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-52248497>

simultáneos de oferta y demanda, ocasionando que las economías mundiales experimenten una aguda disminución del producto, incrementos importantes en las tasas de desocupación, pérdidas de masa salarial y, por ende, incrementos en los niveles de pobreza y graves regresiones distributivas en términos de ingresos. En este sentido, la pandemia no ha hecho más que profundizar las brechas recesivas que afectaban a la economía mundial.

#### 1.2.4 Algunas políticas fiscales y monetarias implementadas en el mundo

Ante esta situación, las autoridades de distintos países coincidieron en la necesidad de aplicar políticas monetarias y fiscales para mitigar el impacto económico, pudiendo estas en caso de no ser correctamente utilizadas, exacerbar las desigualdades preexistentes<sup>4</sup>.

En América Latina y el Caribe, la inflación se encontraba en valores históricamente bajos (salvo casos excepcionales), lo que permitió la adopción de políticas monetarias expansivas, es decir que los bancos centrales pudieron realizar acciones para aumentar la oferta monetaria del país, incrementando el dinero en circulación y por lo tanto la demanda agregada. *Ver en anexo - gráfico 1: "Variación anual del IPC en América Latina y el Caribe"*. Si bien Uruguay también se encuentra con valores históricamente bajos, en comparación con el resto de los países latinoamericanos y del mundo su inflación es mayor, acotando parcialmente su margen de acción.

Las políticas monetarias de estímulo a la economía aplicadas han sido, entre otras:

**Modificación de las tasas de interés:** *"Los escenarios de tasas de interés cercanos a cero, en muchos casos alcanzando valores negativos, ya se habían dado en diferentes momentos de la historia, una de las grandes diferencias que vimos hoy en día con el gran confinamiento del Covid-19, es que el problema no es sólo local o de una región en particular, sino global."* (Jaime Alberto Ospina Mejía, Escuela de Economía y Finanzas - Universidad de EAFIT, Colombia, 03/06/2020)<sup>5</sup>. Es importante aclarar que estas situaciones de tasas negativas o muy cercanas a cero se están

---

<sup>4</sup> De Rosa M, Lanzilotta B, Perazzo I, Vigorito A. (2020). Las políticas económicas y sociales frente a la expansión de la pandemia de COVID-19: Aportes para el debate. Obtenido de COLIBRI: <https://www.colibri.udelar.edu.uy/>

<sup>5</sup> Véase: <https://www.eafit.edu.co/escuelas/economiafinanzas/noticias-eventos/Paginas/escenario-de-tasas-de-interes-negativas-trampa-de-liquidez-mito-o-realidad.aspx>

dando solo en economías desarrolladas y por lo tanto no sucede en Uruguay. Esto da lugar a lo que se conoce como “ Trampa de liquidez”, que tiene su origen cuando la política monetaria expansiva pierde su capacidad para estimular la demanda agregada debido a que la tasa de interés nominal (R) disminuye hasta cero o cercano a cero, por lo que el Banco Central no puede reducirla más aumentando la oferta monetaria, es decir, la moneda nacional no se puede depreciar más.<sup>6</sup> Esto significa que los Estados pierden la posibilidad de utilizar la tasa de interés como herramienta de política monetaria. Uruguay presenta tasas de interés reales negativas, es decir una tasa de interés de política monetaria menor a la inflación, a pesar de ello continúa teniendo la posibilidad de seguir generando disminuciones en la misma, con el objetivo de incentivar que las empresas inviertan y las familias consuman y tomen deuda.

**Apoyo a entidades financieras en caso de posibles riesgos de liquidez** mediante la reducción de la tasa de política monetaria, flexibilización y suspensión temporal del cumplimiento de los requisitos de descalce de plazos y la reducción de la tasa de encaje legal<sup>7</sup>.

**Asistencia a deudores** autorizando prórrogas en los vencimientos de los créditos, aumentando las garantías otorgadas por el Estado destinadas a los préstamos y reestructurando los créditos vigentes.

**Estabilización del mercado cambiario** haciendo uso de las reservas internacionales, forwards y swaps.

**Fuertes inyecciones monetarias** a través de la compra de activos financieros por parte de los bancos centrales por ejemplo el Banco Central Europeo lanzó el programa de compra de emergencia pandémica que consiste en la compra temporal de activos de valores del sector público y privado por U\$S 600.000 millones de euros<sup>8</sup>.

Los gobiernos son los responsables en la aplicación de las políticas fiscales, en este sentido y para contrarrestar las consecuencias del Covid, se aplicaron políticas expansivas incrementando el gasto del gobierno y disminuyendo la recaudación fiscal.

---

<sup>6</sup> Véase: [http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0301-70362017000300165](http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0301-70362017000300165)

<sup>7</sup> Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2020). Informe Especial COVID N°5 -" Enfrentar los efectos cada vez mayores del COVID-19 para una reactivación con igualdad: nuevas proyecciones". Obtenido de CEPAL: [www.cepal.org](http://www.cepal.org)

<sup>8</sup> Véase: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.es.html>

Algunas de las políticas consistieron en el **apoyo a la capacidad productiva** mediante la postergación de vencimientos o exoneración de impuestos y contribuciones sociales, además se **reforzó el sistema sanitario** mediante la contratación de personal adicional, la compra de insumos médicos y la ampliación de la infraestructura sanitaria. Conjuntamente se brindó **asistencia a los hogares** mediante subsidios por desempleo, bonos extraordinarios y canastas de alimentos.

El aumento del gasto público se financió a través de emisión monetaria y de aumento de la deuda pública, generando de esta forma incrementos en los déficits fiscales. El Fondo Monetario Internacional estimó que a nivel mundial ha prestado USD 117.000 millones para mitigar los efectos de la pandemia. El incremento del gasto público internacional y la fuerte caída en la recaudación de los gobiernos han generado que la deuda pública mundial alcance su máximo histórico y a fines de 2021 se situará en el 99% del Producto Interno Bruto Mundial anual; en otras palabras, la deuda pública global se igualará al tamaño de la economía mundial<sup>9</sup>.

### **1.2.5 Situación actual y proyecciones de la economía mundial**

Las medidas de estímulos fiscales y monetarios tomadas por los gobiernos a nivel mundial contribuyeron a estabilizar expectativas, lo que dio un impulso a los mercados luego de la fuerte caída de marzo-abril del 2020, momento de mayor impacto del COVID-19. Dicha estabilización sumada a un contexto de tasas de interés que se redujeron a mínimos históricos generó un mayor apetito por el riesgo de parte de los inversores, facilitando a las economías emergentes el acceso a mejores condiciones financieras en tiempos de alta volatilidad.

Actualmente se prevé una recuperación de la economía mundial a consecuencia de la invención y aplicación de las vacunas que disminuyen la gravedad y cantidad de contagios, la adaptación de la sociedad a vivir en pandemia y las políticas aplicadas por los gobiernos mencionadas anteriormente. Según el FMI, el crecimiento económico está proyectado en 6,0% para 2021 y 4,9% para 2022<sup>10</sup>, que sigue a una contracción de -3,3% en 2020. Se espera además que la inflación en la mayor parte

---

<sup>9</sup> Véase: <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=16068>

<sup>10</sup> Fondo Monetario Internacional (FMI). (2021). Perspectivas de la economía mundial. Manejar recuperaciones divergentes.

de los países reanude a los niveles que se registraban previo a la pandemia. *Ver en anexo - Tabla 2: "Últimas proyecciones de crecimiento de la economía mundial medido como variación de porcentaje anual del PBI real".*

Es probable que esa disparidad en las trayectorias de recuperación profundice las divergencias en los niveles de vida de los distintos países dada que la situación es menos favorable en las economías donde la distribución de las vacunas es más lenta, la política económica es limitada y la dependencia del turismo es mayor.



## **Capítulo 2: Introducción al modelo DD-AA**

El modelo analiza el comportamiento a corto plazo de todas las variables macroeconómicas importantes que actúan en una economía abierta, considerando el mercado de productos (DD) y el mercado de activos (AA), suponiendo que los precios son rígidos, el tipo de cambio es flotante y en donde el producto de pleno empleo considera una tasa de desempleo friccional<sup>11</sup>.

### **2.1 La demanda agregada**

La demanda agregada (D) refleja la cantidad de bienes y servicios demandados por las familias y las empresas de todo el mundo. Está compuesta por la sumatoria de las demandas individuales de consumo (C), inversión (I), gasto público (G), y balanza por cuenta corriente (CC):

$$D = C + I + G + CC$$

Inicialmente supondremos que el gasto público y la inversión son exógenos, mientras que el consumo depende positivamente de la renta disponible ( $Y_d$ ), definida esta como la renta nacional menos los impuestos ( $Y - T$ ). Por otro lado, la balanza por cuenta corriente se define como la demanda de exportaciones de un país menos su demanda de importaciones, determinada en función de dos factores principales: el tipo de cambio real y la renta nacional disponible.

En base a lo comentado anteriormente, podemos definir la demanda agregada de la siguiente forma:

$$D = C(Y-T) + I + G + CC(EP^*/P, Y-T)$$

### **2.2 El producto nacional**

En el corto plazo el mercado de productos (DD) encuentra su equilibrio cuando la producción real (Y) es igual a la demanda agregada (D) de producción nacional:

$$Y = D(EP^*/P, Y-T, I, G)$$

---

<sup>11</sup> Para desarrollar el marco teórico se utilizó el libro "Economía Internacional, teoría y política", 10ma edición de Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld y Marc J. Melitz. Capítulo 17: "La producción nacional y el tipo de cambio a corto plazo"

Es importante destacar que en el corto plazo las economías tienden a alcanzar el equilibrio, por lo que en caso de desequilibrio los valores de producción y demanda agregada se ajustarán hasta alcanzar la igualdad.

### 2.3 La curva DD y los factores de desplazamiento

Se define la función DD como el conjunto de combinaciones entre el nivel de producción y el tipo de cambio cuando el mercado de productos se encuentra en equilibrio. *Ver en anexo - gráfico 3: "Deducción de la función DD".*

La curva DD sufre variaciones cuando alguno de los siguientes factores se modifica: el nivel de gasto público, los impuestos, la inversión, el nivel de precios interno y externo, las variaciones del comportamiento del consumo interno y las variaciones de la demanda externa del nivel de producción interno.

Comentaremos los efectos sobre la curva DD frente a un incremento del gasto público, con el supuesto de que los demás permanecen constantes.

Un incremento del gasto público aumenta implícitamente la demanda agregada ya que según la definición vista en el apartado "**2.1 - La demanda agregada**" ambos presentan una relación positiva, lo que provoca un desplazamiento hacia arriba de la función de demanda agregada, el nuevo punto de equilibrio se obtiene con un nivel de producción mayor. Dado que todo lo demás permanece constante y el nivel de producción se incrementa, la curva DD se desplaza hacia la derecha. Análogamente, una disminución del gasto público traslada la función DD hacia la izquierda. *Ver en anexo - gráfico 4: "El gasto público y la función DD".*

Siguiendo el mismo razonamiento la curva DD también se desplaza hacia la derecha cuando ocurren las siguientes variaciones: Incremento de la inversión, disminución de los impuestos, disminución de los precios, aumento de los precios del exterior, aumento del consumo y aumento del saldo en cuenta corriente.

### 2.4 La curva AA y los factores de desplazamiento

Se define la función AA como el conjunto de combinaciones en los tipos de cambio y los niveles de producción que mantienen el mercado monetario y el mercado de divisas en equilibrio. *Ver en anexo - Gráfico 5: "La función AA".*

El equilibrio en el mercado de divisas se presenta cuando se cumple la condición de paridad de intereses, es decir, cuando las tasas de rentabilidad esperadas de los depósitos en moneda nacional y moneda extranjera son iguales.

$$R=R^* + (E^e - E) / E$$

Para que el mercado monetario se encuentre en equilibrio se debe cumplir con la siguiente igualdad:

$$M_s/P = L (R, Y)$$

Para mantener el equilibrio en el mercado de activos (monetario y de divisas) frente a un incremento del nivel de producción, si todo lo demás permanece constante, la moneda nacional se debe apreciar. *Ver en anexo - Gráfico 6: "El nivel de producción y el tipo de cambio en el equilibrio de los mercados de activos"*

Algunos de los factores que provocan un desplazamiento en la curva AA son los siguientes:

Variación en la oferta monetaria o en los precios: Para un nivel de producción dado, si todo lo demás permanece constante un incremento en la cantidad de dinero o una disminución de los precios trae como consecuencia una depreciación de la moneda nacional en el mercado de divisas por lo que el tipo de cambio aumenta, este incremento en la oferta monetaria provoca un desplazamiento de la curva AA hacia arriba. Análogamente, una reducción de la oferta monetaria o un aumento de los precios provoca que la función AA se desplace hacia abajo.

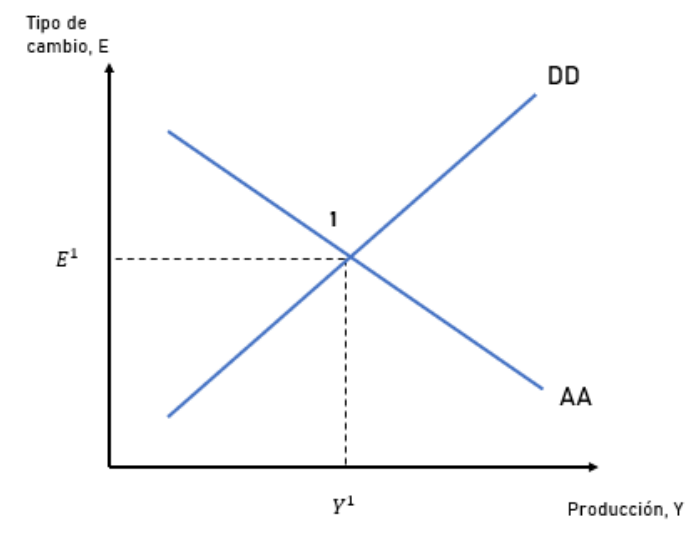
Variación de tipo de cambio esperado o de la rentabilidad esperada de los depósitos en moneda extranjera: Permaneciendo todo lo demás constante, un incremento del tipo de cambio esperado o un incremento en la rentabilidad esperada de los depósitos en moneda extranjera provoca una depreciación en la moneda nacional, por lo que la función AA se desplaza hacia arriba. El aumento en el tipo de cambio esperado hace aumentar la rentabilidad esperada en dólares, esto provoca un incremento en la demanda de títulos en dicha moneda con lo cual para el mismo nivel de ingreso el tipo de cambio de equilibrio es mayor.

Variación de la demanda de dinero en términos reales: Una disminución de la demanda de dinero implica que la función de demanda de dinero en términos reales se desplace hacia arriba y a la izquierda para cualquier nivel de producción dado y por tanto, hace bajar la tasa de interés doméstica y el tipo de cambio aumentará por lo que la función AA se desplaza hacia arriba.

## 2.5 El equilibrio de la economía abierta a corto plazo - combinación de las funciones DD y AA

Como se comentó anteriormente, la función DD determina el equilibrio en el mercado de productos, mientras que la función AA en el mercado de activos. El equilibrio de una economía a corto plazo (precios fijos) se obtiene en la intersección de ambas funciones, es decir, se debe producir simultáneamente el equilibrio en ambos mercados, considerando que la rentabilidad esperada de los depósitos en moneda extranjera ( $R^*$ ) y el tipo de cambio esperado ( $E^e$ ) están dados.

Gráfico 7 "El equilibrio a corto plazo: la intersección de DD y AA"



## 2.6 Políticas fiscales y políticas monetarias transitorias

Las políticas macroeconómicas gubernamentales se utilizan para contrarrestar los efectos económicos que generan variaciones sobre la producción, el empleo y la inflación; las mismas se clasifican en:

- Políticas monetarias: se ejecutan mediante variaciones en la oferta monetaria. Solamente se considerará esta política como un aumento o disminución de una

sola vez en la cantidad de dinero. Es ejercida normalmente por los bancos centrales de cada uno de los países para independizar su acción de las necesidades políticas del gobierno.

- Políticas fiscales: se ejerce mediante variaciones en el gasto público o en los impuestos. Tienen dos principales problemas o limitantes, en primer lugar, un posible impacto negativo sobre el presupuesto del Estado generando en muchos casos déficits fiscales y en segundo lugar, estas políticas normalmente se llevan a cabo mediante discusiones parlamentarias que enlentecen su aplicación.

En el presente trabajo analizaremos las políticas gubernamentales con efecto transitorio ya que se espera que se reviertan en el futuro próximo, con este supuesto no se afectará el tipo de cambio esperado de largo plazo ( $E^e$ ). Además, consideraremos que la rentabilidad esperada de los depósitos en moneda extranjera ( $R^*$ ) y los precios del exterior ( $P^*$ ) no se verán afectados por la ejecución de dichas políticas.

Analizaremos el impacto de la aplicación de una política monetaria expansiva en el equilibrio de corto plazo; un incremento temporal de la oferta monetaria desplaza la curva AA pero no la DD. Al incrementar la cantidad real de dinero en la economía, la curva de oferta monetaria en el mercado de dinero se desplaza hacia abajo, dado un nivel de precios constantes la tasa de interés doméstica ( $R$ ) disminuye. Como la política que estamos analizando es transitoria, es decir no afecta el tipo de cambio esperado, la forma de preservar la paridad de tasa de interés ante la disminución de  $R$  es a través de un aumento en el tipo de cambio  $E$  generando una depreciación de la moneda nacional, la curva AA se desplaza hacia arriba. *Ver en anexo - Gráfico 8 "Efectos de un incremento transitorio de la oferta monetaria"*

Esta depreciación de la moneda nacional provoca que los productos internos resulten más baratos que los extranjeros, en consecuencia, la demanda agregada se incrementa provocando un aumento del producto ( $Y$ ). Entonces, el nuevo punto de equilibrio de una economía abierta en el corto plazo luego de aplicada la política monetaria transitoria resulta en un mayor nivel de producción y un tipo de cambio más elevado. A modo de resumen comentaremos brevemente los cambios sufridos por cada una de las variables:

- Incremento en la oferta monetaria (Ms).
- Disminución de la tasa de interés doméstica (R).
- Incremento en el tipo de cambio (E).
- Aumento en tipo de cambio real (q), por tanto, incremento en SCC.
- Aumenta la demanda agregada (DA).
- Aumentar el producto (Y).

A continuación, observaremos los cambios producidos en las variables macroeconómicas como consecuencia de la aplicación de una política fiscal transitoria expansiva mediante el incremento del gasto público y/o la disminución de impuestos. Dichas políticas solamente desplazan la curva DD hacia la derecha sin afectar la AA.

El aumento del gasto público o disminución de impuestos generan un incremento en la producción y una apreciación de la moneda nacional. Estos resultados son consecuencia de un incremento en la demanda agregada según lo visto en el apartado “**2.1 - Demanda agregada**”, provocando un incremento en la producción para mantener el equilibrio de corto plazo. A su vez, se genera un aumento en la demanda de tenencias reales de dinero por motivo de transacción desplazando la curva de demanda de dinero en el mercado monetario hacia la derecha. Este incremento presiona el tipo de interés doméstico (R) al alza, la moneda nacional se tiene que apreciar para generar expectativas de una depreciación futura que compense exactamente la diferencia entre los tipos de interés internos y externos que existe a favor de los depósitos en moneda nacional. *Ver en anexo - Gráfico 9: “Traslados de la curva DD”*

A modo de resumen comentaremos brevemente los cambios sufridos por cada una de las variables:

- Incremento del gasto público / Disminución de impuestos
- Incremento de la demanda agregada DA
- Incremento del producto (Y)
- Incremento del consumo (C)
- Aumenta la tasa de interés doméstica (R)
- Disminución del tipo de cambio (E) / Apreciación de la moneda

## **2.7 Políticas para mantener el pleno empleo**

Las economías sufren shocks positivos y negativos que afectan a los niveles de producción y generan perturbaciones sobre las variables económicas, modificando los niveles de equilibrio. Frente a estas situaciones, los gobiernos tienen la posibilidad de utilizar algunas de las políticas monetarias y/o fiscales comentadas en el apartado anterior a modo de compensar los desajustes ocurridos y alcanzar nuevamente el pleno empleo (equilibrio de corto plazo)

### **Capítulo 3: Análisis del modelo DD-AA considerando las políticas monetarias y fiscales aplicadas en Uruguay durante la pandemia**

Como se comentó en el primer apartado, la pandemia ha generado cambios en la realidad social y económica de todos los países del mundo y en las relaciones comerciales entre ellos, con impactos diferentes entre países y dentro de cada uno. Uruguay no ha sido ajeno a las consecuencias derivadas de la pandemia, a partir de las cuales el gobierno aplicó diversas políticas con el objetivo de contrarrestar los shocks negativos, que se comentarán en este capítulo.

En los últimos años Uruguay se encontraba en una situación de actividad económica de escaso crecimiento acumulando problemas en el mercado de trabajo, tanto en el nivel de empleo como en los ingresos reales. Asimismo, el 1° de marzo de 2020 asume una nueva administración en el gobierno nacional, que tuvo que enfrentar las consecuencias de la posterior pandemia bajo un escenario que ya encontraba complicaciones sistémicas.

#### **3.1 Políticas monetarias aplicadas**

Más allá de los efectos inmediatos para reducir los contagios que ya se mencionaron anteriormente, como el distanciamiento físico o el trabajo y educación a distancia, la economía ha sentido enormes impactos en los mercados de activos y de bienes. Previo a que se decretara la emergencia sanitaria en nuestro país, estaban aconteciendo fenómenos globales con incidencia directa en Uruguay, como por ejemplo el riesgo en los mercados financieros, que generó que los inversores en todo el mundo se refugiaron en activos con menor riesgo relativo, como por ejemplo los Treasuries, provocando así una valorización del dólar respecto a otras monedas, problemas inflacionarios en algunas economías emergentes y disminución en la rentabilidad de estos bonos. En este contexto, Uruguay debió avanzar en diferentes sets de estímulos contra cíclicos a modo de mitigar los efectos negativos del shock de oferta y de demanda que sufrieron las economías, donde se observan evidencias de políticas expansivas muy claras, que se detallan a continuación.

En términos de acciones de política monetaria, el Poder Ejecutivo tomó medidas con el objetivo de apoyar al sistema en su conjunto, y así prevenir posibles desequilibrios en la economía difíciles de revertir una vez sucedidos. Dentro de las principales



medidas podemos encontrar: una nueva **normativa de encajes**<sup>12</sup>; **prórroga de los vencimientos en el repago de créditos**<sup>13</sup>. Al mismo tiempo, se extendieron los **sistemas de garantías de crédito con condiciones muy preferenciales** bajo la órbita del Fondo SiGa<sup>14</sup>, generando de este modo mayor facilidad para la toma de crédito por parte de empresas. El objetivo último de todas estas medidas en el mercado de dinero es mantener la cadena de pagos activa, buscando generar liquidez en el conjunto de la economía.

En el caso de la nueva política de encajes, el BCU disminuyó el porcentaje de encaje mínimo obligatorio, incentivando que los bancos colocaran mayores volúmenes de préstamos. El MEF estimó que esta medida podría haber generado el desembolso de más de 14.000 millones de pesos<sup>15</sup>. Dicho esto, podemos observar esta medida como una clara política expansiva, aumentando la cantidad de dinero bajo la creación secundaria por parte de los bancos comerciales.

Otra política monetaria utilizada fue la creación de un fondo de garantía para préstamos a tasas preferenciales para sectores de actividad afectados por la pandemia. Este fondo de garantía, llamado SiGa, permite a las empresas acceder a un préstamo de manera rápida, ágil y económica, para pagar por hasta tres años, con el respaldo a empresas que no cuenten con las garantías necesarias para poder realizarlo en condiciones normales. Las empresas solicitantes deben tener capacidad de pago y estar debidamente formalizadas, además de ser considerada MiPyme, y la financiación tiene que tener como destino final financiar capital de trabajo o inversión, por un monto máximo de 600.000 UI. Estos créditos se obtienen por medio de las instituciones financieras adheridas al programa, y puede obtenerse tanto en pesos uruguayos como en dólares. A mediados de 2021 se estima que las empresas han utilizado líneas de crédito por más de 43 millones de dólares, y más de 60.000 pequeñas y medianas empresas han utilizado esta herramienta.

Tanto la baja de encajes como la facilidad en el otorgamiento de créditos buscan los mismos objetivos, aumentar la actividad vía el aumento de la cantidad de dinero. Tal y como se analizó en el marco teórico, el modelo concluye que un aumento en la

---

<sup>12</sup> Las tasas de encajes obligatorias disminuyeron entre el 3% y 7% de acuerdo con los plazos.

Véase: <https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/Encajes-Resolucion.aspx>

<sup>13</sup> Véase: <https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/BCU-Abril-2020/Paginas/Default.aspx>

<sup>14</sup> Véase: <https://www.brou.com.uy/agro/servicios/siga>

<sup>15</sup> Véase: <https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/Encajes-Resolucion.aspx>

cantidad de dinero provoca en términos gráficos un desplazamiento de la curva AA hacia arriba y hacia la derecha, dejando el nivel de precios constante y disminuyendo la tasa de interés. Al tratarse de una política tomada como transitoria, se concluye que el tipo de cambio nominal debe aumentar. Al aumentar el tipo de cambio, lo esperable es una mejora en la competitividad que active la demanda y la producción, provocando mejoras en la actividad en su conjunto.

En los gráficos 10, 11 y 12 se puede observar cómo durante 2020 y en menor medida durante 2021, se ha producido un aumento de la cantidad de dinero y en el tipo de cambio nominal, además de una disminución en la tasa de interés. En cuanto a los impactos ocurridos en la demanda y en la actividad serán comentados posteriormente ya que se deben analizar en conjunto con el mercado de bienes. *Ver en anexo - Gráfico 10: "Tasa de interés pasiva<30 días" / Gráfico 11: "Tipo de cambio nominal UYU/USD" / Gráfico 12: "Base monetaria - MM UYU".*

Otra de las medidas utilizadas fue el aplazamiento de los vencimientos de créditos, tanto para empresas como para las familias.<sup>16</sup> Esta decisión no presenta a priori cambios significativos sobre las variables relevantes del modelo, pero provoca un mayor nivel de liquidez para los agentes de la economía, con el objetivo de mantener activa la cadena de pagos.

En conjunto con el nuevo gobierno las nuevas autoridades del BCU mantuvieron hasta comienzos del segundo semestre de 2020 un objetivo de cantidad de dinero en la economía, es decir, el control de M1; para luego, pasar a usar como herramienta la tasa de interés, conocida como tasa de política monetaria (TPM) al igual que la mayoría de los bancos centrales del mundo en la actualidad. Este cambio se concretó el 27 de agosto de 2020 por parte del comité de Coordinación Macroeconómica y entró en vigencia el 4 de septiembre siguiente; el COPOM fijó la Tasa de Política Monetaria como tasa de referencia para colocaciones en plazos de un día en 4,5% anual.<sup>17</sup> Previamente al cambio de herramienta, nuestro país ya mostraba una tendencia decreciente de la tasa de interés, derivada de acciones de política monetaria expansiva, y el cambio de herramienta por parte del BCU ratifica esta tendencia. En términos del modelo utilizado en este trabajo, una disminución en la tasa de interés

---

<sup>16</sup> Véase: <https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/BCU-Abril-2020/Paginas/Informacion-Deudores.aspx>

<sup>17</sup> Véase: [https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/COPOM\\_Comunicado\\_Extraordinario\\_20200903.aspx](https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/COPOM_Comunicado_Extraordinario_20200903.aspx)

genera un nuevo equilibrio en el mercado de activos, aumentando así la cantidad de dinero en la economía, con idénticos resultados que, en las políticas monetarias expansivas ya mencionadas, se deprecia la moneda nacional, generando un aumento de la demanda agregada por la mayor competitividad y aumentando finalmente la actividad, bajo el supuesto de precios fijos.

En conclusión, en nuestro país la tasa de interés desde comienzos del 2020 muestra una tendencia decreciente, simultáneamente a esta baja, el tipo de cambio nominal del peso uruguayo respecto al dólar estadounidense demostró una tendencia creciente. Al mismo tiempo, se observa un incremento de la base monetaria del BCU, tal y como concluye el modelo.

## **3.2 Sostenibilidad de la deuda pública y políticas fiscales aplicadas**

### **3.2.1 - Sostenibilidad de la deuda**

A la hora de analizar la política fiscal de un país, es importante tener en cuenta que la interpretación de ciertos datos por sí solos parece ser insuficiente. Sacar conclusiones solo con los datos de su resultado fiscal sería muy limitado. Es por ello que lo más frecuente a la hora de analizar dichas políticas, y lo que haremos en este trabajo, es evaluar la sostenibilidad de la deuda pública. Este tipo de análisis no se enfoca en los datos de un período de tiempo específico, sino que tiene en cuenta la evolución esperada del endeudamiento y la capacidad del gobierno de hacer frente al mismo. Dicho enfoque toma en cuenta el análisis de datos como el resultado fiscal observado, el nivel de deuda pública existente y su composición, así como el costo de la misma, es decir las tasas de interés a las que se coloca la deuda. También se evalúan otros aspectos relacionados a la dinámica de crecimiento de la economía, como la evolución del PBI o la recaudación del gobierno.

En diferentes países y por distintas razones, las deudas públicas que han contraído los gobiernos son muy elevadas, exigiendo un gran esfuerzo para atender la misma. En estas situaciones es cuando se plantea la interrogante de hasta qué punto la deuda pública es sostenible, es decir en qué medida el esfuerzo fiscal necesario para pagarla es viable económica y políticamente.

En el caso de Uruguay la deuda bruta a fin de 2020 alcanzó los 32.879 millones de dólares, un 61,3% del PBI, mientras que los activos financieros se ubicaron en 2.710

millones de dólares, por lo que la deuda neta se ubicó en 30.169 millones de dólares, siendo equivalente al 56,2% del PBI<sup>18</sup>. Dicho monto refleja un aumento de la deuda neta de 11,02% sobre el producto respecto a diciembre 2019, donde gran parte del mismo se explica debido a la deuda contraída (3.113 millones de dólares) y la baja del PBI (-5,9%) en el 2020. Ver en anexo - Tabla 13: “Escenario macroeconómico en Uruguay” / Tabla 14: “Deuda, activos y líneas de crédito con Organismos multilaterales en millones de dólares” / Tabla 15: “Endeudamiento Neto del Gobierno Central durante 2020”.

Para poder indicar si un endeudamiento llega a un nivel muy alto, es importante tener en cuenta el momento y las diferentes características de los países. Los datos marcan que los países más desarrollados suelen soportar mayores niveles de endeudamiento, sin que ello signifique una mayor percepción en cuanto a probabilidades de incumplimiento de la deuda. Por otro lado, puede observarse que, en países con niveles de ingresos medios por habitante y endeudamientos públicos en relación al PBI, menores a los anteriores, las calificaciones crediticias otorgadas son inferiores. Se puede decir entonces, que los países con mayores ingresos por habitante obtienen mejores calificaciones que los de ingresos medios, aunque tengan ratios Deuda/PBI bastante mayores. Estas diferencias de calificaciones crediticias se deben a las condiciones más favorables para contraer deuda en los mercados financieros internacionales para los países desarrollados. Las condiciones menos favorables vienen dadas por la percepción de mayores riesgos de incumplimiento de los países con ingresos medios, que se reflejan en mayores riesgos país, y a su vez en la exigencia de mayores tasas de interés por parte de los inversores.

En los gráficos 16 y 17 puede observarse que, dentro de América Latina, Uruguay tiene de los mayores endeudamientos de la región, pero de los menores riesgos país, dado la mejor percepción en el grado de cumplimiento de sus obligaciones, lo que le permite endeudarse en mejores condiciones aun teniendo mayor ratio Deuda/PBI. Ver en anexo - Gráfico 16: “América Latina - Deuda pública bruta del Gobierno central 2019-2020” / Gráfico 17: “Prima de Riesgo Soberano”

Para que la deuda pública de un país sea considerada sostenible, se entiende que la misma debería tener una trayectoria estable en el tiempo, o en el mejor de los casos descendiente respecto al ratio Deuda/PBI. Dicha sostenibilidad consiste en saber si la

---

<sup>18</sup> Véase: <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/sites/ministerio-economia-finanzas/files/documentos/publicaciones/Exposici%C3%B3n%20de%20motivos.pdf>

capacidad de pago del gobierno está o no comprometida, y para ello pueden observarse datos como el superávit fiscal primario<sup>19</sup> que los gobiernos han podido generar a través del tiempo. En el caso uruguayo, en los últimos años la deuda ha seguido una trayectoria creciente, si se tiene en cuenta como porcentaje del PBI. Ver en anexo - Gráfico 18: “Deuda Bruta y Neta”. En el 2020 a consecuencia de la recesión económica y sus consecuencias en la baja del PBI, la capacidad de pago del país no parecería verse comprometida, y si también se tiene en cuenta que el gobierno de turno piensa utilizar la regla fiscal<sup>20</sup> como herramienta con la finalidad de contribuir a la sostenibilidad de las finanzas públicas, se puede estimar que en principio la deuda uruguaya tendrá una trayectoria estable en el futuro. Ver en anexo - Tabla 19: “Resultado Fiscal Sector Público”

En concordancia con lo comentado anteriormente, observar la capacidad del gobierno de generar superávit fiscal primario, es un dato complementario muy importante para evaluar la sostenibilidad de la deuda. Dicho superávit, junto a la tasa de crecimiento de la economía, son los dos factores que determinarán cuál es el esfuerzo fiscal necesario que el gobierno necesita realizar con el fin de cumplir sus obligaciones. Cuanto mayor sea su endeudamiento previo y la tasa de interés a la cual se endeuda, dicho esfuerzo deberá ser más grande, mientras que resulta menor cuando la tasa de crecimiento de la economía es mayor. Si la tasa de interés real a la cual se endeuda el gobierno resulta igual a la tasa de crecimiento económico lograda, puede observarse que el resultado primario alcanza con ser nulo para cumplir con las obligaciones, mientras que, si dicha tasa es mayor, el gobierno puede permitirse un nivel negativo de resultado fiscal compatible con la sostenibilidad de la deuda. El resultado fiscal primario del Uruguay según las estimaciones del MEF marca que a partir del 2023 el mismo comenzará a ser positivo. Junto a ello también se estima un crecimiento constante en la economía a partir del 2021. A pesar de ello, la tasa de interés promedio en dólares para el 2020, a la cual se tomó deuda fue del 4,8%, lo que en términos reales significa una tasa de 4,35% ajustándolo por la inflación en moneda extranjera (promedio de los últimos 5 años) por lo que para ese tramo de la deuda aún hace falta mejores desempeños en el crecimiento de la economía o el

---

<sup>19</sup> Superávit fiscal: Saldo positivo entre la diferencia de ingresos y egresos públicos, excluido el pago de intereses de la deuda, necesario para mantener estable a largo plazo la proporción actual entre deuda y Producto Interno Bruto (PIB)

<sup>20</sup> Artículos 208 y 209 de la Ley N° 19.889 - IMPO

resultado fiscal de las cuentas públicas. Es importante resaltar que la deuda adquirida al 31 de diciembre de 2020 en dólares representa el 54,5% del total, por lo que su peso es elevado. Por otra parte, la tasa real de endeudamiento en moneda nacional durante el 2020 fue de 0,19%, por lo que ese tramo de la deuda requiere menor esfuerzo para su cumplimiento. Ver en anexo - Gráfico 20: “Trayectoria - PBI y Resultado fiscal primario” / Tabla 21: “Costo de Endeudamiento e Indicadores de Riesgo”

Tabla 22 - Cálculo de tasas de endeudamiento reales

PERIODO	INFLACIÓN	VARIACIÓN DE LA INFLACIÓN	TASA DE ENDEUDAMIENTO \$	TASA REAL EN \$	TASA ENDEUDAMIENTO EN UI	TIPO DE CAMBIO	VARIACIÓN DE TIPO DE CAMBIO	TASA DE ENDEUDAMIENTO U\$S	TASA REAL EN U\$S
dic-15	150,07					29,95			
dic-16	162,23	8,10	13,5	5,40	4,10	29,34	-2,03	5,1	-5,03
dic-17	172,86	6,55	10,9	4,35	4,10	28,81	-1,82	5,2	-3,17
dic-18	186,62	7,96	10,6	2,64	3,80	32,41	12,49	5,2	9,73
dic-19	203,02	8,79	10,6	1,81	3,80	37,31	15,13	5,0	11,34
dic-20	222,13	9,41	9,6	0,19	3,60	42,34	13,49	4,8	8,87
								PROMEDIO	4,35

La actividad económica de un país se ve influenciada no solo por las políticas internas, sino que también por factores externos ya sean regionales o mundiales, sobre los cuales los gobiernos no tienen control. Estos factores externos generan mayores impactos en economías abiertas y pequeñas como la uruguaya, donde pueden influir a gran escala en las condiciones de sostenibilidad de la deuda del país. Esto se debe a que shocks sobre la tasa de crecimiento o el costo al que se adquiere el financiamiento influyen en el ratio Deuda/PBI y su trayectoria en el tiempo. Como se comentó, el shock externo generado por la pandemia afectó notoriamente la tasa de crecimiento de la economía, mientras que el costo real del endeudamiento no ha sido un problema, ya que el contexto mundial con tasas de treasuries muy bajas e inversores menos aversos al riesgo, favorecieron emisiones internacionales de deuda pública a tasas históricamente bajas. Junto a ello el país también logró emitir deuda en moneda local, siendo junto a Chile los únicos países con economías emergentes que lo han hecho en lo que va del 2021<sup>21</sup>, por lo que se encuentra ante un clima totalmente favorable en este punto de análisis.

Siguiendo con el análisis de las variables y puntos a tener en cuenta para desempeñar una política fiscal adecuada, es importante hacer énfasis en los siguientes riesgos financieros a los que la deuda puede estar expuesta, tales como el riesgo sobre la

<sup>21</sup> Véase: <http://deuda.mef.gub.uy/innovaportal/file/30237/2/reporte-de-deuda-soberana-julio-2021.pdf>

tasa de interés a la cual se toma deuda, el refinanciamiento de la misma, el cambiario y de liquidez.

En cuanto a la tasa de interés, el endeudamiento de corto plazo se considera más riesgoso que el de larga duración, ya que al momento de refinanciar el mismo puede haber variaciones en la tasa que aumenten su costo. En cuanto a las tasas variables o fijas, la parte del endeudamiento a tasa variable está expuesta directamente al riesgo de variación de tasas de interés, por lo que puede considerarse que el endeudamiento a tasa fija y largo plazo es el que menos expuesto está a dicho riesgo. Es por ello que en este sentido la deuda uruguaya está bien estructurada, a fines del 2020 el 95,3% de las obligaciones eran de mediano y largo plazo, y el 95,8% del total era de tasa fija, bajando el riesgo. Las tasas de interés promedio del stock de la deuda se encuentran en mínimos históricos y con una tendencia decreciente. *Ver en anexo - Tabla 23: "Estructura de Deuda" / Gráfico 24: "Evolución del Costo de Financiamiento del Gobierno"*

La deuda se encuentra expuesta a la depreciación de la moneda nacional y la volatilidad del tipo de cambio, ya que esto impacta en el costo de las obligaciones denominadas en moneda extranjera. Este factor de vulnerabilidad se denomina riesgo cambiario, y cuando los niveles de endeudamiento en moneda extranjera son altos, un shock sobre el tipo de cambio real puede afectar a gran escala la deuda expresada en moneda local. Como se comentó anteriormente, la deuda uruguaya está estructurada en un 54,5% en moneda extranjera, y 45,5% en moneda nacional, marcando una gran exposición a las variaciones en el tipo de cambio, dado el peso de la deuda en moneda extranjera sobre el total de la misma. Teniendo en cuenta lo anterior, igualmente puede observarse como factor positivo que no hay demasiada concentración en los vencimientos de la deuda denominada en moneda extranjera, ya que los mismos se dispersan a lo largo del tiempo y los vencimientos más grandes son a largo plazo. *Ver en anexo - Gráfico 25: "Perfil de amortizaciones por moneda"*

Se puede observar que la deuda del Estado uruguayo no presenta grandes riesgos de refinanciamiento, en la actualidad ha podido renovar el stock de deuda a costos mínimos históricos y en buenas condiciones, ya sea por emitir a largo plazo o en moneda local. A ello se debe añadir que el perfil de vencimientos de la deuda en su totalidad está totalmente disperso y sin concentraciones específicas de vencimientos en su línea temporal, evitando pagos concentrados que puedan generar dificultad a la hora de su cancelación.

Finalmente, el riesgo de liquidez implica que puedan existir complicaciones para acceder a activos financieros líquidos, lo que provoca incrementos en el costo del endeudamiento. Esto se puede dar en momentos en los que los mercados de capitales registran alzas de las tasas de interés o cuando se tiene restricciones para acceder al financiamiento internacional. No poder obtener liquidez, puede conllevar severos problemas para los gobiernos a la hora de aplicar sus políticas fiscales, pero no es el caso uruguayo dado todas las condiciones favorables expuestas sobre su actualidad.

Un ratio que aporta claridad al análisis es el de Deuda Neta/PBI, se observa un incremento del 7.29% en el 2020 respecto al 2019 y del 8.40% para el 2021 respecto al 2020. Dichos aumentos se explican por la nueva deuda emitida, y en mayor parte por el incremento en el tipo de cambio y el peso de la moneda extranjera en el total de la deuda. Esto refleja lo analizado previamente, donde el riesgo de exposición a la moneda extranjera y la volatilidad del tipo de cambio son los puntos más importantes a tener en cuenta en el contexto actual, ya que en conjunto con el resto de las variables muestran una deuda sostenible en el tiempo pero que se deterioró notoriamente.

Tabla 26- Ratio deuda neta/producto<sup>22</sup>

	II 2019	II 2020	II 2021
PBI anualizado en millones de pesos a precios constantes de 2016 (*)	1,765,602	1,703,212	1,696,475
Deuda Neta en millones de dólares (**)	13,616	13,888	16,671
TC (30/06) (***)	35.182	42.212	43.577
Deuda Neta en millones de pesos a precios constantes de 2016	479,038	586,240	726,472
<b>Deuda Neta/PBI</b>	<b>27.13%</b>	<b>34.42%</b>	<b>42.82%</b>

### 3.2.2 - Políticas fiscales aplicadas

En términos de acción de política fiscal, el Gobierno implementó algunas medidas, comentaremos a continuación aquellas que a nuestro parecer son fundamentales para explicar los cambios acontecidos a nivel económico.

Algunas de las disposiciones adoptadas fueron: ampliación y flexibilización del régimen de Seguro de Desempleo, otorgamiento de subsidios para monotributistas Mides, alquileres y artistas; exoneración de aportes patronales para algunos sectores; en el ámbito turístico se implementó el IVA cero además de otros beneficios que se otorgaron al sector. Adicionalmente, se implementaron un conjunto de medidas para

<sup>22</sup> Véase: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)



mitigar el impacto sobre los ingresos de los hogares y las personas en situación de calle.

En el marco de ampliación y flexibilización del régimen de Seguro de Desempleo, se creó un nuevo régimen más flexible de subsidio por desempleo denominado parcial, que habilita a reducir la jornada laboral o trabajar menos días a la semana, de esta forma, la empresa se hace cargo de parte del salario y la otra parte la abona el seguro. También se permite ingresar al Seguro de Desempleo por períodos menores a un mes.<sup>23</sup>

Se otorgaron subsidios a monotributistas Mides en los meses de abril y mayo del 2020 por un monto de \$6.800 mientras que en el 2021 el monto fue de \$ 7.305 que se otorgó por los meses de mayo, junio y julio a quienes hayan registrado pagos durante 2020 o 2021 y hayan iniciado actividades de Industria y Comercio antes del 28 de febrero de 2020<sup>24</sup>. Respecto a los alquileres se otorgó una subvención por el 50% del valor del alquiler a los usuarios del servicio de garantía de Contaduría General de la Nación que estuvieran en seguro total de desempleo<sup>25</sup>. A su vez, los artistas que no percibieran otro ingreso recibieron partidas monetarias por parte del Estado en los meses de junio y julio 2020 siendo está de \$6.779 mensuales.<sup>26</sup>

La primera exoneración de aportes comprendió el 40% de aportes patronales y personales de trabajadores no dependientes para las empresas de Industria y Comercio, sean unipersonales, socios de sociedades personales, así como titulares de monotributo y monotributo social MIDES en marzo y abril de 2020<sup>27</sup>. En 2021 las PYMES de Industria y Comercio obtuvieron una exoneración del 50% en los aportes jubilatorios patronales por el período comprendido entre el 1 de enero y el 30 de junio<sup>28</sup>. Además, se otorgó la exoneración total de aportes patronales en el mismo

---

<sup>23</sup> Lanzilotta B, Merlo G, Mordecki G. (2020). Coronavirus en Uruguay: medidas económicas a la talla y el aplanamiento coordinado de las curvas. Obtenido de COLIBRI: <https://www.colibri.udelar.edu.uy>.

<sup>24</sup> Véase: <https://www.bps.gub.uy/18017/pago-del-subsidio-a-titulares-de-monotributo-social-mides.html> - <https://www.gub.uy/ministerio-desarrollo-social/comunicacion/comunicados/beneficios-otorgados-monotributistas-sociales-mides>

<sup>25</sup> Véase: <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/comunicacion/noticias/subsidio-hasta-50-alquiler-para-usuarios-seguro-desempleo-total-partir-del>

<sup>26</sup> Véase: <https://www.gub.uy/ministerio-educacion-cultura/sites/ministerio-educacion-cultura/files/documentos/noticias/Guia%20para%20respuestas%20a%20consultas%20sobre%20el%20subsidio%20a%20artistas.pdf>

<sup>27</sup> Véase: <https://www.bps.gub.uy/16911/exoneracion-y-financiacion-para-el-pago-de-aportes-de-marzo-y-abril.html>

<sup>28</sup> Véase: <https://www.bps.gub.uy/17908/exoneracion-de-aportes-jubilatorios-patronales-para-pequenas-y-medianas-empresas.html>

periodo para los sectores más afectados, entre ellos: transporte de escolares, organización y realización de fiestas y eventos, agencias de viajes, taxímetros, empresas de transporte aéreo y fluvial de pasajeros que operan en el país, salas de cine y teatros entre otros.<sup>29</sup>

En diciembre del año 2020, el gobierno implementó el “plan verano seguro” para disminuir el impacto del sector turístico, uno de los más afectados por la pandemia. Durante este periodo, la hotelería gozó de IVA 0%, mientras que a los restaurantes y los alquileres de auto se les descontaron 9 puntos de IVA. A los arrendamientos turísticos se les exoneró el IRPF, además, por cada trabajador contratado en el sector turístico, el gobierno subsidió \$8.000 por mes de aportes al BPS<sup>30</sup>.

Respecto a los beneficios concedidos a los hogares, en abril de 2020 se duplicó por única vez el monto abonado para los beneficiarios de la Tarjeta Uruguay Social y de las Asignaciones Familiares - Plan de Equidad; además a las personas que se encontraban sin empleo y a su vez no recibían otro tipo de prestación por parte del Estado, se les otorgó un cupón en alimentos a través de la aplicación “Tuapp” de Antel. Adicionalmente, se les otorgó a los beneficiarios del Plan de Equidad una canasta mensual de alimentos por dos meses en el mismo periodo.

En invierno de 2020 se habilitaron los siguientes espacios: Rural del Prado, Estadio Centenario, Palacio Peñarol, Parque Central, que se ambientaron para alojar a personas en situación de calle, además se contrató un hotel con capacidad para alojar hasta 70 personas.

Para los trabajadores formales mayores de 65 años se creó un subsidio por enfermedad, ya que se consideran que son “*población de riesgo*”, la vigencia del mismo fue del 20 de diciembre de 2020 hasta el 31 de agosto de 2021. También se implementó este subsidio para las mujeres embarazadas durante el periodo que abarca del 25 de junio de 2021 hasta el 24 de septiembre de 2021<sup>31</sup>.

Conjuntamente con las medidas comentadas en los puntos anteriores, el Estado incurrió en gastos asociados al sistema de salud para contener la pandemia en Uruguay, entre ellos: respiradores, tapa bocas, alcohol, kits de diagnósticos, vacunas,

---

<sup>29</sup> Véase: <https://www.bps.gub.uy/18060/exoneracion-de-aportes-jubilatorios-patronales.html>

<sup>30</sup> Véase: <https://www.bps.gub.uy/17777/incentivos-economicos-para-empresas-del-sector-turistico.html>

<sup>31</sup> Véase: <https://www.bps.gub.uy/16976/subsidio-por-enfermedad-para-mayores-de-65-anos-y-mujeres-embarazadas.html>

además se acondicionaron los hospitales para incrementar la capacidad de internación de enfermos por COVID-19.

Según el marco teórico utilizado como base para el presente trabajo, las políticas nombradas anteriormente se asimilan a políticas fiscales expansivas, es decir, el gobierno para poder llevarlas a cabo debe incrementar el gasto, o disminuir los impuestos. Lo que se traduce en un aumento de la demanda agregada y por ende en la producción, afectando la curva del mercado de producción (DD) y desplazándola hacia la derecha y hacia abajo.

Además de las medidas comentadas anteriormente, también se implementaron otras que impactan de forma diferente en las variables que explicamos, tales como las medidas relacionadas con el aplazamiento de vencimiento de tributos, de aportes patronales y de créditos a empresas y personas físicas.

BCU autorizó que las Instituciones de intermediación financiera, empresas de servicios financieros y empresas administradoras de crédito de mayores activos prorrogaran los vencimientos de créditos corporativos y de personas físicas y otorgaran periodos de gracia de capital<sup>32</sup>, entre las instituciones autorizadas diversas cooperativas de crédito otorgaron estos beneficios<sup>33</sup>.

También se postergaron los vencimientos de diversos tributos departamentales, entre ellos la IMM suspendió el cobro de Tributos Domiciliarios correspondientes al bimestre marzo – abril 2020, la IMSJ prorrogó el primer vencimiento del Tributo de Contribución Inmobiliaria Rural y el segundo vencimiento del Tributo de Contribución Inmobiliaria Urbana en 2020, también se postergó la segunda cuota de la patente de rodados del 2020<sup>34</sup>.

DGI postergó vencimientos de varios impuestos como ser anticipo de IRAE, IPAT e IRPF en varias oportunidades durante la pandemia<sup>35</sup>.

Estas medidas implican un aumento de la liquidez aumentando el ingreso disponible en el momento de otorgar la prórroga de los vencimientos, por lo tanto, se incrementa

---

<sup>32</sup> Véase: <https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/BCU-Abril-2020/Paginas/Creditos-Autorizacion.aspx>

<sup>33</sup> Véase: <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/comunicacion/noticias/medidas-adoptadas-administradoras-creditofinancieras-emergencia-sanitaria>

<sup>34</sup> Véase: <http://www.ci.gub.uy/index.php/2013-06-18-12-04-25/2013-06-18-12-04-50/1261-prorroga-del-vencimiento-de-la-patente-de-rodados>

<sup>35</sup> Véase: <https://www.dgi.gub.uy/wdgi/page?2,principal,dgi--herramientas--informacion-de-uso-frecuente--vencimientos--2020,O,es,0>

el consumo del sector privado, que depende positivamente del ingreso disponible. De este modo, aumenta la demanda agregada desplazando la curva DD hacia la derecha y hacia abajo, generando un incremento del producto. Al mismo tiempo, esta medida puede interpretarse como una renuncia fiscal por parte del gobierno, ya que aplazar los pagos sin actualizarlos por inflación durante el periodo implica una pérdida en el mediano plazo por el valor tiempo del dinero.

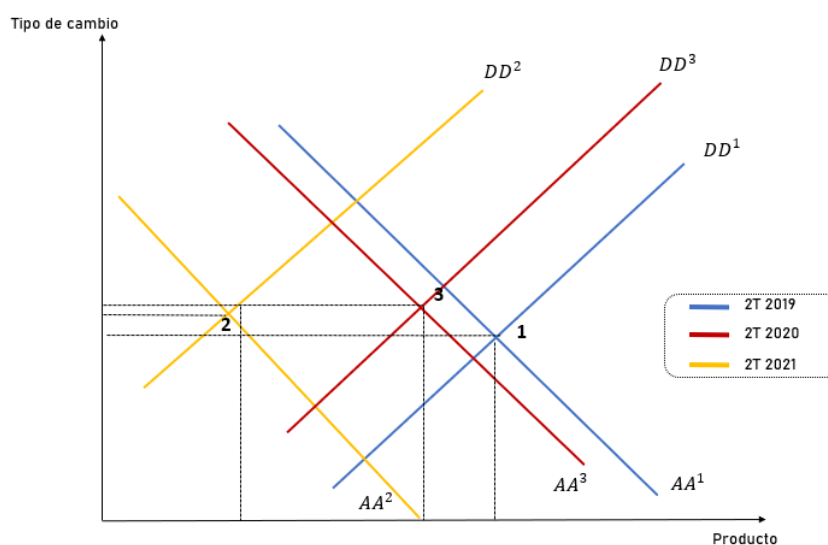
### 3.3 ¿Qué ocurrió realmente en Uruguay?

Considerando las medidas aplicadas por el Gobierno, podemos observar cómo impactaron las mismas en la economía y qué significa ello en el modelo en cuestión.

Según el modelo las políticas aplicadas por el gobierno en su conjunto generarían desplazamientos en ambas curvas simultáneamente, lo que resultaría en un incremento del producto.

Es necesario aclarar que nuestro análisis contempla que los impactos en el desplazamiento de las curvas parten de una situación de desequilibrio en donde la economía ya se encontraba afectada por la pandemia a consecuencia de shocks de oferta y demanda. Las medidas expansivas tanto monetarias como fiscales aplicadas por el gobierno, no generaron un aumento de la actividad respecto a la situación prepandemia, sino que incrementaron el producto en comparación al peor momento de la crisis.

Gráfico 27: "Modelo DD-AA - Caso Uruguayo"



Como se comentó, el modelo predice que las políticas fiscales y monetarias expansivas llevan a la economía a un nuevo equilibrio, con un mayor nivel de actividad y tipo de cambio, como se puede observar en el gráfico anterior en los puntos 2 y 3.

Como consecuencia de cada una de las acciones de política monetaria, la economía uruguaya en el segundo trimestre de 2021 incrementó su base monetaria<sup>36</sup> en 10,64% respecto al mismo periodo del año anterior, el tipo de cambio<sup>37</sup> también se incrementó respecto al mismo periodo un 3,65%, mientras que la tasa de interés<sup>38</sup> disminuyó un 22,91%. Por lo tanto, podemos concluir en este sentido que la economía uruguaya sufrió movimientos en el mercado de dinero tal como el modelo predice.

Es importante tener en cuenta que la herramienta de política monetaria expansiva tiene como principal limitante posibles efectos inflacionarios sobre la economía, por lo tanto, debe ser cautelosa a la hora de aplicarse. El IPC<sup>39</sup> observado en el periodo muestra un aumento de 10,86% entre abril 2019 y abril 2020, y un aumento de 6,76% entre abril 2020 y abril 2021. Si bien el aumento del período 19-20 puede catalogarse como alto en el contexto internacional, el mismo no es desmedido si se tiene en cuenta la situación de crisis y los valores históricos nacionales.

Tabla 28: “Variables del mercado de dinero en Uruguay”

VARIABLES	ABR/19	ABR/20	ABR/21
Base Monetaria (MM UYU)	105.42	118.359	130.951
Tasa de interés	5.40%	4.80%	3.70%
Tipo de cambio (UYU/USD)	34,981	42,257	43,802
IPC	194.42	215.54	230.1

Al mismo tiempo, a consecuencia de las políticas fiscales aplicadas, en el mismo periodo mencionado anteriormente, el gasto del gobierno aumentó un 17,18% como se puede observar en el cuadro siguiente. Sin embargo, medido en términos relativos como porcentaje del producto, aumentó levemente un 0,86%. Cabe destacar que las políticas expansivas focalizadas en contrarrestar los efectos de la pandemia fueron acompañadas de medidas fiscales de ahorro en otras áreas de la economía no

<sup>36</sup> Véase: <https://www.ine.gub.uy/cotizacion-de-monedas>

<sup>37</sup> Interbancario al cierre de cada mes. Véase: <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Cotizaciones.aspx>

<sup>38</sup> Tasa de interés pasiva del BCU a menos de 30 días. Véase: <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Series-Estadisticas-Tasas.aspx>

<sup>39</sup> Véase: <https://www.ine.gub.uy/indicadores?indicadorCategoryId=11421>

afectadas directamente por los shocks negativos<sup>40</sup>, lo que explica el bajo crecimiento relativo.

Tabla 29: “Peso relativo del gasto del Gobierno sobre el PBI”

Variables	II 2019	II 2020	II 2021
PBI (*)	446,519	389,139	433,042
Variación PBI		-12.85%	11.28%
Gasto del gobierno (*)	71,422	62,923	73,730
Variación Gasto		-11.90%	17.18%
Gasto Gobierno/PBI	16.00%	16.17%	17.03%

(\*) Serie trimestral en millones de pesos a precios constantes de 2016

Para realizar este aumento del gasto, en un escenario de baja en la recaudación durante el 2020 (en términos reales podemos observar una disminución respecto al mismo periodo del año 2019) dada una economía más chica con menor PBI, sumado a restricciones fiscales previas, el gobierno debió crear herramientas adicionales de financiación. Ver en anexo - Gráfico 30: “Recaudación bruta total - DGI”

Tabla 31: “Recaudación del Gobierno en miles de pesos corrientes”

Periodo	Importe \$
Acumulado Junio 2021	215,614
Acumulado Junio 2020	186,552
Acumulado Junio 2019	180,288

Se creó el Fondo COVID para hacer frente a los principales gastos destinados a disminuir el impacto sanitario y económico de la pandemia. Según el informe de egresos fiscales Fondo COVID al 31 de diciembre del 2020<sup>41</sup>, los gastos incurridos en el periodo ascienden a U\$S 710 millones. Es importante aclarar que el 29,95% del monto informado corresponde a pérdidas por baja de recaudación y no a gasto propiamente dicho. Los ingresos que integran este fondo provienen entre otros, de las utilidades del ejercicio 2019 del BROU, las utilidades acumuladas por la Corporación Nacional para el Desarrollo, la creación de un tributo que grava a algunos funcionarios

<sup>40</sup> Véase: <https://www.elobservador.com.uy/nota/lacalle-pou-sobre-gestion-en-pandemia-ahorramos-mas-de-us-600-millones-sin-poner-impuestos--2021728205316> - <https://ladiaria.com.uy/economia/articulo/2021/2/mef-defendio-cumplimiento-de-las-metas-fiscales-en-2020-y-un-ahorro-de-660-millones-de-dolares-en-el-gasto-estructural/>

<sup>41</sup> Véase: <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/comunicacion/publicaciones/fondo-coronavirus>

públicos, donaciones en dinero nacional y extranjero, préstamos de organismos internacionales y multilaterales de crédito y contribuciones que puedan realizar las personas públicas no estatales.<sup>42</sup>

Para poder explicar lo que sucedió efectivamente con el PBI en Uruguay, comentaremos el comportamiento de cada una de las variables del modelo y cómo interactuaron entre ellas, aumentando la demanda agregada<sup>43</sup>.

Tabla 32: “PBI - Según componente del gasto - Serie trimestral en millones de pesos a precios constantes de 2016”

	II 2019	II 2020	II 2021
<b>Gasto de Consumo final</b>	<b>347,952</b>	<b>301,476</b>	<b>331,567</b>
Hogares	276,530	238,553	257,837
Gobierno	71,422	62,923	73,730
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>74,402</b>	<b>68,740</b>	<b>87,868</b>
Formación Bruta de Capital Fijo	68,645	60,335	79,446
Variación de existencias	5,756	8,405	8,422
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>125,044</b>	<b>97,332</b>	<b>120,416</b>
<b>(-) Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>(100,879)</b>	<b>(78,408)</b>	<b>(106,809)</b>
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>446,519</b>	<b>389,139</b>	<b>433,042</b>

Podemos observar un incremento del consumo final, tanto de los hogares como del gobierno, en el primer caso como consecuencia del aumento del ingreso disponible (resultante de las políticas fiscales de reducción de algunos impuestos) y de la actividad, mientras que en el segundo caso por un aumento del gasto público (aumento de subsidios y partidas otorgadas a población vulnerable) como hemos comentado. Al mismo tiempo, y explicado por la baja de la tasa de interés, se observa un aumento de la inversión (formación bruta de capital) alcanzando niveles más altos que los obtenidos durante el mismo período de 2019. Por otro lado, el incremento del tipo de cambio real generó aumentos en los niveles de exportación, explicado por una mayor competitividad dado que los productos internos resultan más baratos que los extranjeros, a su vez, este no fue suficiente para generar una disminución en las importaciones ya que el aumento de la actividad provocó de todas formas un incremento de estas. En cuanto al saldo de la balanza comercial, el mismo sigue

<sup>42</sup> Véase: <https://parlamento.gub.uy/noticiasyevenos/noticias/node/92791>

<sup>43</sup> Véase: <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Series-Estadisticas-del-PIB-por-Componente-del-gasto.aspx>

siendo positivo, aunque se vio notoriamente deteriorado. El mayor nivel de actividad económica incidió más en el aumento de las importaciones, que el incremento del tipo de cambio real sobre el aumento de exportaciones.

En este sentido, es importante contemplar los efectos de las políticas fiscales y monetarias llevadas adelante por el resto del mundo, ya que tienen incidencia directa sobre un país pequeño y abierto como Uruguay. En el caso de las políticas fiscales adoptadas por el resto del mundo, han contribuido en mantener la demanda mundial, aumentando de este modo nuestras exportaciones (amortiguando el movimiento de nuestra curva DD hacia la izquierda); mientras que por otro, lado las políticas monetarias adoptadas por el resto del mundo pueden considerarse como ambiguas para nuestro país, ya que al mismo tiempo que activa la economía del resto del mundo, nos genera pérdida de competitividad por un debilitamiento de la moneda extranjera.

En suma, concluimos que en el segundo trimestre del 2021 la economía uruguaya en su conjunto se encontró con un producto similar al observado en el mismo periodo del año previo a la pandemia, en donde podemos encontrar una baja significativa en todos los componentes de la demanda agregada.



#### **4- Conclusiones:**

La economía uruguaya se vio fuertemente impactada por la pandemia al igual que el resto del mundo, para ello el gobierno implementó políticas monetarias y fiscales con el objetivo de mitigar los efectos recesivos de la misma.

Las políticas fiscales utilizadas se vieron limitadas por el propio contexto que generó la pandemia (la baja de la actividad y la consecuente baja de la recaudación) y por el deterioro acumulado de las cuentas públicas. Teniendo en cuenta lo expresado puede observarse que si bien el gasto del gobierno agregado comparado entre 2019 y 2020 baja, en términos relativos del PBI aumenta, se entiende por lo tanto que la política es expansiva dado el mayor gasto relativo en una economía más pequeña. En el marco del poco margen de maniobra en cuanto al aumento del gasto público, dado también por un déficit fiscal primario que venía aumentando en los últimos años, los mayores esfuerzos se vieron concentrados en redirigir los objetivos del gasto, focalizándose en combatir los principales efectos negativos que generó la pandemia.

En resumen, a lo largo del trabajo, puede apreciarse que la política fiscal implementada fue cautelosa con las cuentas públicas, que si bien muestran una situación agravada en comparación a la realidad pre pandemia, no denotan una situación fuera de control. Esto se refleja también a la hora de analizar la deuda soberana y su sostenibilidad, donde se espera que, a pesar de verse notoriamente deteriorada, la misma siga siendo sostenible y no cuente con grandes riesgos en cuanto a plazo y capacidad de cumplimiento, sin embargo, si hay que ser cuidadosos en relación al riesgo de tipo de cambio y de exposición en moneda extranjera, ya que más de la mitad de la deuda se posiciona en dólares. Ante una gran volatilidad en el tipo de cambio puede haber un aumento exponencial en el ratio deuda/PBI, que afecte dicha sostenibilidad.

Dicho esto, igualmente surgen ciertas incógnitas como, por ejemplo, ¿qué tan expansivas resultaron las políticas aplicadas?, ¿se podría haber hecho un mayor esfuerzo fiscal obteniendo mejores resultados macroeconómicos y sociales en detrimento de empeorar las cuentas públicas?, ¿qué consecuencias podría haber generado ello? Frente a estas interrogantes, existen diferentes puntos de vista respecto a si se pudo haber hecho más sin afectar la sostenibilidad de la deuda y su repercusión en la economía, o si un menor control de las cuentas públicas hubiera

provocado mayores efectos negativos que positivos al respecto de lo comentado. Dichas opiniones solo pueden tomarse de manera parcial, ya que las explicaciones a los cambios ocurridos en la economía se deben a múltiples factores y no únicamente por las políticas adoptadas.

Respecto a la política monetaria y su accionar, se contaba con margen de maniobra en cuanto a su implementación, por lo que se utilizó también de forma expansiva en un contexto en donde la economía lo solicitaba. Dicho esto, también surgen incógnitas en cuanto a qué hubiera pasado en caso de haber tomado otras decisiones, ¿una política monetaria más expansiva hubiese generado una mayor inflación?, ¿dicha mayor inflación hubiese tenido un peso más negativo?

En base a lo desarrollado en el marco teórico y a lo analizado a partir de lo que ocurrió en nuestro país, podemos concluir que el modelo predice lo que efectivamente sucedió en cada una de las variables endógenas una vez aplicadas las políticas fiscales y monetarias tanto en el mercado de productos como en el mercado de activos, y por consiguiente, en la economía en su conjunto. Como ya se mencionó, es importante aclarar que las conclusiones no pueden ser únicamente explicadas por las políticas expansivas utilizadas por el gobierno, sino también por las consecuencias económicas y sociales originadas directamente a causa de la pandemia.

Los shocks sufridos por las economías en pandemia mostraron la fragilidad de estas ante crisis globales y sistémicas como la ocurrida, donde muchos de estos sucesos no tenían precedentes. Ante estas situaciones parece difícil pensar que los mercados por sí solos puedan generar un contexto de estabilidad económica. Es aquí cuando nos preguntamos, ¿cuál es la importancia del rol del Estado en estos casos? Parece intuitivo pensar que éste juega un papel muy importante, en donde una utilización responsable y de buena implementación técnica de políticas monetarias y fiscales son fundamentales para la reactivación económica.

## **Bibliografía**

Banco Central Europeo (2021). Pandemic emergency purchase programme (PEPP).  
Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu>

BBC News Mundo. (2020). Coronavirus: El mapa interactivo que muestra las  
medidas o distintos tipos de cuarentena que adoptaron los países de América Latina.  
Obtenido: <https://www.bbc.com>

Carreño, L. (2021). Lacalle Pou sobre gestión en pandemia: "Ahorrarnos más de  
US\$ 600 millones, sin poner impuestos" Obtenido de  
<https://www.elobservador.com.uy>

Centro de Investigaciones Económicas (CINVE). Para entender la economía del  
Uruguay. Obtenido de <https://www.entenderlaeconomiauy.org/>

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2020). Informe  
Especial COVID N°2 -" Dimensionar los efectos del COVID-19 para pensar en la  
reactivación". Obtenido de CEPAL: [www.cepal.org](http://www.cepal.org)

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2020). Informe  
Especial COVID N°5 -" Enfrentar los efectos cada vez mayores del COVID-19 para  
una reactivación con igualdad: nuevas proyecciones". Obtenido de CEPAL:  
[www.cepal.org](http://www.cepal.org)

De Rosa M, Lanzilotta B, Perazzo I, Vigorito A. (2020). Las políticas económicas y  
sociales frente a la expansión de la pandemia de COVID-19: Aportes para el debate.  
Obtenido de COLIBRI: <https://www.colibri.udelar.edu.uy/>

Eva Ugarte, Josefina León y Gilberto Parra. (2017). La trampa de liquidez, historia y  
tendencias de investigación: un análisis bibliométrico. Obtenido de:  
<http://www.revistas.unam.mx>

Fondo Monetario Internacional (FMI). (2021). Perspectivas de la economía mundial.  
Manejar recuperaciones divergentes.

Gaspar, V., Gopinath, G. (2021). Démonos todos una mano. Obtenido de:  
<https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=16068>

Iván Rivera. (2017). Principios de microeconomía: un enfoque de sentido común -  
Pontificia Universidad Católica del Perú

Krugman P, Obstfeld M, Melitz M. (2016). Economía Internacional, teoría y política.  
10a edición. Capítulo 17: La producción nacional y el tipo de cambio a corto plazo.

La diaria. (2021). MEF defendió el cumplimiento de las metas fiscales en 2020 y un ahorro de 660 millones de dólares en el gasto estructural Obtenido de: [www.ladiaria.com.uy](http://www.ladiaria.com.uy).

Lanzilotta B, Merlo G, Mordecki G. (2020). Coronavirus en Uruguay: medidas económicas a la talla y el aplanamiento coordinado de las curvas. Obtenido de COLIBRI: <https://www.colibri.udelar.edu.uy>.

Palma Cané, L.(2020). Políticas monetarias y fiscales para enfrentar la pandemia Obtenido de <https://www.elobservador.com.uy>.

Revista Problemas del Desarrollo, Revista Latinoamericana de Economía (2021). Obtenido de <https://www.probdes.iiec.unam.mx>.

Organización Mundial de la Salud (OMS). (2020). Preguntas y respuestas sobre la transmisión de la COVID-19. Obtenido de: <http://www.who.int/es>.

Ospina J. (2020). Nuevo escenario de tasas de interés negativas. Trampa de liquidez, mito o realidad. Obtenido de: <http://www.eafit.edu.co>.

Ugarte E, León J, Parra G (2016). La trampa de liquidez, historia y tendencias de investigación: un análisis bibliométrico. Obtenido de: <http://www.scielo.org.mx>.

#### **Páginas web:**

- Banco Central del Uruguay (BCU): <https://www.bcu.gub.uy/>
- Banco de Previsión Social (BPS): <https://www.bps.gub.uy>
- Dirección General de Impositiva (DGI): <https://www.dgi.gub.uy>
- Instituto Nacional de Estadística (INE): <https://www.ine.gub.uy/>
- Banco de la República Oriental del Uruguay: <https://www.brou.com.uy/>
- Parlamento del Uruguay: <https://parlamento.gub.uy/>
- Ministerio de Economía y Finanzas: <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/>
- Ministerio de Desarrollo Social: <https://www.gub.uy/ministerio-desarrollo-social/>
- Ministerio de Educación y Cultura: <https://www.gub.uy/ministerio-educacion-cultura/institucional/contacto>

## Anexo

Gráfico 1 - Variación anual del IPC en América Latina y el Caribe<sup>44</sup>

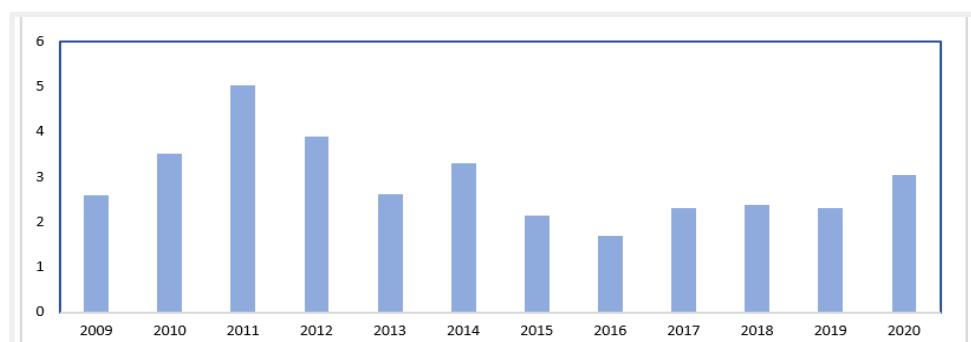


Tabla 2 - Últimas proyecciones de crecimiento de la economía mundial medido como variación de porcentaje anual de PBI real <sup>45</sup>

	2020	2021	2022
<b>Producto mundial</b>	-3.2	6.0	4.9
<b>Economías avanzadas</b>	-4.6	5.6	4.4
Estados Unidos	-3.5	7.0	4.9
Zona del euro	-6.5	4.6	4.3
Alemania	-4.8	3.6	4.1
Francia	-8	5.8	4.2
Italia	-8.9	4.9	4.2
España	-10.8	6.2	5.8
Japón	-4.7	2.8	3
Reino Unido	-9.8	7.0	4.8
Canadá	-5.3	6.3	4.5
Otras economías avanzadas	-2	4.9	3.6
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	-2.1	6.3	5.2
<b>Economías emergentes y en desarrollo Asia</b>	-0.9	7.5	6.4
China	2.3	8.1	5.7
India	-7.3	9.5	8.5
ASEAN-5	-3.4	4.3	6.3
<b>Economías emergentes y en desarrollo Europa</b>	-2	4.9	3.6
Rusia	-3	4.4	3.1
<b>América Latina y el Caribe</b>	-7	5.8	3.2
Brasil	-4.1	5.3	1.9
México	-8.3	6.3	4.2
Oriente Medio y Asia Central	-2.6	4.0	3.7
Arabia Saudita	-4.1	2.4	4.8
<b>África subsahariana</b>	-1.8	3.4	4.1
Nigeria	-1.8	2.5	2.6
Sudr�frica	-7	4.0	2.2
<i>Partidas informativas</i>			
<b>Economías emergentes y de mediano ingreso</b>	-2.3	6.5	5.2
<b>Países en desarrollo de bajo ingreso</b>	0.2	3.9	5.5

<sup>44</sup> Véase:

<https://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2020&locations=ZJ&start=2009&view=chart>

<sup>45</sup> FMI, Actualización de perspectivas de economía mundial, Julio 2021

Gráfico 3 - Dedución de la función DD

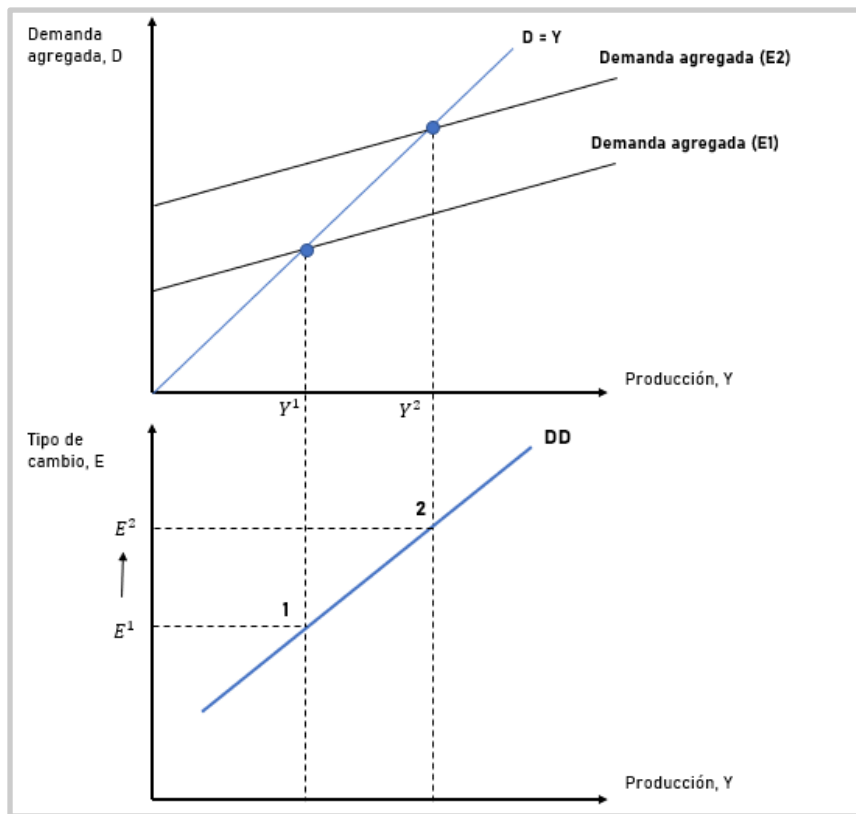


Gráfico 4 - El gasto público y la función DD

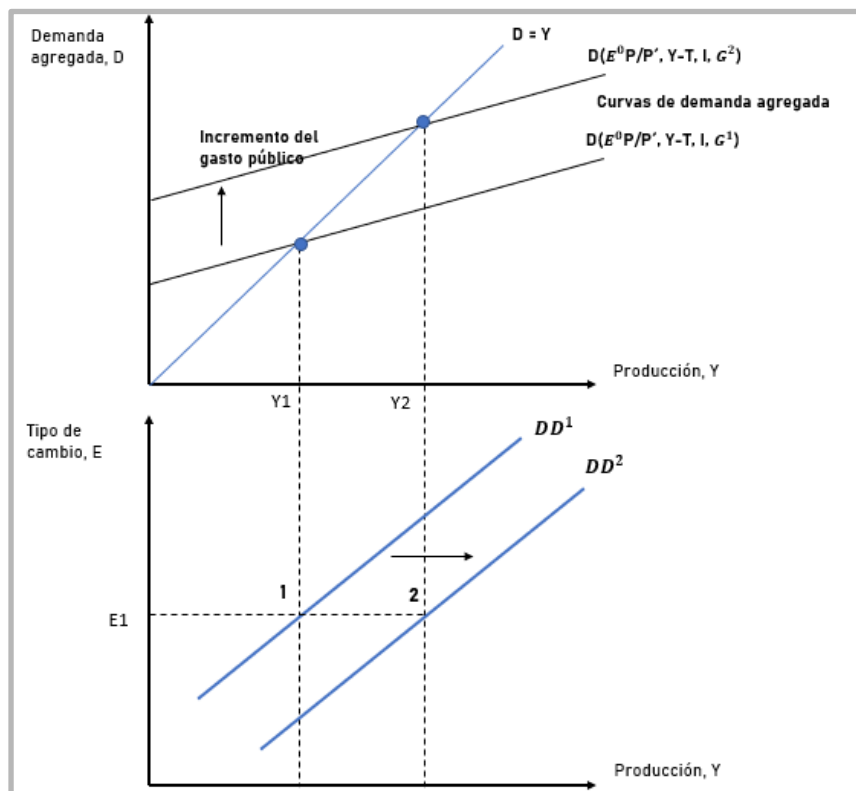


Gráfico 5 - La función AA

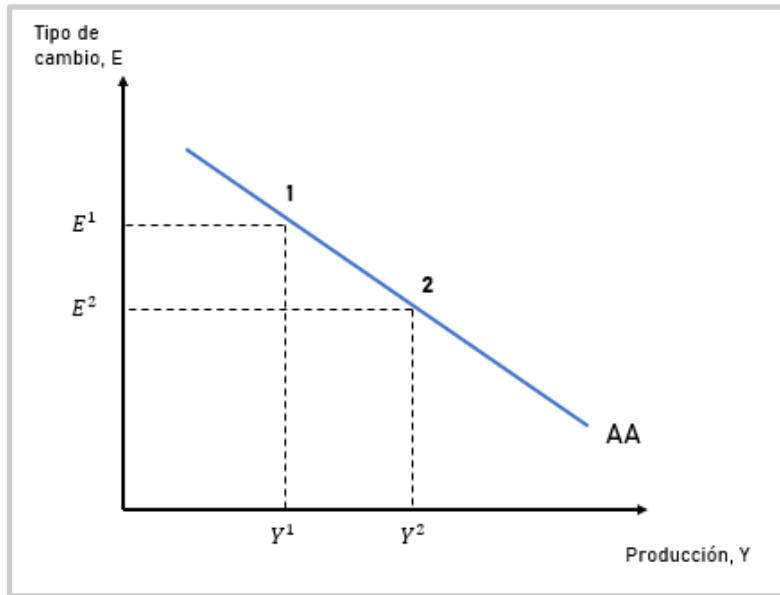


Gráfico 6 - El nivel de producción y el tipo de cambio en el equilibrio de los mercados de activos

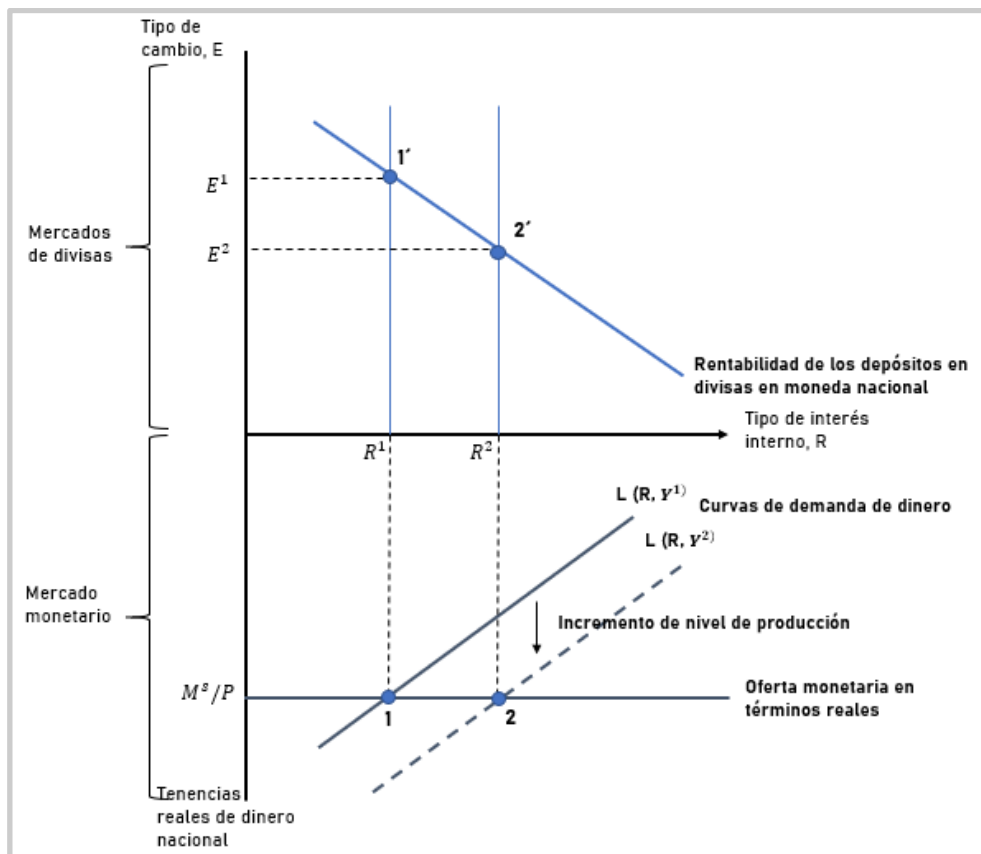
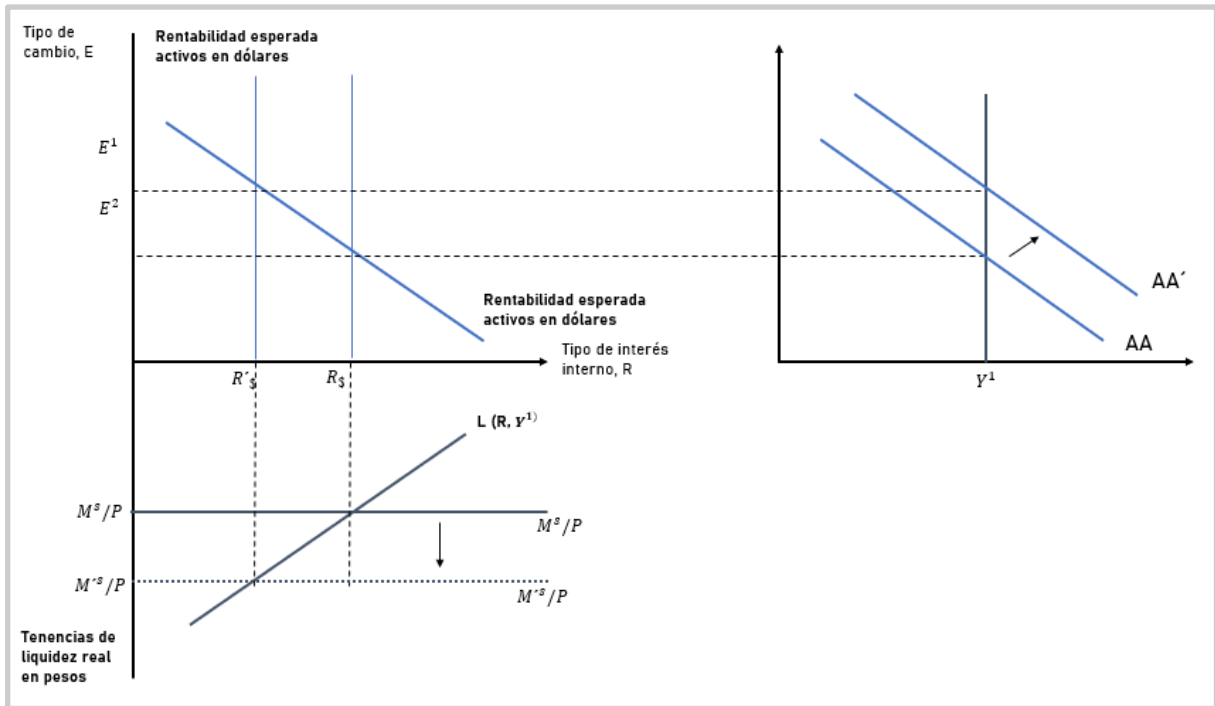


Gráfico 8 - Efectos de un incremento transitorio de la oferta monetaria



Gráfica 9 - Traslados de la curva DD

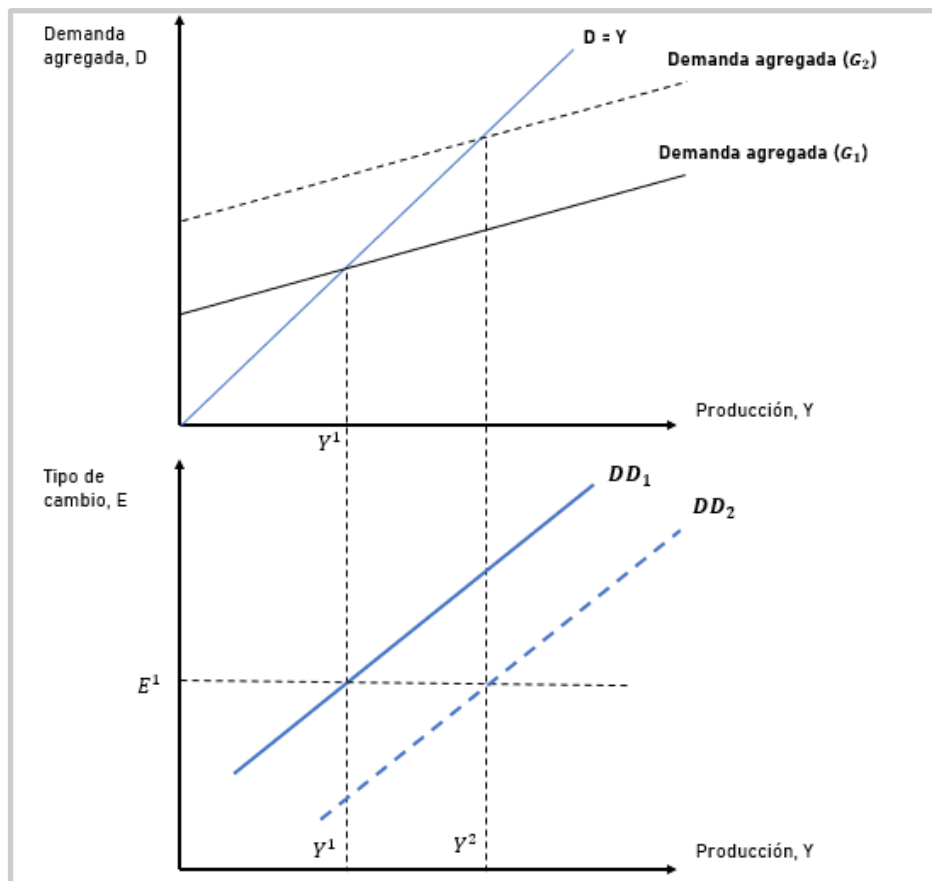




Gráfico 10 - Tasa de interés pasiva plazo <30 años<sup>46</sup>

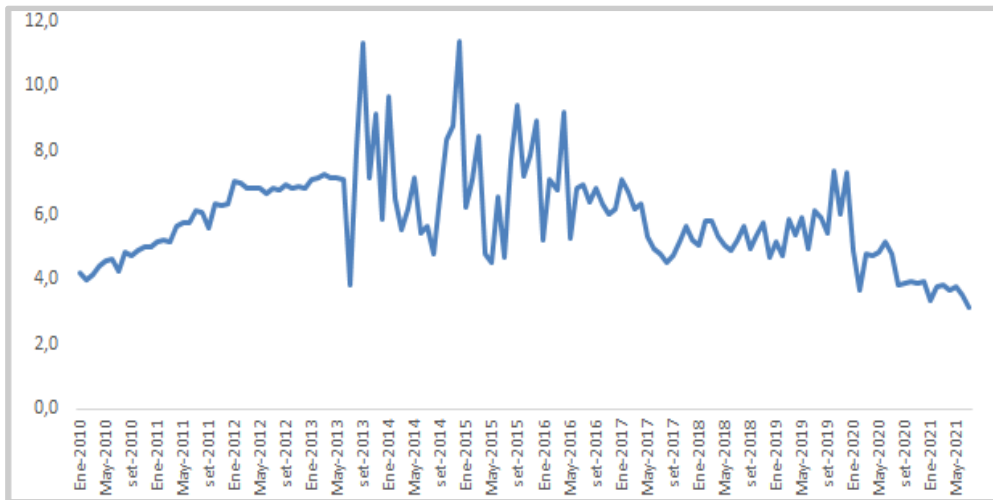
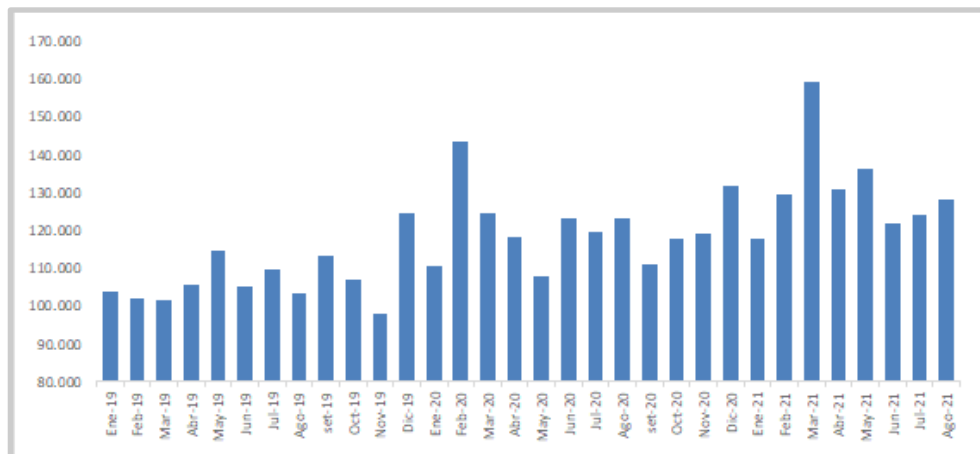


Gráfico 11 - Tipo de cambio nominal UYU/USD<sup>47</sup>



Gráfico 12 - Base monetaria - MM UYU<sup>48</sup>



<sup>46</sup> Véase: <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Series-Estadisticas-Tasas.aspx>

<sup>47</sup> El alza del TC se da durante marzo de 2021, simultáneamente a la baja de la tasa de interés del gráfico previo. Elaboración propia a partir de datos de <https://www.ine.gub.uy/>

<sup>48</sup> Véase: <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Balance-Monetario-del-BCU.aspx>

Tabla 13 - Escenario macroeconómico en Uruguay

	2019	2020	2021*	2022*	2023*	2024*	2025*
<b>Cuentas Nacionales (variación real)</b>							
PIB	0,4%	-5,9%	3,5%	2,9%	3,1%	3,2%	3,2%
Importaciones de bienes y servicios	1,5%	-10,8%	11,1%	5,0%	0,3%	3,7%	3,9%
Formación Bruta de Capital	-5,2%	8,0%	6,6%	1,9%	-7,6%	5,8%	5,4%
Formación Bruta de Capital Fijo	0,8%	-0,5%	17,7%	-3,3%	-6,6%	4,8%	5,0%
Gasto de Consumo Final	0,6%	-6,2%	4,1%	1,7%	2,4%	2,7%	2,9%
Exportaciones de bienes y servicios	3,6%	-16,2%	6,1%	9,5%	9,7%	3,7%	3,3%
PIB (Millones de \$)	2.158.729	2.253.124	2.522.437	2.751.924	2.977.034	3.206.928	3.453.426
PIB (Millones de US\$)	61.231	53.629	57.084	59.325	61.445	64.037	66.711

Tabla 14 - Deuda, activos y líneas de crédito con Organismos multilaterales en millones de dólares

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Mayo 2021 <sup>1/</sup>
Deuda Bruta	23.581	26.098	28.664	29.383	29.838	32.879	34.540
Activos Financieros	3.583	3.733	3.324	3.097	2.136	2.710	3.918
Liquidez de Tesorería	3.001	2.515	2.230	2.132	1.213	1.582	2.768
Otros Activos	582	1.218	1.094	965	923	1.128	1.150
Deuda Neta	19.998	22.366	25.341	26.285	27.702	30.169	30.622
Líneas de Crédito con Organismos Multilaterales	2.167	2.418	2.418	2.434	2.191	1.415	1.795

 Tabla 15 - Endeudamiento Neto del Gobierno Central durante 2020 en millones de dólares<sup>49</sup>

<b>(1) Endeudamiento Bruto</b>	<b>5.891</b>
Desembolsos con Org. Multilaterales e Instit. Financieras	1.285
Emisión Total de Títulos de Mercado	4.607
Emisiones Domésticas	2.607
Emisiones Internacionales	2.000
<b>(2) Amortizaciones de Títulos de Mercado y Préstamos</b>	<b>2.205</b>
Títulos de Mercado	2.113
Amortizaciones Contractuales de 2020	1.414
Amortizaciones Anticipadas	699
Préstamos	92
<b>(3) Variación de Activos Financieros</b>	<b>574</b>
Liquidez de Tesorería	369
Otros Activos Financieros	205
<b>Endeudamiento Neto = (1) - (2) - (3)</b>	<b>3.113</b>

<sup>49</sup> Tablas 13, 14 y 15: Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal - Exposición de motivos - Ejercicio 2020

Gráfico 16 - América latina - Deuda pública bruta del Gobierno central<sup>50</sup>

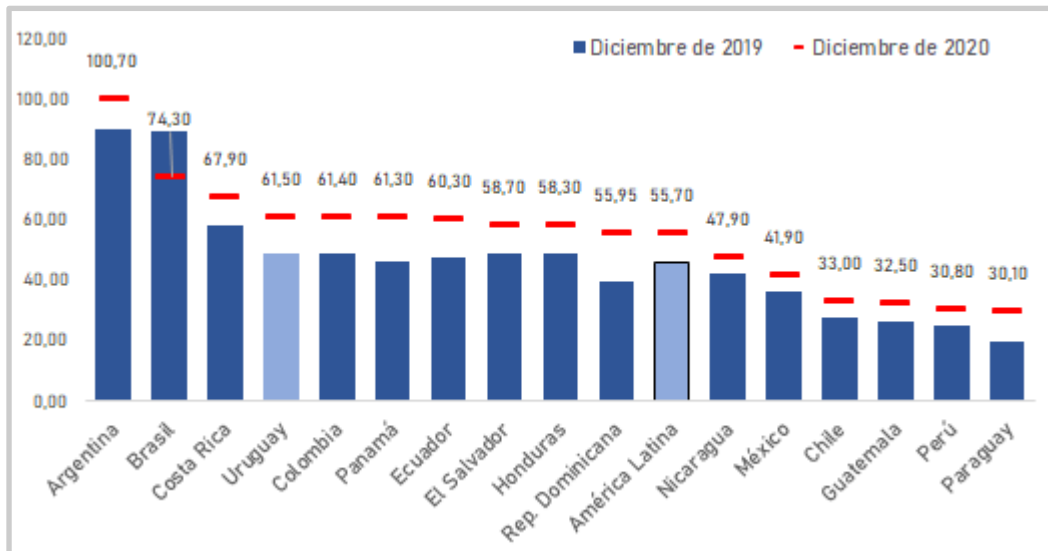


Gráfico 17 - Prima de riesgo soberano al 25/6/21<sup>51</sup>

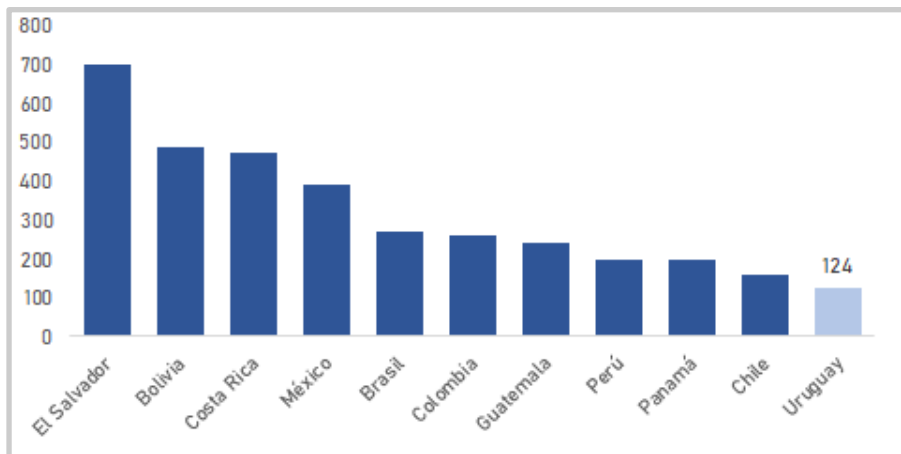
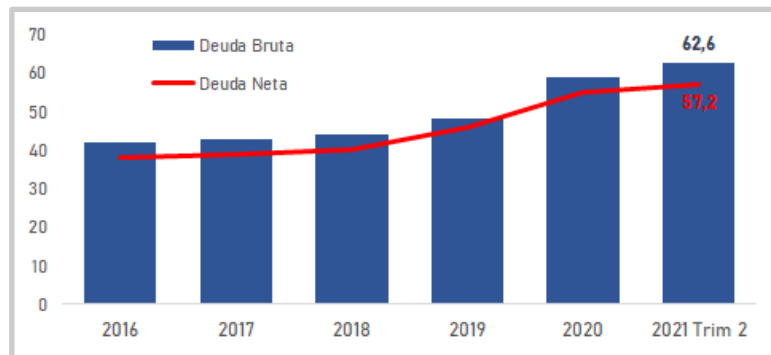


Gráfico 18 - Deuda Bruta y Neta en % del PBI a fin de cada periodo<sup>52</sup>



<sup>50</sup> Véase: [https://www.cepal.org/sites/default/files/presentation/files/abirevision\\_4final.lanzamiento.pdf](https://www.cepal.org/sites/default/files/presentation/files/abirevision_4final.lanzamiento.pdf)

<sup>51</sup> Véase: <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/sites/ministerio-economia-finanzas/files/documentos/noticias/Presentacion%20Senadores%20RC%202020.pdf>

<sup>52</sup> Véase: <http://deuda.mef.gub.uy/innovaportal/file/30237/2/reporte-de-deuda-soberana-julio-2021.pdf>

Tabla 19 - Resultado fiscal sector público en % del PBI<sup>53</sup>

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>INGRESOS GOBIERNO CENTRAL - BPS</b>	<b>27,5</b>	<b>27,1</b>	<b>26,8</b>	<b>26,5</b>	<b>26,4</b>	<b>26,4</b>	<b>26,3</b>
Gobierno Central	19,4	19,8	20,1	19,9	19,9	19,8	19,8
DGI	16,2	16,5	17,0	17,0	16,9	16,9	16,8
Comercio Exterior	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Otros	2,2	2,2	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8
BPS	8,1	7,2	6,7	6,6	6,6	6,6	6,5
Ingresos netos FSS Ley N° 19.590	1,1	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EGRESOS PRIMARIOS GOBIERNO CENTRAL - BPS</b>	<b>27,9</b>	<b>29,5</b>	<b>28,6</b>	<b>26,9</b>	<b>26,6</b>	<b>26,3</b>	<b>25,9</b>
Egresos Primarios Corrientes Gobierno Central - BPS	26,5	28,2	27,4	25,8	25,6	25,2	24,9
Remuneraciones	5,1	5,2	4,9	4,7	4,6	4,5	4,3
Gastos no personales	3,6	4,0	4,3	3,6	3,6	3,5	3,4
De los cuales: PPP	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5
Pasividades	9,5	10,0	9,7	9,5	9,4	9,4	9,3
Transferencias	8,3	9,0	8,5	7,9	7,9	7,9	7,8
Inversiones GC	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
<b>RESULTADO PRIMARIO GOBIERNO CENTRAL - BPS</b>	<b>-0,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>
Intereses Gobierno Central - BPS	2,4	2,7	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6
BPS - FSS Ley N° 19.590 (-)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>RESULTADO GLOBAL GOBIERNO CENTRAL - BPS</b>	<b>-2,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>
<b>RESULTADO GLOBAL GOBIERNO CENTRAL - BPS s/50</b>	<b>-4,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>-4,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>
Resultado Primario Corriente Empresas Publicas	0,8	1,0	0,8	1,1	1,2	1,2	1,3
Inversiones Empresas Públicas	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,9	0,9
<b>RESULTADO PRIMARIO EMPRESAS PÚBLICAS</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
Intereses Empresas Públicas	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>RESULTADO GLOBAL EMPRESAS PÚBLICAS</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
<b>RESULTADO PRIMARIO INTENDENCIAS</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Intereses Intendencias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>RESULTADO GLOBAL INTENDENCIAS</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>RESULTADO PRIMARIO BSE</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Intereses BSE	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
<b>RESULTADO GLOBAL BSE</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
<b>R. GLOBAL RESTO SECTOR PÚBLICO N. MONETARIO</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
<b>RESULTADO PRIMARIO SECTOR PÚBLICO NO MONETARIO</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>
<b>RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO NO MONETARIO</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>
<b>RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO NO MONETARIO S/50</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,4</b>	<b>-4,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,7</b>
<b>RESULTADO PRIMARIO BCU</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Intereses BCU	0,4	0,5	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4
<b>RESULTADO GLOBAL BCU</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>
<b>RESULTADO PRIMARIO SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>
<b>RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO</b>	<b>-3,2</b>	<b>-5,2</b>	<b>-5,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,1</b>
<b>RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO S/50</b>	<b>-4,4</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,6</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>

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

<sup>53</sup> Véase: <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/sites/ministerio-economia-finanzas/files/documentos/publicaciones/Exposic%C3%B3n%20de%20motivos.pdf>

Gráfico 20 - Trayectoria - PBI y Resultado fiscal primario<sup>54</sup>

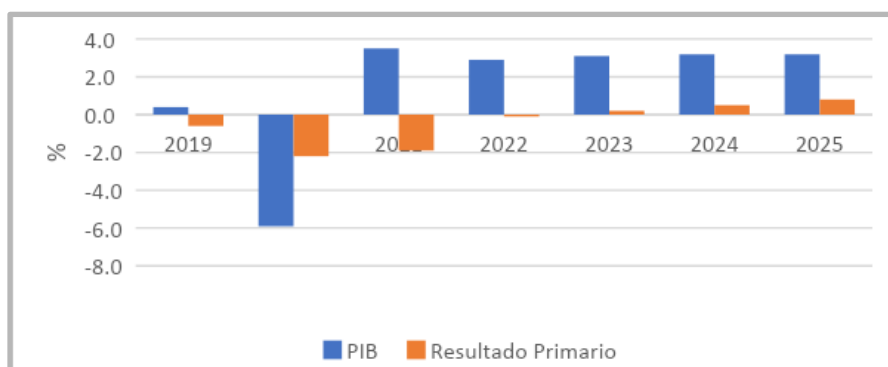


Tabla 21- Costo de Endeudamiento e Indicadores de riesgo en %

	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 Trim. 2 (*)
<b>Tasa de interés promedio <sup>(1)</sup></b>									
Dólares	7,8	6,5	5,1	5,1	5,2	5,2	5,0	4,8	4,7
Euros	6,9	6,9	5,9	5,3	5,3	5,3	0,3	0,2	0,2
Yenes	2,5	2,3	1,9	1,9	1,6	1,3	1,3	0,9	0,7
Francos suizos	.	.	.	.	.	.	.	0,3	0,4
Pesos uruguayos	.	.	12,8	13,5	10,9	10,6	10,6	9,6	8,9
Unidades indexadas (UI)	5,4	4,3	4,0	4,1	4,1	3,8	3,8	3,6	3,5
Unidades indexadas a salario (UR y UP)	.	.	2,3	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3
<b>Riesgo de moneda</b>									
Deuda en ME	88,5	65,9	54,8	54,7	49,2	53,8	56,1	54,5	52,5
Deuda en ME que vence en un año	.	3,4	0,8	1,7	0,9	2,2	1,1	2,3	0,9
<b>Riesgo de tasa de interés</b>									
Duración (en años)	8,0	10,4	12,4	12,1	11,6	12,3	12,5	12,1	12,3
Deuda a tasa flotante	21,6	12,1	5,7	6,3	5,6	5,6	5,7	4,2	4,6
Deuda que reajusta tasa en un año	33,7	15,1	8,1	11,2	10,7	9,2	11,1	8,5	9,3
<b>Riesgo de refinanciamiento y liquidez</b>									
Madurez promedio (en años)	7,9	12,3	14,4	13,8	13,0	13,8	14,0	13,5	13,7
Deuda que vence en un año (Activos líquidos + Líneas de crédito) / Servicio de deuda un año hacia adelante <sup>(2)</sup>	16,0	5,5	2,6	5,1	5,5	3,9	5,6	4,7	5,0
	33,1	39,0	289,2	188,2	154,0	172,8	108,0	95,7	112,0

(\*) Preliminar.  
 (1) Promedio ponderado por moneda.  
 (2) Servicio de deuda incluye amortizaciones más pago de intereses.

<sup>54</sup> Véase: <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/sites/ministerio-economia-finanzas/files/documentos/publicaciones/Exposici%C3%B3n%20de%20motivos.pdf>

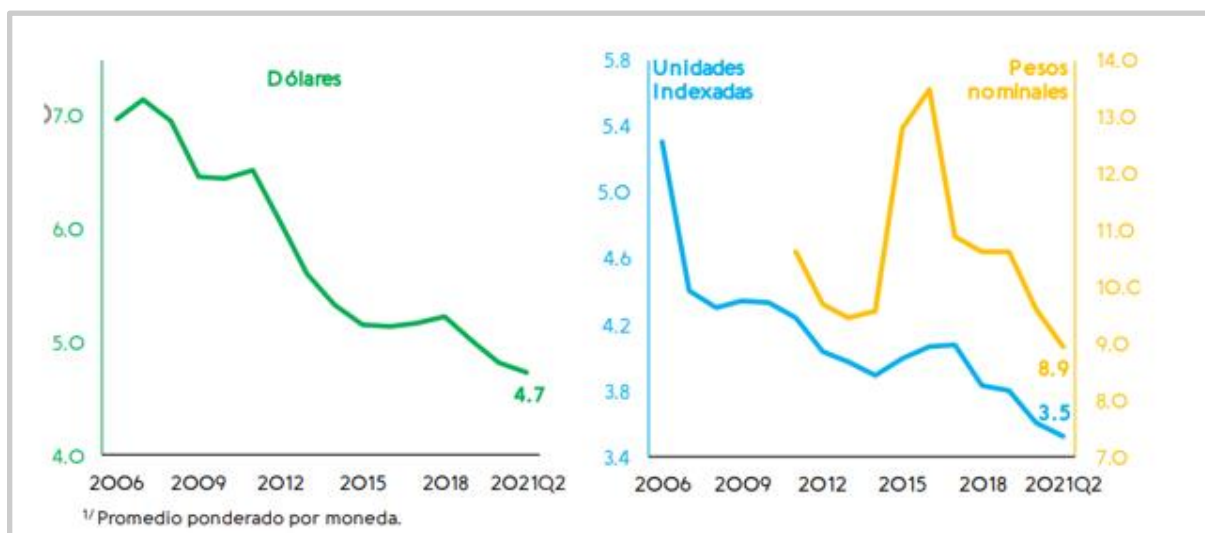
Tabla 22 - Estructura de Deuda en % del total

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 Trim. 1 <sup>1/</sup>
<b>Por moneda<sup>2/</sup></b>							
Moneda extranjera (ME)	54,8	54,7	49,2	53,8	56,1	54,5	54,3
Dólares	51,7	52,0	47,6	51,4	53,9	49,1	49,2
Otros	3,1	2,6	1,6	2,4	2,2	5,4	5,0
Moneda nacional (MN)	45,2	45,3	50,8	46,2	43,9	45,5	45,7
Pesos uruguayos	6,0	5,0	12,8	10,1	8,6	5,6	5,4
Unidades indexadas (UI)	35,3	36,4	34,0	30,7	28,1	31,3	31,4
Unidades indexadas a salario (UR y UP)	3,9	3,9	4,0	5,3	7,3	8,6	8,9
<b>Por madurez residual</b>							
Corto plazo (menor a un año)	2,6	5,1	5,5	3,9	5,6	4,7	4,5
Medio y largo plazo	97,4	94,9	94,5	96,1	94,4	95,3	95,5
<b>Por tipo de tasa<sup>3/</sup></b>							
Fija	94,3	93,7	94,4	94,4	94,3	95,8	95,4
Flotante	5,7	6,3	5,6	5,6	5,7	4,2	4,6
<b>Por instrumento</b>							
Bonos	91,5	91,2	91,2	90,6	90,8	88,0	88,0
Préstamos	8,5	8,8	8,8	9,4	9,2	12,0	12,0
<b>Por residencia del acreedor<sup>4/</sup></b>							
Residentes	35,1	43,1	44,9	43,3	41,2	39,9	40,7
No residentes	64,9	56,9	55,1	56,7	58,8	60,1	59,3
Bonos y Notas	56,4	48,1	46,2	47,3	49,6	48,3	47,3
Préstamos con instituciones financieras	8,5	8,8	8,8	9,4	9,2	11,8	12,0
<b>Por jurisdicción contractual</b>							
Local	25,9	25,9	24,1	22,9	21,6	22,0	22,9
Internacional	74,1	74,1	75,9	77,1	78,4	78,0	77,1

Notas:  
 1/ preliminar  
 2/ la composición por moneda extranjera se define con criterio contractual y no refleja ajustes por operaciones de swap de monedas.  
 3/ incluye instrumentos en moneda nacional a tasa fija real, tanto en UI como en UR y UP.  
 4/ información refleja los últimos datos disponibles a fin de 2020.

Fuente: MEF

Gráfico 24 - Evolución del Costo de Financiamiento del Gobierno<sup>55</sup>



<sup>55</sup> Véase: <http://deuda.mef.gub.uy/innovaportal/file/30237/2/reporte-de-deuda-soberana-julio-2021.pdf>

Gráfico 25 - Perfil de amortizaciones por moneda en millones de dólares a 05/21<sup>56</sup>

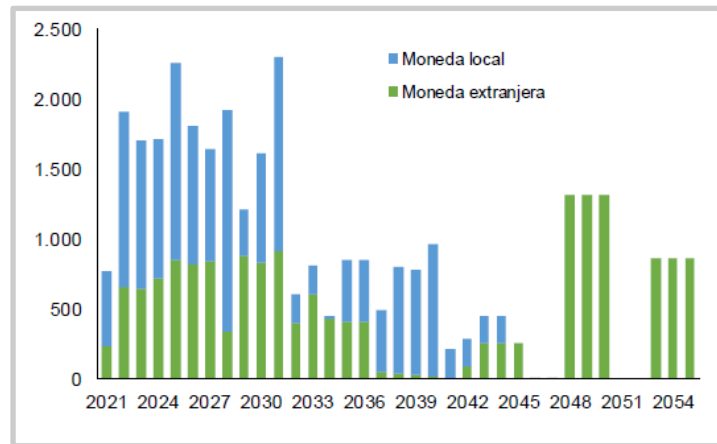
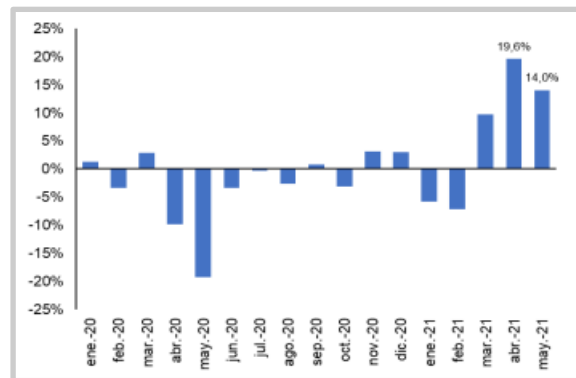


Gráfico 30 - Recaudación Bruta Total DGI - Variación real interanual



<sup>56</sup> Véase: [http://deuda.mef.gub.uy/innovaportal/file/29616/3/estrategia-de-mediano-plazo-de-financiamiento-y-administracion-de-deuda-del-gobierno-de-uruguay-2020\\_2024.pdf](http://deuda.mef.gub.uy/innovaportal/file/29616/3/estrategia-de-mediano-plazo-de-financiamiento-y-administracion-de-deuda-del-gobierno-de-uruguay-2020_2024.pdf)