

Situación Uruguay

Con grandes desafíos por delante pero con las
herramientas para enfrentarlos

BBVA Research Argentina

Buenos Aires, Junio 2025

Bajo crecimiento en un escenario global desafiante

El proteccionismo y la incertidumbre global afectarán la economía

El PIB global creció 3,4% en 2024 y para 2025 se prevé que desacelere hasta 3,0% por el menor crecimiento en EE.UU., dada la mayor incertidumbre. Esto será parcialmente compensado por la expansión de China que se apoyará en tarifas más bajas de lo previsto y estímulos, y por Europa, dónde el empuje vendrá dado por un mayor gasto fiscal, menor inflación y tasas de interés más bajas.

La inflación va a acelerar en EE.UU. tras la suba de aranceles, pero seguirá contenida en la Eurozona y China, por esto se prevé que la Fed reduzca los tipos una vez este año recién en el 4T. El ciclo de recortes seguiría en 2026, al menos si las presiones por aranceles son temporales; en la Eurozona, se espera que los tipos sigan en 2%, pero las dudas sobre el crecimiento y la inflación contenida podrían causar recortes extra.

Uruguay enfrentará dos años de crecimiento por debajo del potencial de la economía

En 2024 la actividad económica en Uruguay creció 3,1%, impulsada principalmente por la recuperación tras la sequía de 2023, una menor salida de consumo hacia Argentina -debido a su encarecimiento relativo- y la reapertura de la refinería de ANCAP, que había estado cerrada por mantenimiento.

Los indicadores del inicio de 2025 muestran crecimiento, pero de fuerza moderada. El IMAE¹ del primer trimestre da cuenta de un crecimiento interanual del 2,2% y una expansión del 0,3% respecto al trimestre anterior. La actividad industrial tuvo una expansión de 9,3% a/a en el 1T25 en línea con el incremento en la importación de bienes de capital (19,5% a/a) y la buena evolución de la recaudación tributaria (8,8% a/a).

Para 2025 esperamos una desaceleración del ritmo de crecimiento hasta 2,1% por ralentización del consumo privado, que representa dos tercios del PIB, en vista de la escasa recuperación de 0,4% de los salarios reales en un mercado laboral que no mostraría

¹ IMAE: Índice Mensual de Actividad Económica es elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas, mide la evolución de la actividad económica con frecuencia mensual. Es una muy buena aproximación del PIB.

dinamismo durante este año.

Así, 2025 refleja la dinámica estructural de bajo crecimiento que ha caracterizado a la economía uruguaya en las últimas décadas. Los episodios de crecimiento de los últimos 20 años se explican por recuperaciones, como fue 2024 por la sequía de 2023, o por la ejecución de proyectos de inversión extraordinarios, como fueron las plantas de celulosa, pero no por una expansión continua y balanceada de todos los componentes de la economía que permitan alcanzar tasas de crecimiento similares al potencial de la economía.

Para 2026 no esperamos cambios de tendencia relevantes, por lo que proyectamos un crecimiento de 1,9% de la actividad.

La inflexibilidad del gasto deja poco espacio para avanzar con la consolidación fiscal

Transcurridos cinco años de la implementación en 2020 de la regla fiscal, las cuentas públicas mostraron una leve mejora. Sin embargo, en 2024 no se cumplieron dos de los tres pilares de la regla fiscal.

Los dos incumplimientos fueron el resultado fiscal estructural del Gobierno Central que marcó -3,7% del PIB, superando la meta revisada de -2,9%, y la variación del gasto primario de la administración central, medido en términos reales, que creció 4,8% interanual, por encima del límite de 2,8% que establecía la regla fiscal para el año 2024.

En cuanto al tope de endeudamiento, si bien cumplió el objetivo, esto fue debido a la activación de la cláusula de salvaguarda, que permite -en circunstancias excepcionales- ampliar hasta en un 30% dicho tope. En diciembre de 2024, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) comunicó a la Asamblea General su decisión de invocar esta cláusula, elevando el tope de endeudamiento neto de USD 2.300 millones a USD 2.990 millones aunque finalmente el endeudamiento fue de USD 2.644 millones.

De acuerdo a las autoridades, las razones detrás del incumplimiento incluyen una inflación menor a la proyectada, ingresos tributarios más débiles a los previstos y la rigidez del gasto público asociado, en parte, al ciclo electoral, que tradicionalmente eleva las erogaciones del Estado.

Si bien hubo avances en dirección a la consolidación de la institucionalidad fiscal, 2024 evidenció importantes dificultades para alcanzar las metas debido en gran parte a la rigidez que el gasto previsional tiene en Uruguay. Además, el deterioro se moderó por la postergación de pagos, (incluyen montos adeudados por la obra del Ferrocarril Central, a la Administradora de Servicios de Salud del Estado (ASSE) y otros programas sociales), junto con el adelantamiento de ingresos no recurrentes que correspondían a 2025.

El panorama para 2025 es desafiante, el Gobierno Central alcanzó en los últimos 12 meses cerrados en el mes de abril un resultado deficitario de 3,1% del PIB y un resultado consolidado

de 3,7% del PIB. La nueva administración heredó un escenario fiscal complejo, con desequilibrios similares a los existentes en 2019. Es relevante aquí tener en cuenta que las proyecciones oficiales de crecimiento (3,4%) lucen optimistas respecto al consenso del mercado (2,4%, según la encuesta del BCU) y de nuestras estimaciones de una expansión más moderada de 2,1%, lo que podría afectar la recaudación a lo largo del año.

El límite al aumento de ingresos previsto para este año proviene de una combinación de factores: crecimiento económico moderado, baja inflación, ausencia de reformas tributarias y debilidad relativa en el mercado laboral formal. Esto impone límites al ajuste fiscal desde los ingresos. Así, se evidencia que la consolidación fiscal requerirá esfuerzos sostenidos y reformas estructurales para lograr una trayectoria más sostenible a mediano y largo plazo.

Nuestra previsión para el resultado global del sector público apunta a una mejora respecto a 2024, con un déficit estimado en 3,8% del PIB (y en 3,9% del PIB excluyendo el Fondo de Estabilización del Sistema de Seguridad Social, FFSS).

El sector externo se mantiene estable a pesar del agitado escenario internacional

En 2024 la cuenta corriente cerró con un déficit de -1% del PIB, una mejora de 2,6 pp respecto del año previo, fundamentada en la mejora del resultado comercial de bienes y en menor medida de servicios reales donde el turismo es el más relevante.

La mejora en la balanza comercial se dio a pesar de una caída de 6,8% de los términos de intercambio durante el año pasado. La puesta en marcha de UPM2 y el fuerte aumento de las exportaciones de celulosa fueron claves de esta mejora, ya que por esta razón solo en 2024 las exportaciones desde Zonas Francas crecieron 35%. Las importaciones, por el contrario, se mantuvieron prácticamente estables (+0,3%) aunque en un monto elevado.

Por el lado de los productos exportados, como se mencionó, la celulosa tomó la delantera con el gran aporte de UPM2 en 2024, mientras que productos como la soja y la carne, tradicionalmente importantes para Uruguay, ntinuaron mostrando un buen desempeño.

Para 2025, a pesar del contexto global desafiante, esperamos que la cuenta corriente repita el déficit de 1% del PIB alcanzado en 2024. No esperamos grandes cambios en los términos de intercambio respecto de los observados en 2024 mientras que los aumentos en las cantidades será por el incremento de la producción de UPM2 hasta alcanzar el máximo de capacidad.

Por su parte, el muy relevante sector turismo podría mostrar una moderada mejora en 2025, con un aumento en el número de visitantes, principalmente de argentinos por la mejora relativa del tipo de cambio, aunque el nivel de gasto se mantiene estable porque el turista argentino suele tener un gasto más contenido.

Inflación y política monetaria, nuevas autoridades pero con el mismo compromiso

Las nuevas autoridades del BCU debutaron con una suba de 25 bp de la TPM dejando explícito su compromiso con el objetivo de inflación de 4,5% y luego avanzar hacia niveles más bajos similares a los de países desarrollados.

Desde 2023 la inflación se ha estabilizado entre 5,1% y 5,5% dando cuenta del éxito de la política monetaria iniciada en 2020 que logró bajar del promedio 8,3% del período 2013-2022, sin embargo este éxito podría quedar opacado al observar la rigidez de los precios para 2025 y 2026 que no logran descender por debajo del 5% hasta 2027.

La inflación núcleo de los últimos meses da cuenta de una desaceleración de la inercia del conjunto de precios, pero las expectativas lucen más inflexibles a descender. Por tanto, no esperamos una caída relevante de la inflación que alcanzará 5,4% en 2025 y 5,2% en 2026.

A pesar de la distensión de los precios el BCU mantendrá la tónica contractiva de la política monetaria. Esperamos que la TPM se mantenga en los niveles actuales, incluso levemente superiores, hasta mediados de 2026. Esto deja la tasa de referencia en terreno positivo al comparar con la inflación y medida en términos reales, claramente por sobre la tasa natural de interés². Esta posición de la autoridad monetaria se explica por la rigidez de las expectativas en converger al 4,5% y en la proximidad del inicio en julio de la 11ma Ronda de Consejos de Salarios.

La fortaleza del peso va más allá de la coyuntura global

El peso uruguayo no escapó al efecto del debilitamiento del dólar a nivel global. En los primeros 5 meses del año tuvo una apreciación de casi 5% respecto al dólar en línea con la mayoría de los países de la región. Para el resto del año esperamos un deslizamiento del tipo de cambio para ubicarse en torno de UYU/USD 42,1. Retomando la dinámica del tipo de cambio desde nuestro informe anterior que permite aislar eventos coyunturales, se puede verificar la consolidación del peso uruguayo desde los fundamentos abonados en la condición de Grado Inversor y una economía real en la que los sectores más productivos son los mayores protagonistas de la oferta exportadora. Esto se refleja en el IEBU³ que se ubica casi en el promedio de los últimos años a pesar del proceso de apreciación real registrada por el tipo de cambio real efectivo.

² Tasa Natural de Interés: también denominada r^* , es una tasa no observable a la cual la economía puede crecer a su potencial sin generar presiones inflacionarias. Cuando la TPM, en términos reales, es mayor a r^* la política monetaria está en una fase contractiva como sucede al momento de la publicación de este informe. Para Uruguay la r^* estimada es 2,5%. Ver BOX Metodológico 20, BCU

³ IEBU: el Indicador de Excedente Bruto Unitario, calculado por el BCU mide la evolución de los márgenes de rentabilidad respecto a un año de referencia.

En conclusión, están los desafíos pero también las herramientas para superarlos

Si bien el contexto económico actual presenta desafíos significativos para Uruguay, especialmente en términos de crecimiento y consolidación fiscal, el país mantiene sólidos fundamentos económicos e institucionales para afrontar las reformas necesarias y superar estos desafíos. La estabilidad externa, respaldada por la diversificación productiva y exportadora, sumada al compromiso firme de las nuevas autoridades con la prudencia económica, aportan las herramientas esenciales para superar con éxito los retos fiscales y estimular un crecimiento sostenido en un entorno global de incertidumbre.

Tabla de Previsiones

% a/a	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
PIB	0,7	3,1	2,1	1,9
Inflación (% a/a, fdp)	5,1	5,5	5,4	5,2
Inflación (% a/a, promedio)	5,9	4,8	5,4	5,1
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	39,3	43,9	42,1	44,3
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	38,8	40,2	42,2	43,3
TPM (% fdp)	9,0	8,8	9,3	8,8
TPM (% promedio)	10,6	8,6	9,2	9,1
Tasa de desempleo (% fdp)	7,8	7,4	8,1	8,0
Resultado Fiscal Global (% PIB)	-3,9	-4,1	-3,8	-3,7
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,6	-1,0	-1,1	-1,1

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvaresearch.com.