

Junio 2025

Situación Uruguay

Mensajes principales. Situación Global

Incertidumbre económica

Los aranceles de EE. UU. han subido con fuerza.

Aunque los gravámenes a China rondan el 30%, por debajo del 60% esperado y del pico del 145% tras el “Día de la Liberación”, siguen históricamente altos y una fuente persistente de riesgo. En este contexto, y ante la perspectiva de grandes déficits fiscales, la prima de riesgo de EE. UU. ha subido. El crecimiento sigue firme y la inflación ha cedido, pese a señales iniciales de deterioro.



Perspectivas: crecimiento

El proteccionismo y la incertidumbre lastrarán la actividad. El crecimiento se desacelerará más de lo previsto en EE. UU., pero no necesariamente en China y la Eurozona. En el primer caso, las tarifas de EE. UU. menores a lo esperado apoyan una revisión al alza del crecimiento. En el segundo, el impacto de los aranceles se verá mitigado por el gasto fiscal, sobre todo en defensa.



Perspectivas: inflación y tasas

Los aranceles aumentarán la inflación en EE. UU., llevando a la Fed a mantener las tasas inalteradas por más tiempo. La relajación monetaria podría reanudarse a fines de 2025 si las presiones de precios son transitorias. El ciclo de recortes está cerca de su fin en la Eurozona, pero sigue en China.



Riesgos

La prolongada incertidumbre y la mayor prima de riesgo en EE. UU. preocupan. El riesgo relacionado a los aranceles sigue aumentando, pero ahora parece más equilibrado.



Mensajes principales. Panorama Local

Uruguay entra en una fase de desaceleración



El crecimiento del PIB desacelera a 2,1% en 2025 por el pobre desempeño del consumo, dado el escaso dinamismo esperado del mercado laboral y la débil recuperación de los salarios reales, y la falta de anuncios relevantes de inversión.

El frente fiscal es el gran desafío



La consolidación fiscal se estancó en 2024, incumpliendo dos de los tres pilares que constituyen la regla fiscal, dejando en evidencia la inflexibilidad del gasto previsional. El panorama fiscal para 2025 luce desafiante con escaso margen de maniobra para encausar las cuentas fiscales.

El sector externo aporta resiliencia



A pesar de un contexto externo desafiante, la cuenta corriente se muestra estable gracias al aumento en las exportaciones de celulosa y una buena diversificación de destinos que reducen vulnerabilidad. El turismo también aporta lo suyo y se normaliza en 2025.

Precios y tipo de cambio



La inflación estable en 5,4%, los precios seguirán mostrando resistencia a torcer al objetivo de 4,5%, por lo que el BCU mantendrá la política monetaria contractiva. **El peso consolida su fortaleza** más allá de la coyuntura internacional, esperamos un par UYU/USD en 42,1 a dic-25

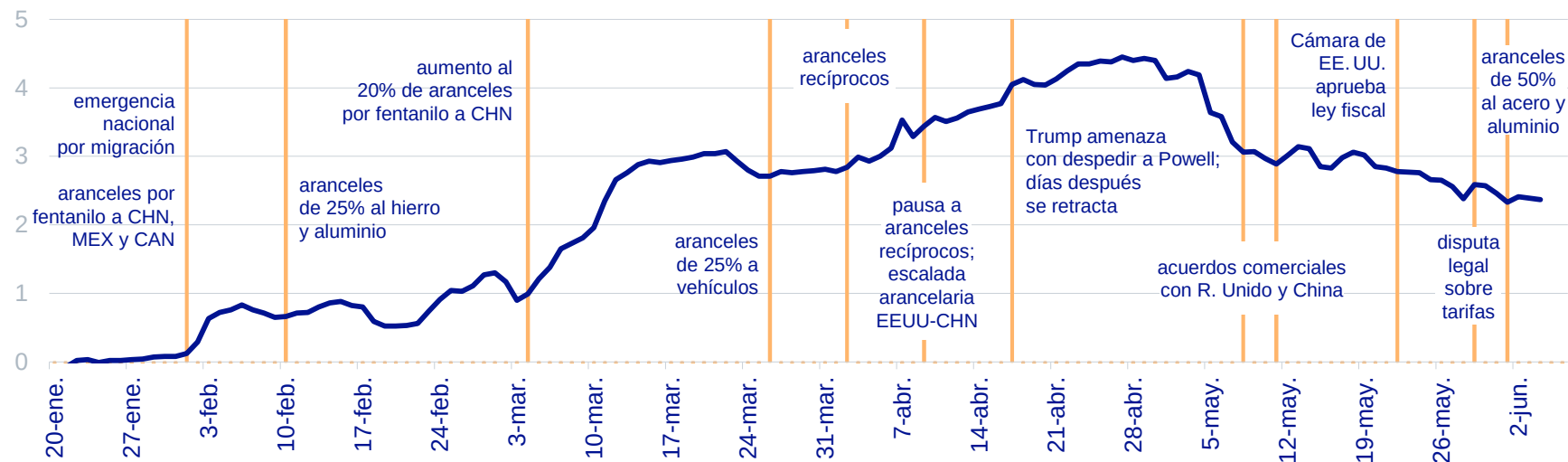
1. SITUACION URUGUAY

Situación Global

La incertidumbre se prolonga

ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECÓNOMICA DE BBVA RESEARCH (*)

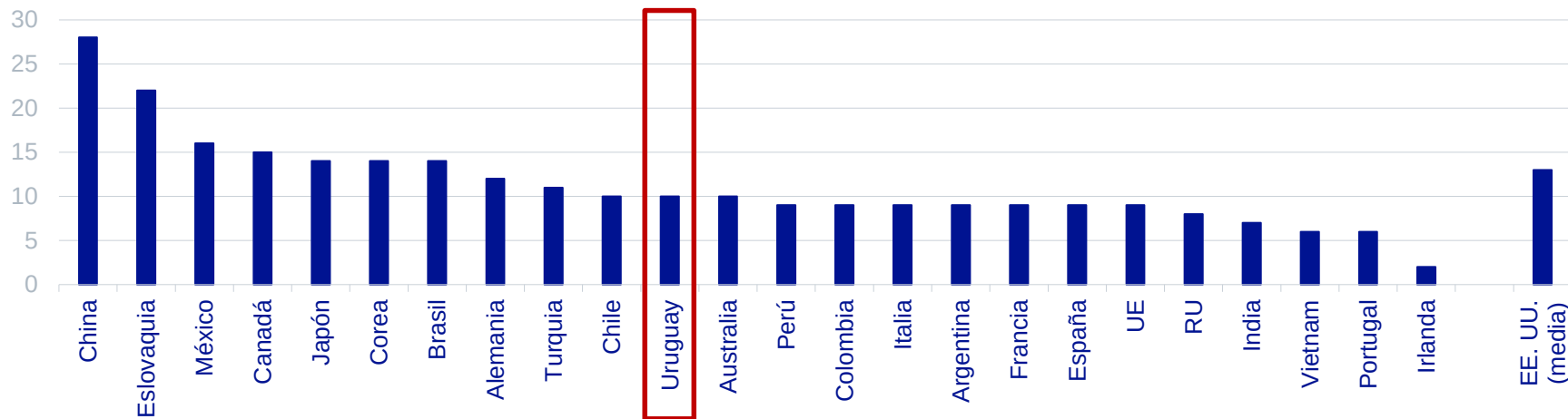
(MEDIA DESDE 2017 IGUAL A 0; MEDIA MÓVIL DE 28 DÍAS)



(*) Último dato disponible: 4 de junio de 2025
Fuente: BBVA Research.

Los aranceles de EE. UU. han subido con fuerza y de forma errática

ARANCELES DE EE.UU.: AUMENTO ESTIMADO DESDE PRINCIPIOS DE 2025 HASTA EL 9 DE JUNIO DE 2025 (*)
(PP)



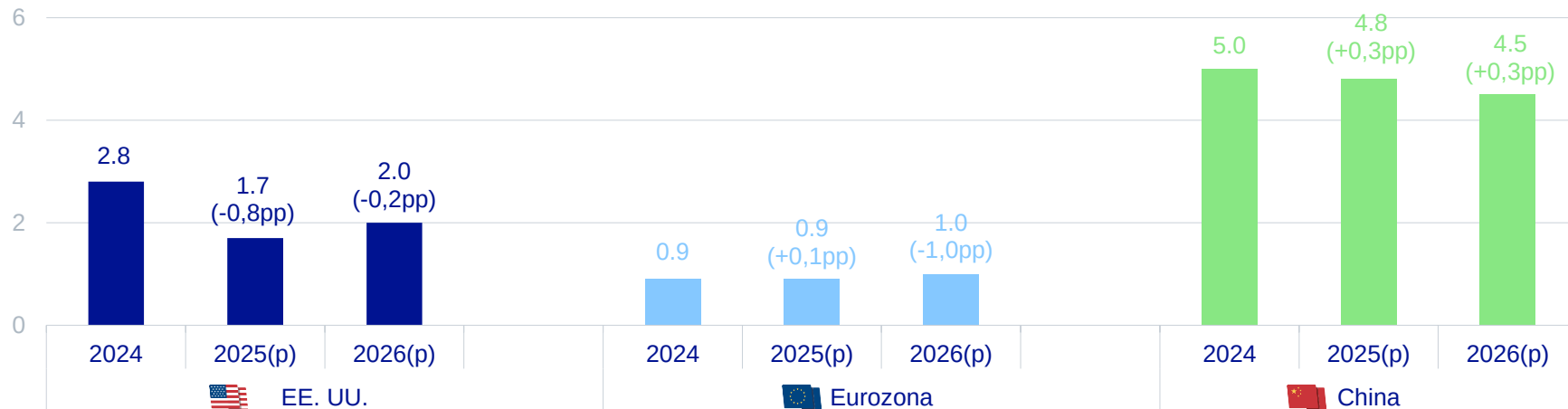
(*) Basado en: i) aranceles del 25% sobre vehículos y autopartes, y del 50% sobre aluminio y acero (tarifas más bajas para Reino Unido, México y Canadá); ii) aranceles del 0% sobre productos farmacéuticos, petróleo, cobre y ciertos bienes electrónicos; iii) aranceles al fentanilo para China, México y Canadá; y iv) aranceles recíprocos del 10%.
Fuente: BBVA Research.

Tras cierta distensión, EE. UU. volvió a subir aranceles a fines de mayo, con gravámenes al acero y aluminio del 50%; siguen las negociaciones y persisten disputas sobre la validez legal de los aranceles

Las perspectivas de crecimiento se han deteriorado en EE. UU., pero no en China ni en la Eurozona

CRECIMIENTO DEL PIB (*)

(%, CAMBIO CON RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR ENTRE PARÉNTESIS)



(*) El PIB global creció 3,4% en 2024 y se prevé que aumente 3,0% en 2025 y 3,1% en 2026, respectivamente tres y dos décimas por debajo de lo esperado en el 1T25

(p): previsión.

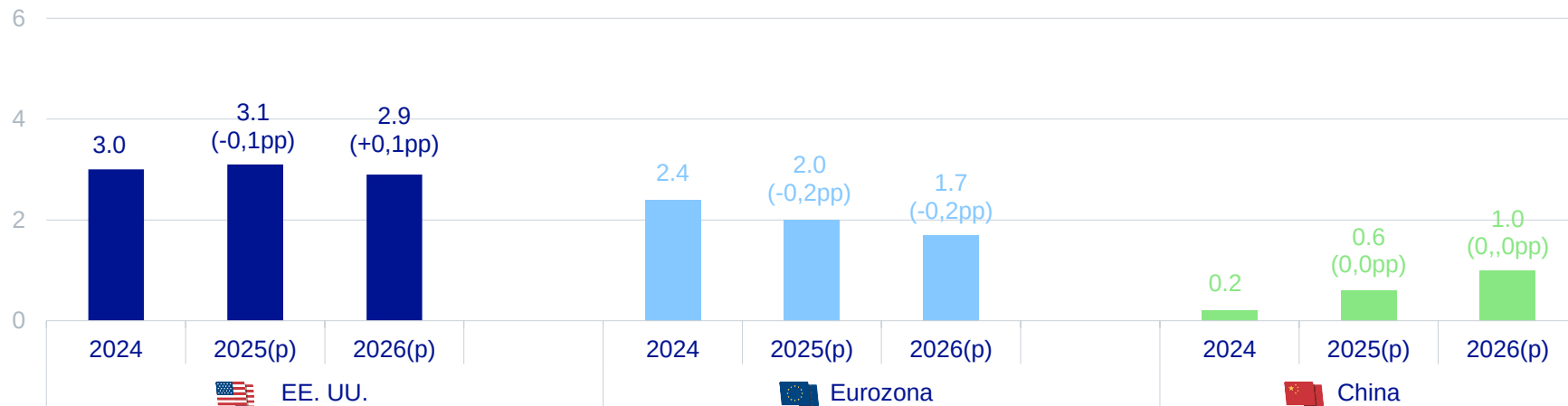
Fuente: BBVA Research

Menor crecimiento en EE.UU. por mayor incertidumbre y datos débiles en el 1T25 (potencialmente compensados por un repunte en 2T25); el crecimiento se apoyará en tarifas más bajas de lo previsto y estímulos en China, así como mayor gasto fiscal, menor inflación y tipos más bajos en Europa

La inflación repuntará en EE. UU. tras la subida de aranceles, y seguirá contenida en la Eurozona y China

INFLACIÓN GENERAL, BASADA EN EL IPC

(A/A %, MEDIA DEL PERÍODO, CAMBIO CON RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR ENTRE PARÉNTESIS)



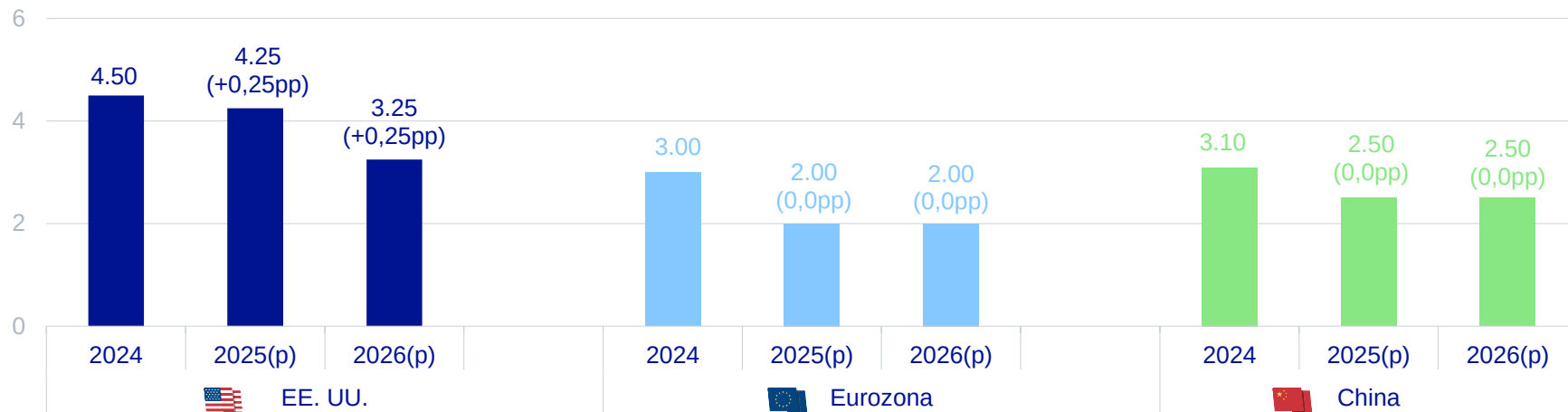
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research

Los menores precios de la energía y la débil demanda apoyan una inflación contenida, salvo en EE.UU., donde los aranceles aumentarán los costes de producción; un euro más fuerte también limitará las presiones de precios en Europa

La Fed mantendrá las tasas sin cambios por más tiempo; el ciclo de recortes del BCE (probablemente) ha terminado

TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA (*)

(%, FIN DE PERÍODO, CAMBIO CON RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR ENTRE PARÉNTESIS)



(p): previsión.

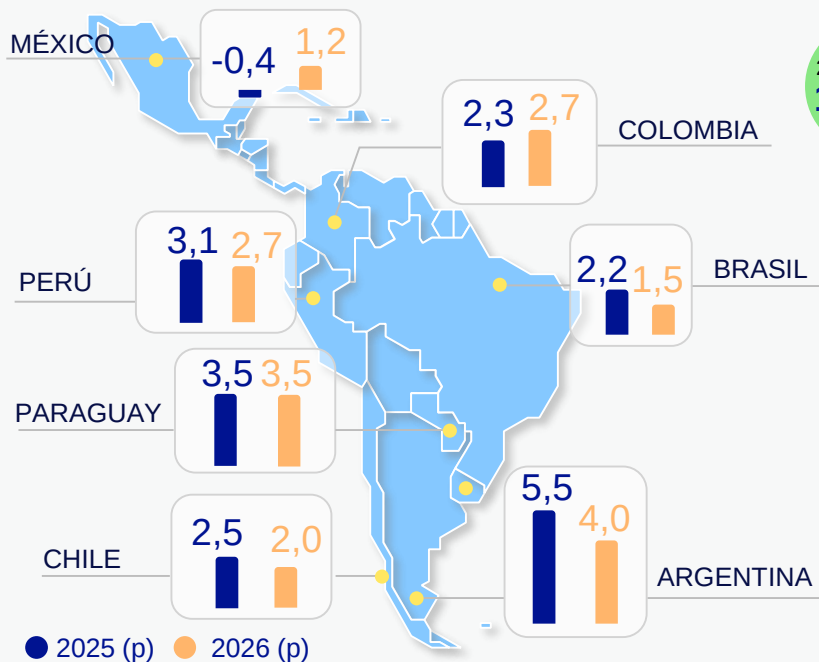
(*) En el caso de la Eurozona, tipos de interés de la facilidad de depósitos.

Fuente: BBVA Research.

Se prevé que la Fed reduzca las tasas una vez este año (en 4T25), pero el ciclo de recortes seguiría en 2026, al menos si las presiones por aranceles son temporales; en la Eurozona, se espera que las tasas sigan en 2%, pero las dudas sobre el crecimiento y la inflación contenida podrían causar recortes extra

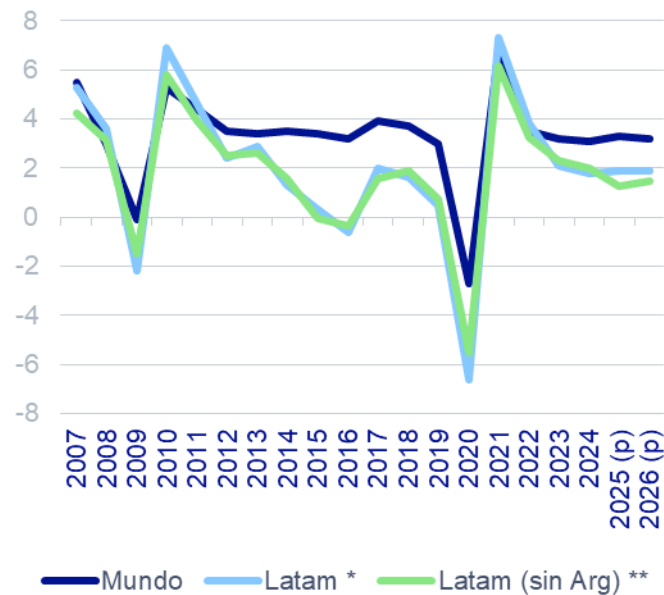
La región mantendría un crecimiento inferior a la media mundial, en torno a 1,9%

CRECIMIENTO DEL PIB (VAR ANUAL, %)



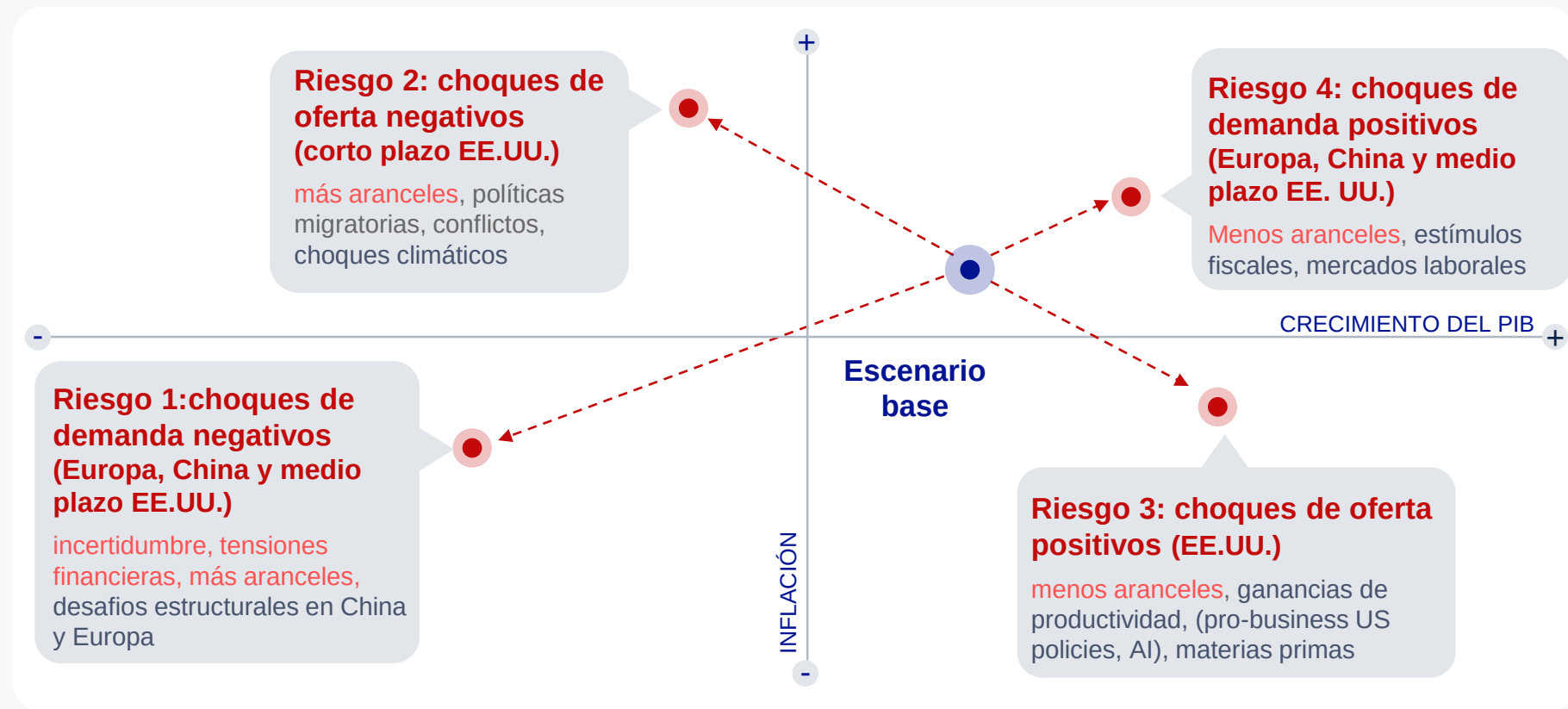
(p): proyección
Fuente: BBVA Research.

PIB MUNDIAL Y LATAM (%)



(p): previsiones BBVA Research. (**): Incluye a Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Paraguay y Uruguay. (*): Incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

Riesgos crecientes, por incertidumbre, tarifas y mayor prima de riesgo en EE. UU.



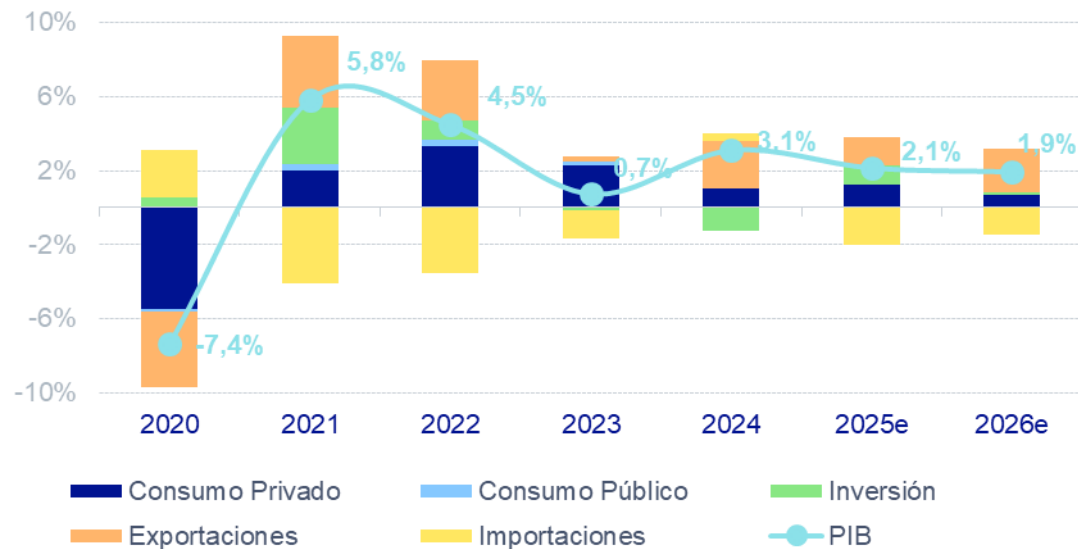
2. SITUACION URUGUAY

Panorama Local

El crecimiento se modera este año tras el rebote de 2024

Esperamos crecimientos del 2,1% para 2025 y de 1,9% para 2026, ligeramente más bajos que el PIB Potencial del 2,5% (MEF)

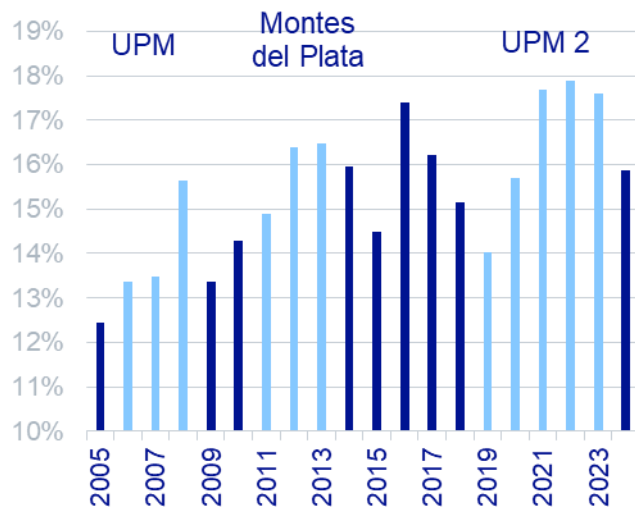
PIB DE URUGUAY Y COMPONENTES (VAR % A/A E INCIDENCIAS)



La inversión desacelera con el fin del complejo UPM2

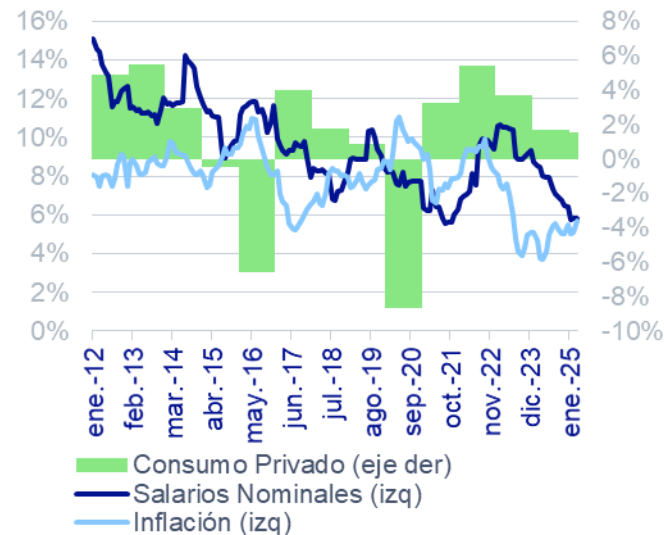
El consumo crece en forma acotada por leve suba de salarios reales

INVERSION PRIVADA (COMO % DEL PIB)



Fuente: BCU, INE y BBVA Research

CONSUMO PRIVADO, SALARIOS E INFLACION (VAR % INTERANUAL)



Fuente: BCU, INE y BBVA Research

La economía mantuvo el dinamismo en el 1T25

El IMAE cerró el trimestre con un crecimiento de 2,2% a/a

- Los indicadores adelantados muestran crecimiento en los primeros tres meses del año.
- La industria crece aún sin refinería: La Teja de ANCAP tuvo su cierre programado por mantenimiento entre sep-23 y may-24 (1T25 crece por efecto base).
- La recaudación del IVA en términos reales muestra buen desempeño en los últimos trimestres en línea con el dinamismo del consumo privado.
- La importación de bienes de capital se recupera significativamente .
- El ICC que releva la consultora Equipos se mantiene en Moderado Optimismo.

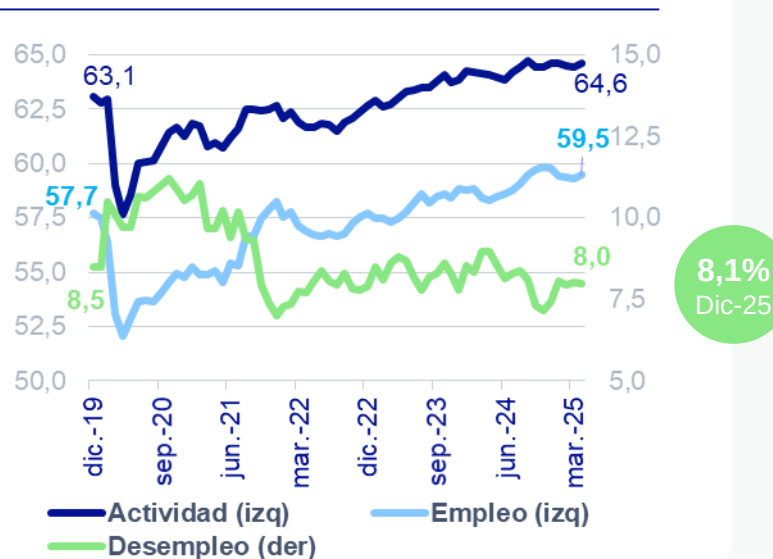
Indicadores (Var % a/a)	1T2024	2T2024	3T2024	4T2024	1T2025
IMAE	0,0%	4,5%	4,4%	3,5%	2,2%
Producción Industrial	-5,5%	1,8%	4,1%	6,3%	9,3%
Producción Industrial (sin refinería)	1,1%	5,4%	2,7%	0,8%	2,5%
Recudación IVA (real)	0,2%	5,9%	5,9%	6,0%	8,8%
Importaciones de Bienes de Capital	-7,0%	1,5%	-7,5%	9,6%	19,5%
Venta de automóviles	4,3%	4,4%	4,9%	5,1%	15,7%
Empleo	2,2%	1,1%	1,2%	2,0%	1,2%
Exportaciones BCU	-8,8%	20,1%	20,1%	17,7%	11,5%
Confianza del Consumidor *Moderado Optimismo	M.O.*	M.O.	M.O.	M.O.	M.O.

Fuente: BCU, INE, MEF, ACAU, Equipos Consultores y BBVA Research

Un mercado laboral estancado en 2025

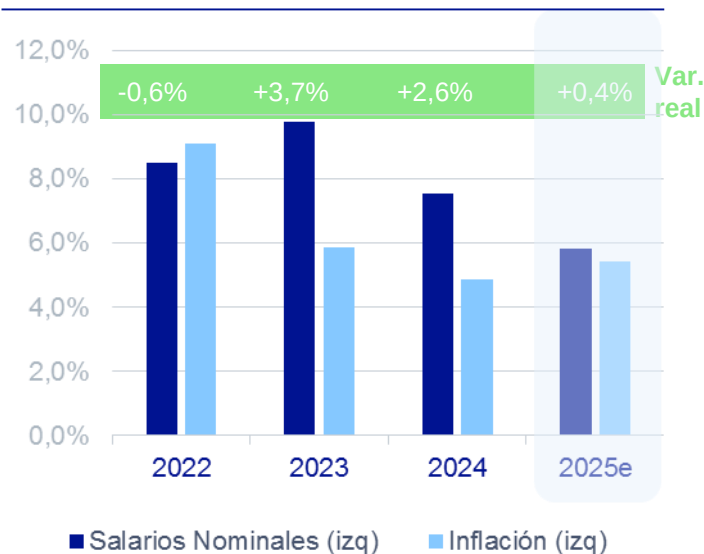
La desaceleración de la actividad frena la creación de empleo, salarios creciendo muy poco

TASA DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y DESEMPLEO
(COMO % DE LA PET Y PEA)



Fuente: INE y BBVA Research

SALARIOS NOMINALES, REALES E INFLACION
(VAR % INTERANUAL, PROMEDIO)



Fuente: BBVA Research sobre datos del INE

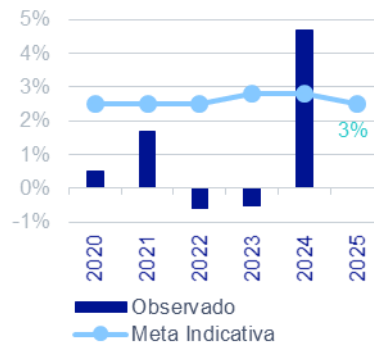
La consolidación fiscal en un *impasse* en 2024

No se cumplieron los pilares 1 y 2 de la Regla Fiscal, el Pilar 3 con cláusula de salvaguarda

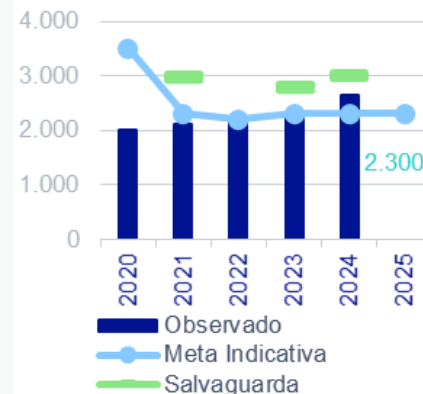
Pilar 1:
Resultado Fiscal Estructural
GC+BPS (%PIB)



Pilar 2:
Var. % del Gasto Real
Primario del GC+BPS



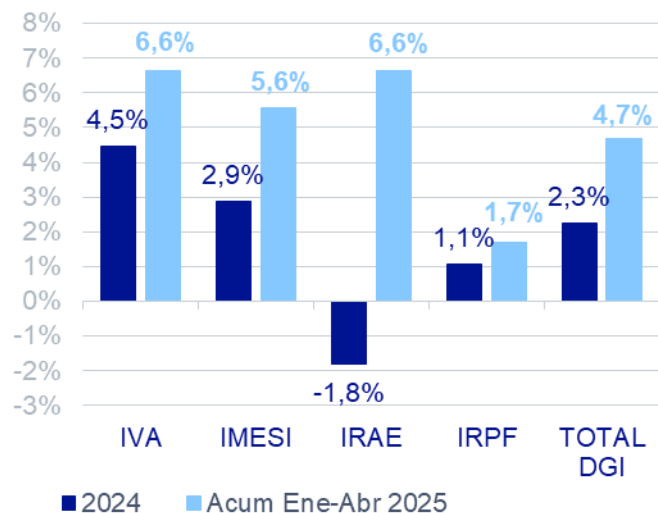
Pilar 3:
Tope de endeudamiento
neto (millones de dólares)



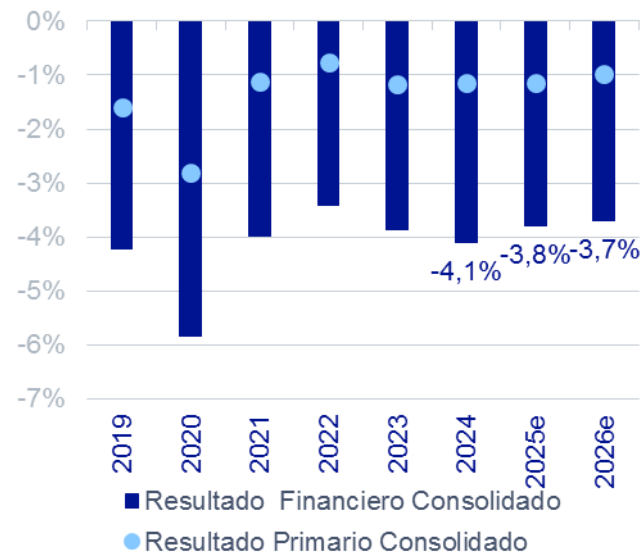
Poco margen de maniobra para lograr la consolidación

La recaudación mejora pero los gastos siguen inflexibles a la baja

RECAUDACION TRIBUTARIA (VAR % A/A , EN TERMINOS REALES)



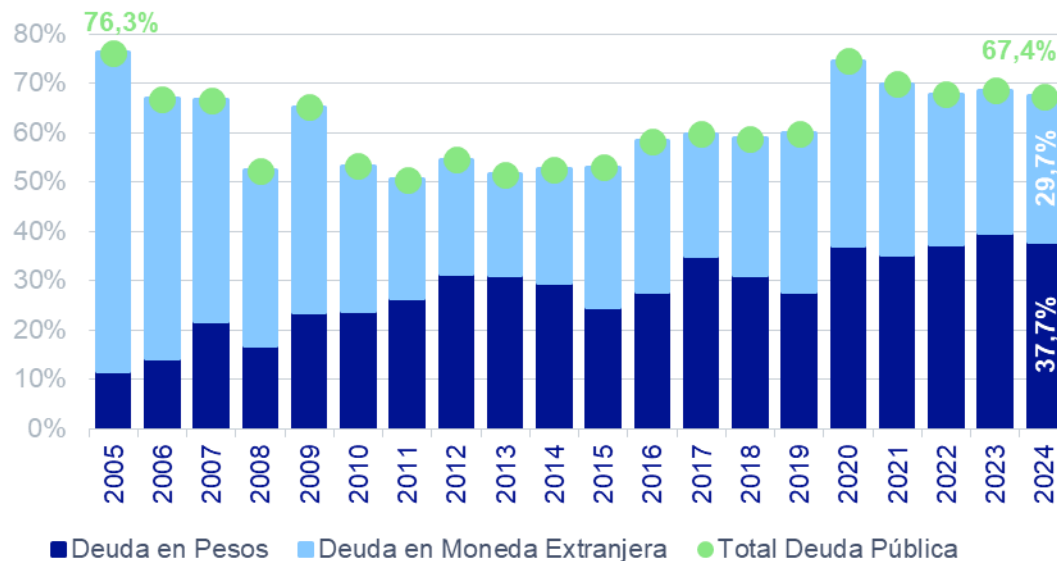
RESULTADO FINANCIERO Y PRIMARIO (EN PORCENTAJE DEL PIB)



La Deuda se mantiene en torno al 67,4% del PIB

La deuda neta del Gobierno Central informada por el MEF cerró 2024 en 53,3% del PIB y también se mantiene relativamente estable

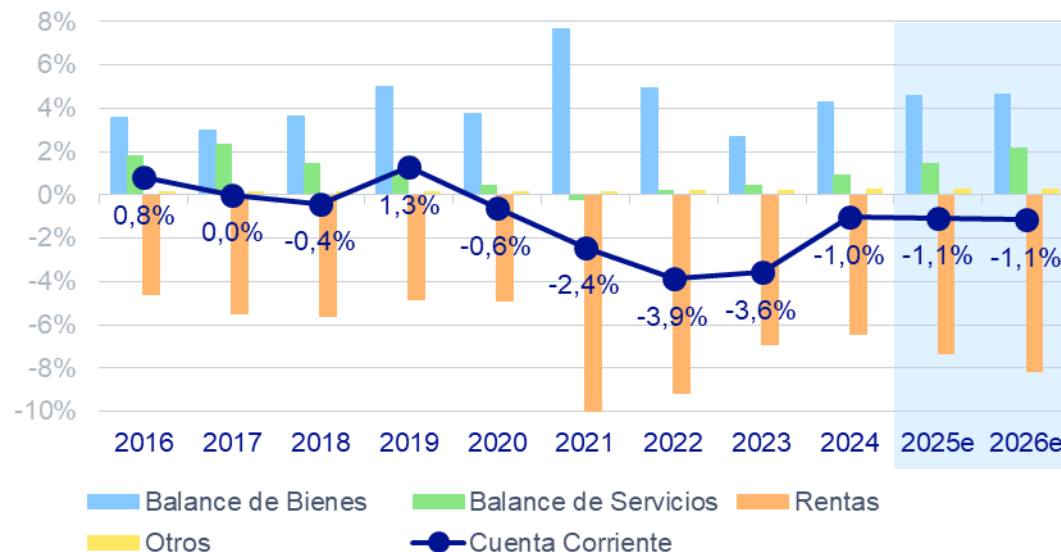
DEUDA BRUTA DEL SECTOR PUBLICO (COMO % DEL PIB)



La cuenta corriente se estabilizará en 2025

Tras mejorar en 2024 la cuenta corriente se ubicará en -1% del PIB en 2025

CUENTA CORRIENTE Y SUS COMPONENTES (COMO PORCENTAJE DEL PIB)



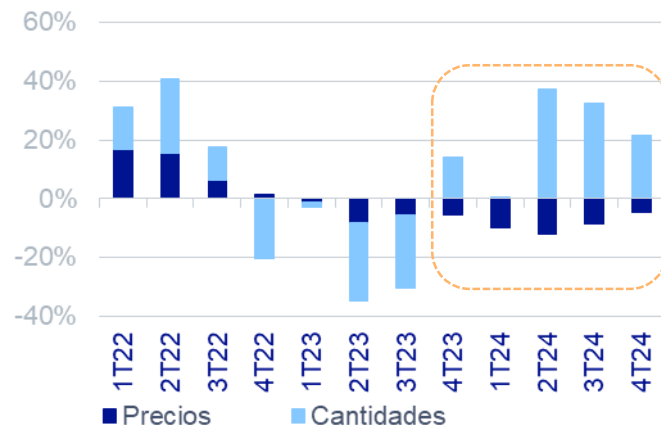
Los precios de las exportaciones no ayudan...

Los términos de intercambio retrocedieron 6,8% en 2024

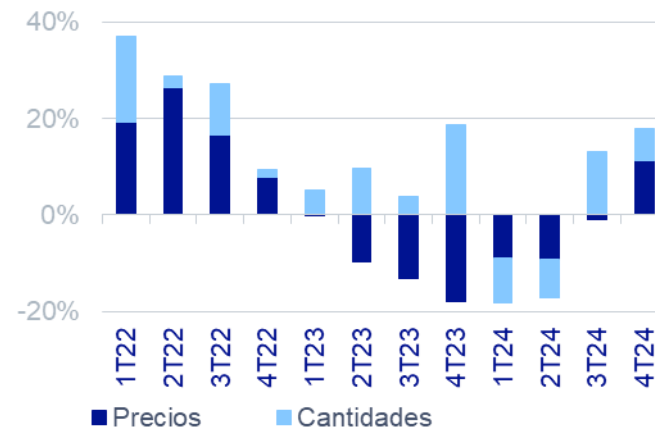
PRECIOS Y CANTIDADES DEL COMERCIO EXTERIOR

(VAR %, A/A)

EXPORTACIONES



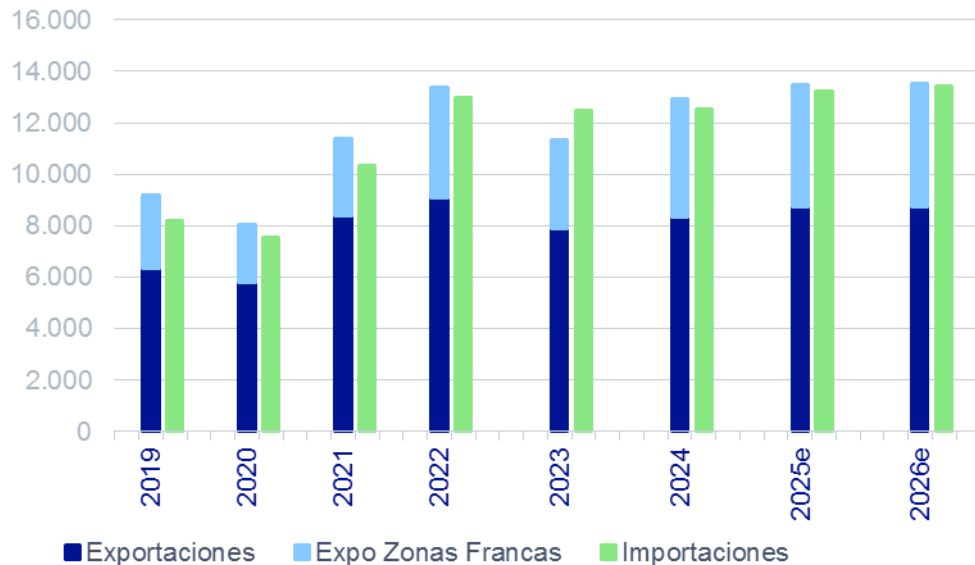
IMPORTACIONES



... y restan holgura a la balanza comercial

Las exportaciones se mantienen firmes pero hay más presión importadora

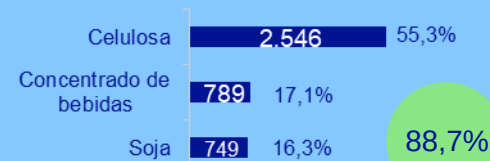
EVOLUCION DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES
(EN MILLONES DE DOLARES)



ORIGEN DE LAS EXPORTACIONES (% , 2024)



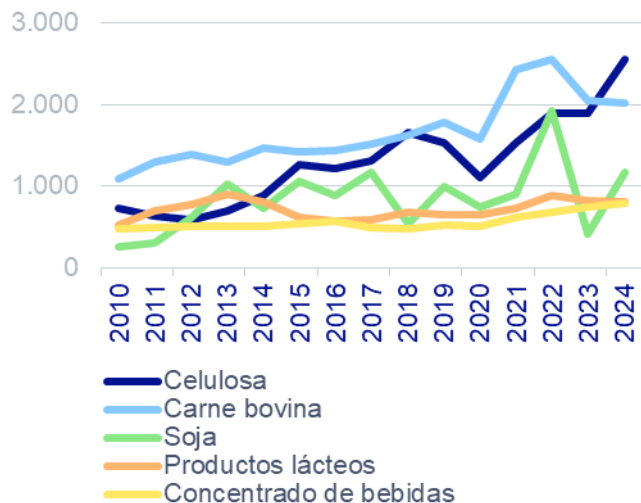
ZONAS FRANCAS +34,5%
EN 2024



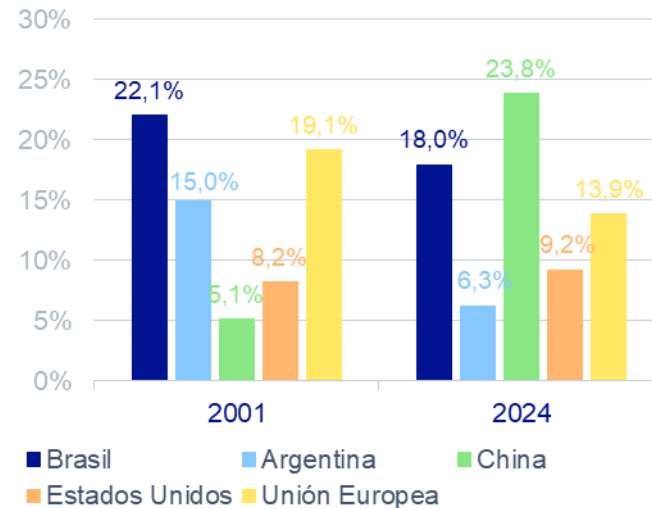
Celulosa y carne al tope de las exportaciones

China y Brasil se consolidan como principales destinos

PRINCIPALES PRODUCTOS EXPORTADOS
(EN MILLONES DE USD)



PRINCIPALES DESTINOS
(EN PARTICIPACION DEL TOTAL EXPORTADO)

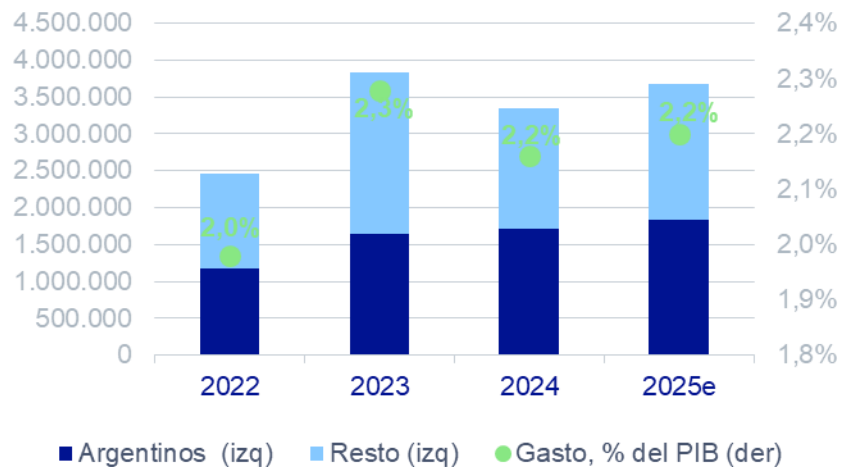


Contenida mejora en las cuentas de turismo

Menor brecha de precios con Argentina

TURISMO RECEPTIVO

(NUMERO DE VISITANTES Y GASTO COMO % PIB)

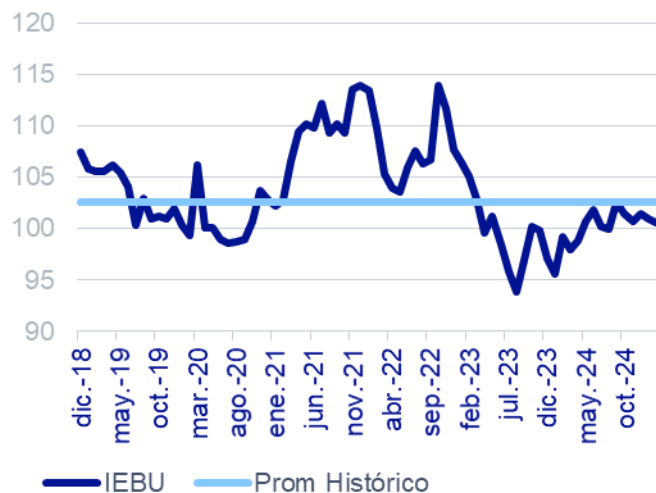


- Esperamos un aumento acotado en el número de visitantes que vendrá principalmente del lado de los argentinos.
- Sin embargo, el gasto en turismo registrará un aumento de apenas unas décimas en los ingresos en dólares, ya que el gasto de argentinos por lo general es más bajo que el de otras nacionalidades.
- La mejora del turismo impacta en sectores de comercios y servicios que impulsan la actividad económica.

Se consolida la fortaleza del peso

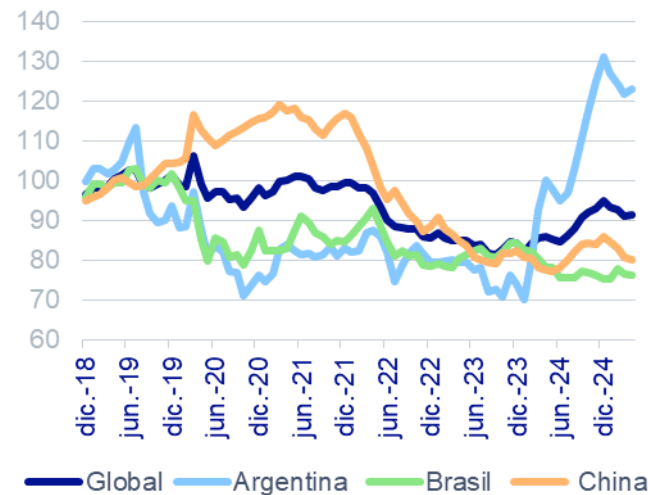
Esperamos que el tipo de cambio alcance UYU/USD 42,1 para diciembre de 2025

EXCEDENTE BRUTO UNITARIO DE LA INDUSTRIA EXPORTADORA (base 100 = 2016)



Fuente: BCU y BBVA Research

TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO (base 100 = 2019)

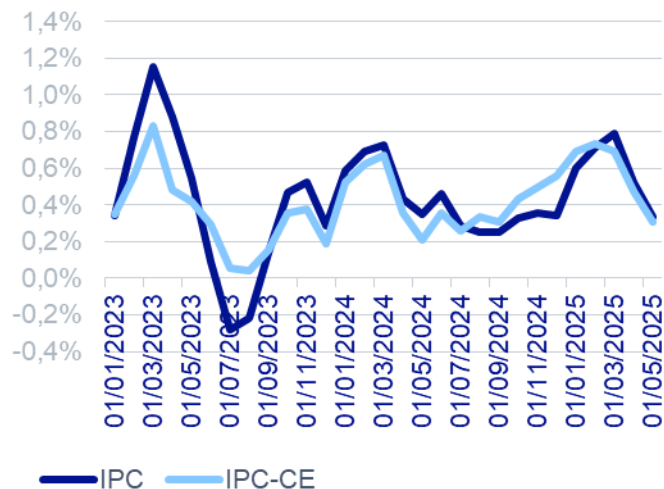


Fuente: BCU y BBVA Research

La inflación da muestras de resistencia

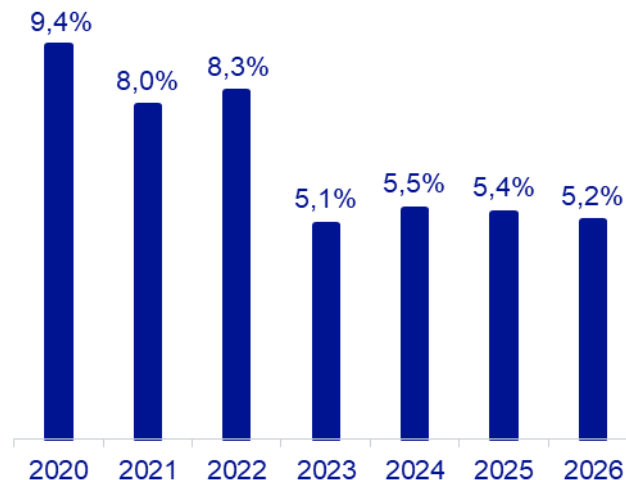
Las expectativas validan un descenso aunque superior al objetivo de 4,5%

INFLACIÓN: NIVEL GENERAL Y NÚCLEO (VAR% A/A PROM MÓVIL 3 MESES)



Fuente: BCU y BBA Research

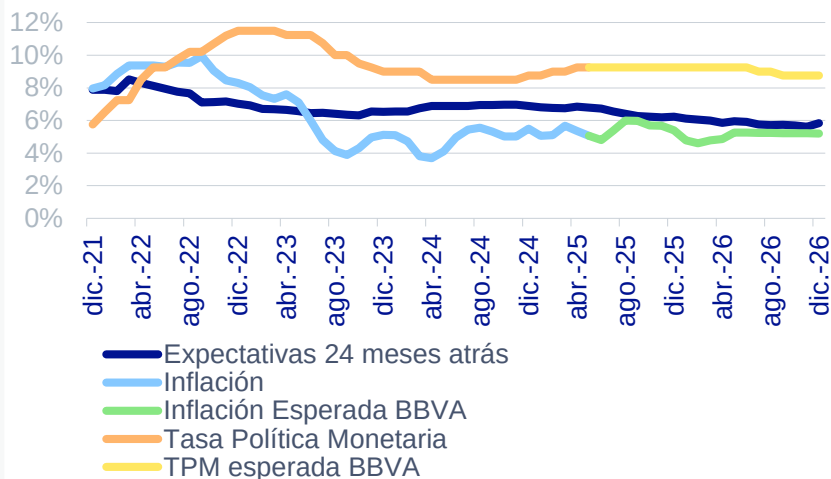
INFLACIÓN (VAR% A/A)



Fuente: BCU y BBA Research

Nuevas autoridades, mismo compromiso

TASA DE POLÍTICA MONETARIA, INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS



- La inflación se mantendrá como el objetivo principal de la política del BCU.
- La calidad de la comunicación de la política monetaria ha dado un notable salto de calidad, pero aún queda espacio de mejora en ciertos agentes de la economía.
- Esperamos que la política monetaria se mantenga en fase contractiva al menos por los próximos 24 meses.

Tabla de Previsiones Macroeconómicas

	Uruguay				
	2022	2023	2024	2025p	2026p
PBI (% a/a)	4,5	0,7	3,1	2,1	1,9
Inflación (% a/a, fdp)	8,3	5,1	5,5	5,4	5,2
Inflación (% a/a, promedio)	9,1	5,9	4,8	5,4	5,1
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	38,9	39,3	43,9	42,1	44,3
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	41,2	38,8	40,2	42,2	43,3
TPM (% fdp)	11,5	9,0	8,8	9,3	8,8
TPM (% promedio)	9,3	10,6	8,6	9,2	9,1
Tasa de desempleo (% fdp)	7,9	7,8	7,4	8,1	8,0
Resultado Fiscal Global (% PIB)	-3,4	-3,9	-4,1	-3,8	-3,7
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,9	-3,6	-1,0	-1,1	-1,1

Disclaimer

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.bbvarresearch.com.

BBVA

Research