



Política Económica y Mercados



Informe de Política Monetaria

Segundo trimestre 2025



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

I. Resumen ejecutivo

I.1 Contexto internacional

Las perspectivas de la economía global presentan un marco general de reducción de la incertidumbre respecto al trimestre pasado. En particular, se percibe un ambiente más propicio para el logro de acuerdos comerciales y cierta baja de tensión en algunos de los principales conflictos que afectan al mundo. Sin embargo, el contexto sigue permeado por tensiones e incertidumbres.

En este marco, la visión sobre el dinamismo global se asemeja a la expuesta en el denominado “Escenario Descompresión” del Informe de Política Monetaria (IPOM)¹ de 2025.I, aunque aún sigue sujeto a un nivel de incertidumbre superior al habitual. De este modo, se espera un crecimiento global similar en 2025 y 2026.

Por su parte la inflación global continuó descendiendo, en un marco de riesgos al alza provenientes de una renovada imposición de aranceles o de nuevas escaladas de los conflictos.

A la persistencia de los riesgos derivados de la confrontación comercial se suman los vinculados a la política doméstica de EE.UU. En particular, la incertidumbre con relación a los recortes de impuestos actualmente en discusión y su impacto en la sostenibilidad fiscal, lo que ha contribuido a mantener la debilidad del dólar a nivel global.

En la región, Argentina continuó creciendo en el primer trimestre, impulsado por el dinamismo del consumo privado. Asimismo, la inflación mensual de mayo alcanzó un mínimo desde 2017, aunque en el entorno de 1,5%, y se mantuvo en un guarismo similar en junio. Sin embargo, el saldo de cuenta corriente resultó más deficitario de lo esperado, lo que incrementa los riesgos para el segundo semestre. Además, en las últimas semanas se observa una tendencia a la depreciación, ubicando la cotización del dólar más cercano al límite superior de la banda de flotación.

La actividad en Brasil creció por encima de lo esperado durante el primer trimestre, impulsada por el sector agropecuario. A su vez, la inflación se moderó en el margen y sus expectativas para 2025 de los analistas encuestados por el banco central (BCB) comenzaron a reducirse. Sin embargo, permanecen por encima del rango de tolerancia y convergen al límite superior para 2026. En ese marco, el último COPOM resolvió volver a incrementar la tasa Selic, alcanzando el máximo valor en 20 años.

I.2 Contexto interno

En el primer trimestre la actividad económica aumentó 0,5% (variación trimestral desestacionalizada) y se ubicó 3,4% por encima del nivel de un año atrás, algo por debajo de lo esperado.

A nivel sectorial, el crecimiento interanual fue impulsado por la refinación de petróleo y los servicios. Por el lado del gasto, se registró una expansión de la demanda interna, con aumentos del gasto en consumo final y de la formación bruta de capital, y las importaciones de bienes, que no fue compensada por el aumento de las exportaciones, generando una contracción de la demanda externa neta.

De acuerdo con indicadores de alta frecuencia y proyecciones de corto plazo de los servicios, se espera que la actividad continúe expandiéndose a nivel similar en los próximos dos trimestres en términos desestacionalizados, impulsada por el consumo privado.

Por otra parte, en el año cerrado en marzo el saldo de la Cuenta Corriente y de Capital (CCK) de la Balanza de Pagos (BP) registró un déficit de 1,1% del Producto Bruto Interno (PIB), disminuyendo en 1,8 p.p. (puntos porcentuales) respecto a igual periodo del año anterior. A nivel institucional, se observó una profundización del resultado negativo del Sector Público (de 3,2% a 3,6% del PIB), mientras que el Sector Privado registró un mayor ahorro neto (de 0,4% a 2,6% del PIB).

La apreciación nominal del peso contribuyó al leve descenso del Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE), el que se apreció 1,3% en el segundo trimestre (junio preliminar) con respecto al inmediato anterior, explicado principalmente por la relación con China. Mientras tanto, en el segundo trimestre de 2025 el Tipo de Cambio Real de Fundamentos (TCRF) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres versiones de modelos macroeconómicos) se depreciaría levemente con respecto al trimestre anterior. Esto, junto a la apreciación del TCRE, estaría determinando una ampliación de la brecha de TCR, ubicándose en -9,9% (estimación puntual promedio de 3 metodologías) o -5,6% (estimación puntual promedio de 5 metodologías, incluyendo filtros estadísticos).²

Por otro lado, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU), que mide la rentabilidad de la industria exportadora y que se dispone con mayor

¹ <https://www.bcu.gub.uy/Politica-Economica-y-Mercados/Paginas/Informe-de-Politica-Monetaria.aspx#ipom>

² Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 19 en la serie de box metodológicos.

rezago, acumuló una caída de 1,8% en el promedio del primer trimestre respecto al trimestre anterior, revirtiendo el aumento observado en el informe anterior.

Finalmente, en el año culminado a mayo el Sector Público Global (SPG)³ tuvo un resultado deficitario de 3,8% del PIB. Mientras tanto, en el año a marzo 2025 se observó un aumento del endeudamiento neto, el que se ubica en 43,1% del PIB. En términos más generales, se mantienen las fortalezas financieras, como la participación de la moneda nacional en la deuda soberana, un perfil de vencimientos que no muestra presiones puntuales en los próximos años, el acceso a líneas de crédito contingentes con organismos internacionales y el nivel de los activos de reserva. Esta solidez se refleja en la percepción de los mercados: el riesgo soberano se mantiene en niveles inferiores a sus pares de la región y la deuda soberana de Uruguay tiene la calificación más alta de su historia por parte de las principales agencias calificadoras de riesgo.

1.3 Desempeño reciente de la inflación y de las expectativas inflacionarias

En el segundo trimestre del año la inflación interanual se redujo 1,1 punto porcentual respecto al trimestre anterior y se ubicó en 4,6%. De esta forma, la inflación se ha mantenido dentro del rango de tolerancia de 4,5% +/- 1,5% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) por más de dos años consecutivos.

La caída de la inflación general en el trimestre estuvo guiada por la desaceleración tanto del núcleo inflacionario (IPCX) como del IPC Resto.

La dinámica descendente del núcleo inflacionario estuvo impulsada por su componente transable (TX), al influjo de la apreciación del peso uruguayo y la caída en el precio de *commodities* relevantes para la inflación uruguaya, con excepción de carne y lácteos. Mientras tanto, el componente No Transable de Exclusión (NTX), volvió a mostrar una leve reducción en términos interanuales en el trimestre, alcanzando nuevos mínimos, lo que constituye un hecho auspicioso en el funcionamiento del esquema de metas de inflación.

Finalmente, el IPC Resto se redujo tanto por la caída de frutas y verduras, como por la moderación de los precios administrados, aunque más ligeramente.

Asimismo, los tres indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU a través de encuestas para el HPM (a 24 meses), mostraron señales homogéneas de desaceleración respecto al trimestre anterior. Así, el indicador resumen de

estas tres encuestas se redujo 64 p.b. respecto al trimestre anterior y se ubicó en 5,5% en junio 2025. A nivel individual, en el trimestre la mediana de la encuesta a operadores primarios mostró una reducción de 87 p.b., la correspondiente a analistas cayeron 55 p.b. y la referente a la encuesta a empresarios se redujo 50 p.b, luego 7 meses de estabilidad. Estas 3 mediciones se ubican en sus respectivos mínimos históricos: las de mercados financieros y analistas se encuentran ambas en 5,2% y la de los empresarios alcanzan 6%.

Por último, cabe destacar que las expectativas de analistas a mediano plazo (5 años) se redujeron de 20 p.b. y alcanzaron a 5%, igualando su mínimo histórico y muy cercano al objetivo del BCU.

1.4 Proyecciones macroeconómicas para el horizonte de política

En el escenario de referencia la economía crecería en torno a 2,5% anual, su ritmo de tendencia, en todo el HPM. El principal motor de crecimiento continuaría siendo el consumo privado.

Por su parte, la inflación evolucionaría dentro del rango de tolerancia y muy cercana al objetivo de 4,5% durante todo el HPM. Esta senda es inferior a la presentada en los dos escenarios incluidos en el IPOM anterior. Esta evolución es compatible con un menor dinamismo de los precios de los bienes transables, en un marco de menores presiones cambiarias, una política monetaria en fase contractiva-neutral en el horizonte de política, y coordinación de políticas macroeconómicas.

1.5 Decisiones de política monetaria

En la reunión del 8 de julio, el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 p.b., alcanzando un valor de 9%.

En un marco de caída de la inflación general y de sus expectativas y de revisión a la baja de las proyecciones de inflación del Banco Central, este valor de TPM implica que aún con la baja de la tasa nominal, la instancia de política se mantiene en terreno contractivo. Esta instancia busca contribuir a la convergencia de la inflación y sus expectativas al 4,5% anual hacia el final del horizonte de política.

Esta decisión se tomó por unanimidad, y en la medida en que la inflación evolucione conforme a lo esperado y las expectativas de los agentes sigan descendiendo, el BCU entiende que podría haber espacio para continuar revisando la tasa de interés a la baja.

³ El Sector Público Global incluye: Gobierno Central, Banco de Previsión Social, Empresas Públicas, Banco Central del

Uruguay, Gobiernos Departamentales y Banco de Seguros del Estado.

II. El contexto macroeconómico de la política monetaria

II.1. La situación internacional y regional

La economía mundial enfrenta todavía una elevada incertidumbre, debido a la aún no resuelta guerra comercial que, a su vez, se enmarca en un ambiente de tensión geopolítica. Sin perjuicio de lo anterior, la retórica se redujo y se avanzó en negociaciones por nuevos acuerdos comerciales. En tal sentido, EE.UU. prorrogó la fecha límite para el fin de las negociaciones, pese a la amenaza directa de nuevos aumentos de aranceles para países con lo que no se han logrado avances en las negociaciones.

En cuanto a la región, en Argentina se observa un desempeño favorable en actividad, inflación y resultado fiscal, mientras que persisten riesgos para el segundo semestre. En particular, transcurridos casi dos meses desde el cambio del esquema cambiario, se observó un fuerte incremento en la demanda de dólares por parte del sector privado, que fue en parte contenida por la oferta proveniente del sector agrícola. Dicha oferta se reduce estacionalmente en la segunda mitad del año, con lo que la expectativa de ese menor ingreso de dólares ya estaría presionando la cotización del dólar. De esta forma, el precio de la divisa estadounidense se movió hacia la franja superior de la banda de flotación divergente.

Por su parte, Brasil registró crecimiento durante el primer trimestre, impulsado por el sector agropecuario. Para 2025 se espera una desaceleración, guiada por un contexto externo desfavorable y las políticas contractivas monetaria y fiscal. En los últimos meses se observaron mejoras en el plano inflacionario, donde las expectativas de los analistas para 2025 comenzaron a ceder, aunque permanecen aún por encima del rango de tolerancia. En este contexto, el BCB decidió la mencionada suba de la tasa de interés, la que se ubica en 15%.

Actividad global

La economía mundial enfrenta aún un elevado nivel de incertidumbre, enmarcado en tensiones geopolíticas y negociaciones comerciales en curso. No obstante, en el margen, las señales recientes son alentadoras. EE.UU. ha avanzado en la concreción de acuerdos comerciales y ha prorrogado la fecha límite para la implementación de nuevos aumentos de aranceles a países con los que no se han logrado avances.

De esta forma, las perspectivas para el crecimiento global son similares a las evaluadas en el último COPOM. En su informe de junio, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) corrigió levemente a la baja la proyección de crecimiento mundial para 2025 y 2026 respecto a lo publicado en marzo. Así, la proyección para 2025 pasó de 3,1% a 2,9% y para 2026 de 3,0% a 2,9%⁴. Estas cifras son menores que el desempeño en 2024, explicada por el menor crecimiento esperado de EE.UU., China, México y Canadá.

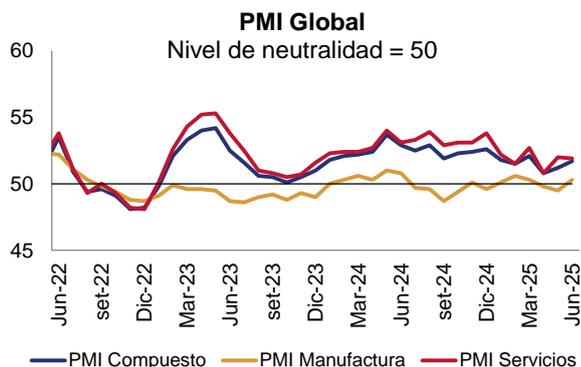
En EE.UU. se registró una contracción del nivel de actividad durante el primer trimestre de 0,5% desestacionalizado y anualizado, en relación al cuarto trimestre de 2024. Esta caída se debió en buena medida al incremento de las importaciones, presumiblemente como consecuencia de la búsqueda por anticiparse a la imposición de aranceles. Esta evolución fue parcialmente compensada por el dinamismo de las inversiones y, en menor medida, por el consumo. En este marco, la OCDE recortó en junio su proyección de crecimiento para EE.UU. respecto a su informe de marzo desde 2,2% a 1,6% y desde 1,6% a 1,5%, para 2025 y 2026, respectivamente.

En la Zona Euro (ZE) se observó un crecimiento de 0,6% desestacionalizado en el primer trimestre, por encima de la expectativa de los agentes. Entre las economías más importantes del bloque, fueron España y Alemania las que exhibieron mayor dinamismo. La OCDE mantuvo en junio su previsión de crecimiento para la ZE en 1,2% para 2025 y en 1,0% para 2026.

Mientras tanto, China se expandió 1,2% en el primer trimestre respecto al cuarto de 2024 en términos desestacionalizados, expansión inferior a lo que esperaba el consenso del mercado. En este contexto, las autoridades chinas vienen enfatizando que el país posee numerosas herramientas para estimular el crecimiento, en particular el consumo, a fin de contrarrestar los impactos de las mayores restricciones al comercio. La OCDE redujo levemente su proyección de crecimiento en comparación con la de marzo, y espera un crecimiento de 4,7% y 4,3 para 2025 y 2026, respectivamente.

Entre los datos de alta frecuencia globales, los Purchasing Managers Index (PMI) exhiben cierta heterogeneidad: por un lado, el sector servicios se desacelera en el margen, mientras que se acelera moderadamente el sector manufacturero. Ambos indicadores se posicionan por encima del nivel de neutralidad (50 puntos).

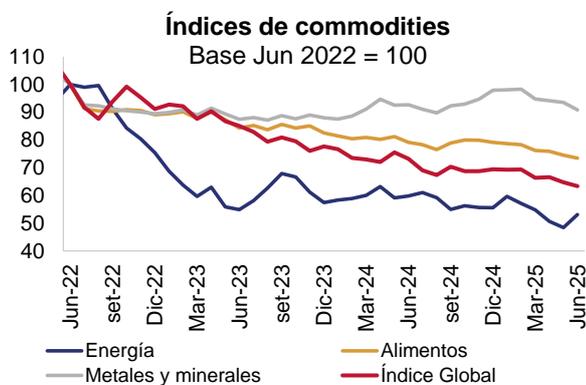
⁴ OCDE, Economic Outlook (Junio 2025).



Fuente: Bloomberg.

Materias primas

Los precios de las materias primas en líneas generales muestran una tendencia declinante en los últimos meses. No obstante, se destacan algunos movimientos al alza: entre los energéticos, el petróleo se vio impulsado por la intensificación temporal del conflicto bélico en Medio Oriente, aunque luego retornó a los niveles anteriores al conflicto. Entre los metálicos, se advierte un sensible impacto al alza en el precio del cobre tras el anuncio de imposición de un arancel del 50% por parte de EE.UU., que no se recoge en el promedio de junio; por último, entre los alimentos, el precio de la carne y de los lácteos exhiben aumentos.



Fuente: Banco Mundial.

Mercados financieros globales e inflación

La inflación global exhibe una trayectoria descendente. Sin embargo, la imposición de aranceles o una nueva intensificación de los conflictos bélicos suponen riesgos al alza.

La mayoría de los bancos centrales ha continuado con su ciclo de recorte de tasas. El Banco Central Europeo (BCE) recortó sus tasas por séptima vez consecutiva, en un contexto inflacionario más benigno y con mayores riesgos para el crecimiento. También entre los emergentes la evolución fue hacia una política monetaria más expansiva.

Por otro lado, las expectativas del mercado respecto a los recortes de la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos

(FED) para este año se mantienen en dos recortes de 25 p.b. cada uno, en línea con lo que espera en mediana el Comité de Política Monetaria de la FED. En su última reunión en junio, la institución mantuvo el rango de la tasa de interés en 4,3%-4,5%. El contexto de alta incertidumbre y el imperante riesgo de alteración de las reglas del juego por parte de EE.UU. -ya sea por la imposición de aranceles, la aplicación de una política fiscal sumamente laxa o por amenazas a la independencia de la FED-, viene erosionando el rol del dólar y de los bonos soberanos estadounidenses como refugio.

EE.UU.: Tasa de rendimiento a 10 años (%)

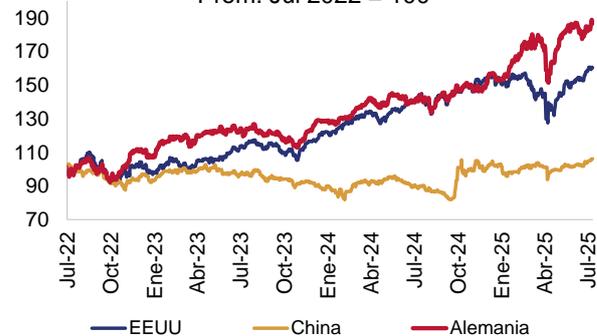


Fuente: Fed.

Más allá de la incertidumbre global imperante, los mercados bursátiles reflejan optimismo. En tal sentido, las renovadas disputas arancelarias y la falta de certeza para los inversores no condujeron a una mayor aversión al riesgo, y los activos de renta variable se recuperaron tras el shock inicial que causó el "Liberation Day" en abril. No obstante, el riesgo de que finalmente se terminen imponiendo aranceles elevados que socaven el crecimiento económico y solivianten la inflación permanece latente.

Índices accionarios globales

Prom. Jul 2022 = 100

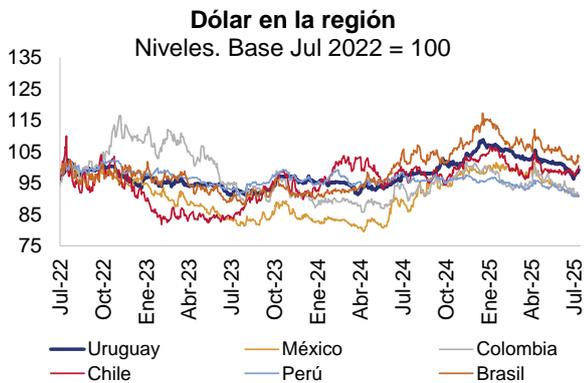


Fuente: Bloomberg.

La región

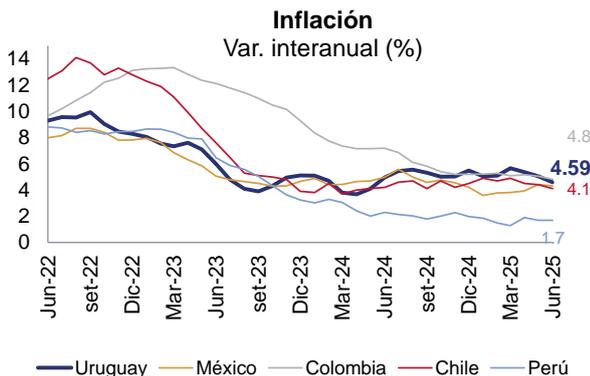
Las monedas de la región han seguido la tendencia global y se apreciaron con relación al dólar. La depreciación observada del dólar contribuye con el proceso deflacionario que atraviesan las economías

de la región, que paulatinamente se acercan a los objetivos de sus bancos centrales.

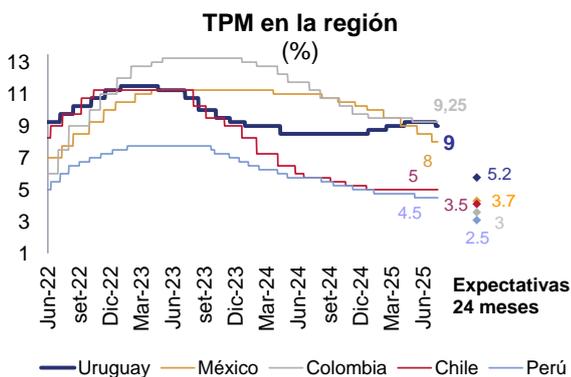


Fuente: Bloomberg y BCU.

Este proceso desinflacionario y la convergencia de las expectativas de inflación a los objetivos, conduce a que la política monetaria continúe avanzando en su relajamiento del ciclo contractivo, más allá de las diferentes velocidades que se observan entre los países.



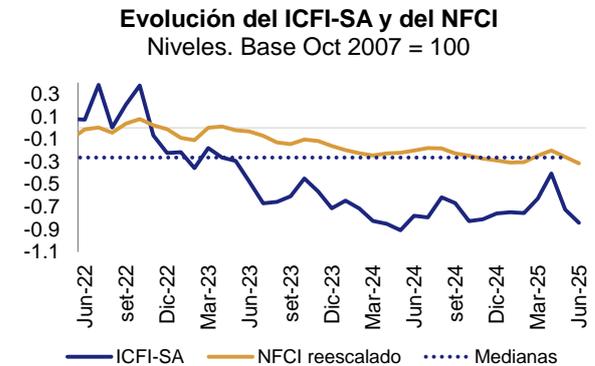
Fuente: BCU, BRC, BCCH, BANXICO, BRP.



Fuente: BCU, BANXICO, BRC, BCCH, BRP.

Las condiciones financieras para la región pueden resumirse en el Indicador de Condiciones Financieras para las Economías Sudamericanas (ICFI-SA) elaborado por el BCU. Éste es construido

para captar los ciclos financieros específicos de la región⁵.



Fuente: BCU. Cuando una serie se ubica por encima (por debajo) de su mediana histórica, el contexto es relativamente desfavorable (favorable). Se entiende como "condición desfavorable" cuando existe un menor acceso al financiamiento externo y/o el financiamiento disponible es más costoso.

En la gráfica se observa que las condiciones financieras regionales continuaron relajándose en mayo-junio, tras el deterioro registrado en abril, cuando las tensiones comerciales alcanzaron su pico de tensión.

En Brasil, el dato de actividad del primer trimestre presentó un crecimiento de 1,4%, lo cual constituye una aceleración respecto al trimestre anterior. Según los datos de alta frecuencia del segundo trimestre, la economía brasileña muestra algunas señales de desaceleración a medida que se profundiza el impacto contractivo de las política monetaria y fiscal. La mediana de los analistas encuestados por el BCB presentó una expectativa de crecimiento de 2,2% para 2025 y 1,9% para 2026.

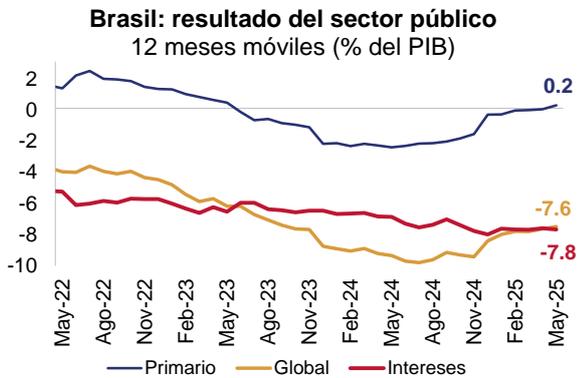


Fuente: BCB.

El dinamismo que mostró la economía brasileña hasta el primer trimestre de 2025 y las políticas de estímulo a la demanda constituyeron una presión adicional sobre la inflación. Además, la evolución

⁵ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 17 en la serie de box metodológicos.

de la desafiante situación fiscal permanece como el aspecto central para los inversores.



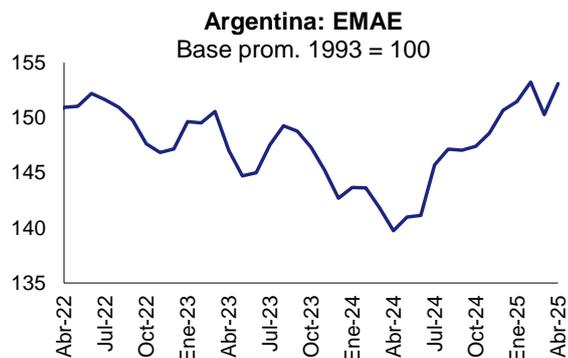
Fuente: BCB

El BCB intensificó el sesgo contractivo de la política monetaria en el último COPOM con una suba de 25 p.b. que ubicó tasa de política en 15%, el valor más elevado de los últimos 25 años.

La política del BCB comenzó a tener efectos sobre las expectativas: según las últimas encuestas, los analistas recortaron a la baja sus previsiones esperan en mediana que la inflación termine 5,2% en 2025 y 4,5% en 2026, en ambos casos por encima de la meta de 3% fijada por la autoridad monetaria.

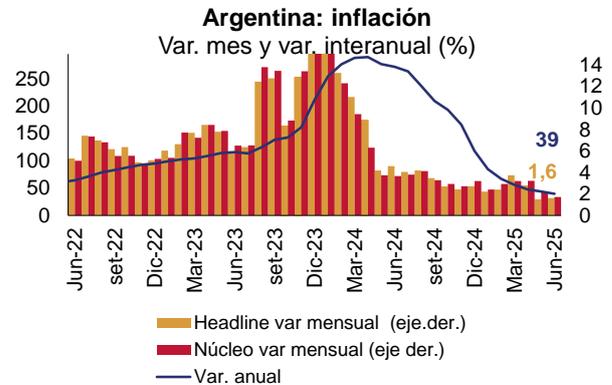
En este contexto, el COPOM señaló que se trata de la última suba de este ciclo, al tiempo que los analistas esperan que la tasa permanezca en ese nivel hasta fin año.

Mientras tanto, en Argentina el PIB volvió a crecer en el primer trimestre: 0,8% desestacionalizado frente al cuarto trimestre de 2025. De esta forma, la economía argentina crece por tercer trimestre consecutivo, aunque el PIB a precios constantes aún se ubica por debajo del máximo de la serie alcanzado durante el segundo trimestre de 2022. Los indicadores adelantados de consumo señalan a un descenso en el ritmo de crecimiento. Los analistas consultados por el BCRA esperan, en mediana, un crecimiento de 5% para 2025 y de 3,5% para 2026.



Fuentes: INDEC.

La inflación se ubicó en 1,6% mensual en junio y se mantuvo por debajo de 2% por segundo mes consecutivo. La variación interanual fue 39,4%, el valor más bajo desde enero de 2021.



Fuentes: INDEC.

Tras la implementación del nuevo esquema de flotación del dólar entre bandas divergentes, la cotización pasó de fluctuar en torno al centro de la banda a situarse más cerca de su límite superior en las últimas semanas. Esta evolución del dólar supondrá una dificultad adicional para continuar con el actual proceso desinflacionario.

Si bien el superávit fiscal se mantiene firme, el congreso aprobó una serie de iniciativas que, en su conjunto, aumentan el gasto público en 0,7% del PIB, lo que supone un riesgo para el ancla fiscal. Esta situación derivó en un incremento del riesgo soberano, que volvió a superar los 700 p.b.

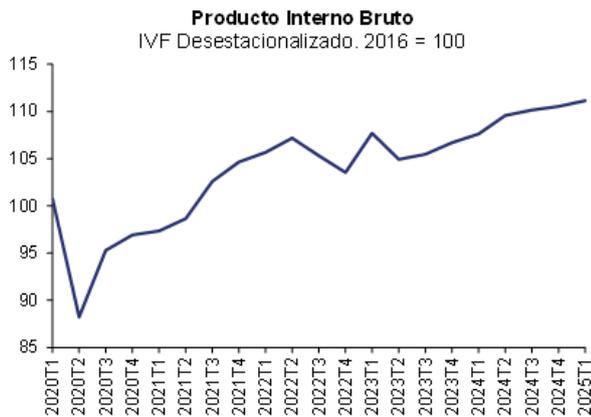
Por otro lado, el saldo de cuenta corriente resultó fuertemente deficitario ya en el primer trimestre, situación que tendería a profundizarse en la segunda parte del año por la estacionalidad de las exportaciones.

II.2. La economía uruguaya

II.2.1. Nivel de actividad y empleo

Primer trimestre de 2025

En el primer trimestre del año la actividad económica exhibió un crecimiento desestacionalizado de 0,5% respecto al cuarto trimestre 2024, consistente con un crecimiento interanual de 3,4%.



En la comparación interanual, la expansión fue impulsada principalmente por la industria manufacturera, y varios servicios. En menor medida, incidieron positivamente las actividades primarias. Contrarrestaron parcialmente, las actividades de energía eléctrica, gas y agua.

PIB Oferta: pimer trimestre 2025		
	Variación interanual	Incidencia
Agropecuario, Pesca y Minería	4,0%	0,2%
Industria manufacturera	17,6%	1,6%
Energía eléctrica, Gas y Agua	-7%	-0,2%
Construcción	-1%	0%
Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas	2,3%	0,3%
Transporte y almacenamiento, Información y Comunicaciones	-1,0%	0%
Servicios financieros	5,0%	0,3%
Actividades profesionales y Arrendamiento	1,6%	0,1%
Actividades de administración pública	1,7%	0,1%
Salud, Educación, Actividades inmobiliarias y Otros servicios	1,9%	0,5%
VALOR AGREGADO a precios básicos	3,1%	2,7%
Impuestos menos subvenciones a los productos	6%	0,7%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	3,4%	3,4%

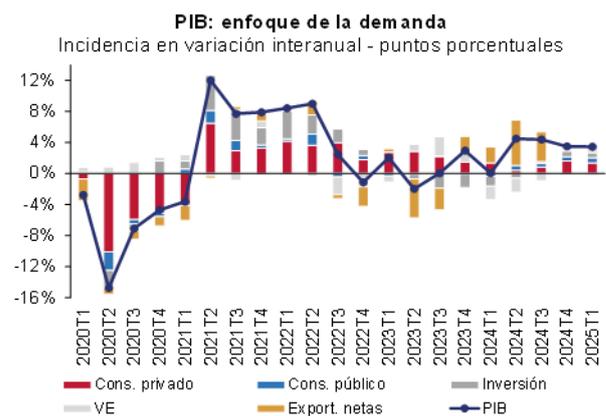
La expansión de la industria manufacturera se explica por el desempeño de la refinación de petróleo, que muestra un crecimiento importante en relación al mismo trimestre del año anterior, período en el cual la refinería de ANCAP se encontraba cerrada por mantenimiento.

Por el lado del gasto, se observó un incremento de la demanda interna, tanto del gasto en consumo final como de la formación bruta de capital. Asimismo, se observó una caída de la demanda externa neta.

Las exportaciones de bienes y servicios crecieron 4,2% en el primer trimestre respecto a un año atrás, al impulso del turismo receptivo, principalmente de argentinos. Asimismo, las exportaciones de bienes se expandieron ante mayores colocaciones de carne, ganado en pie, productos de molinería, celulosa y lácteos, que compensaron la caída de las

ventas externas de trigo y cebada. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios crecieron 5,6% interanual. Dentro de estas se registraron mayores importaciones asociadas a consumo duradero, vehículos automotores y prendas de vestir. En lo que refiere a las importaciones de servicios, se verificó un crecimiento de las importaciones de agencias de viaje y de servicios de transporte de pasajeros, mientras que continuó la retracción del turismo emisor, asociada a una menor salida de turistas hacia Argentina.

El incremento de la demanda interna se explicó principalmente por mayor gasto en consumo final, ante el aumento del gasto tanto de los hogares como del gobierno e ISFLSH. El gasto en consumo final de los hogares estuvo liderado por prendas de vestir, vehículos y otros bienes de consumo importados y de los servicios de enseñanza, parcialmente contrarrestados por la reducción del gasto de turismo en el exterior. En el caso del gasto de consumo final del gobierno e ISFLSH, el incremento se vincula principalmente al mayor gasto en servicios de administración pública y servicios de educación, asociado a una mayor cantidad de días de clase. Por su parte, la formación bruta de capital registró un incremento liderado por el aumento de la inversión en maquinaria y equipos importada, que fue parcialmente compensada por la menor inversión en construcción, principalmente en líneas de energía y en carreteras.



Descomposición histórica del PIB

Los principales determinantes que explican la dinámica del PIB pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos de Equilibrio General Dinámicos Estocásticos

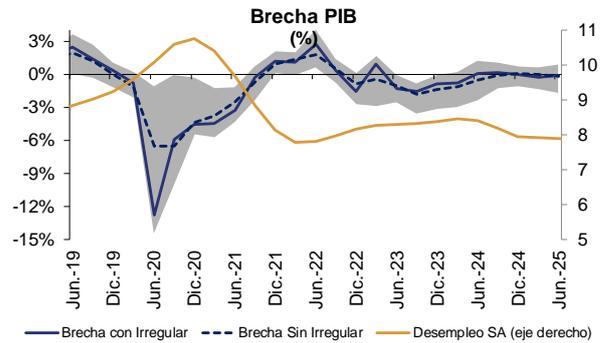
(DSGE)⁶. En este marco, se descompone la incidencia de los shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío de la tasa de crecimiento del PIB respecto de su promedio histórico, que es 0,9% trimestral desestacionalizado, equivalente a 3,5% anualizado en el período 2005T1 – 2025T1 (eje de la derecha).



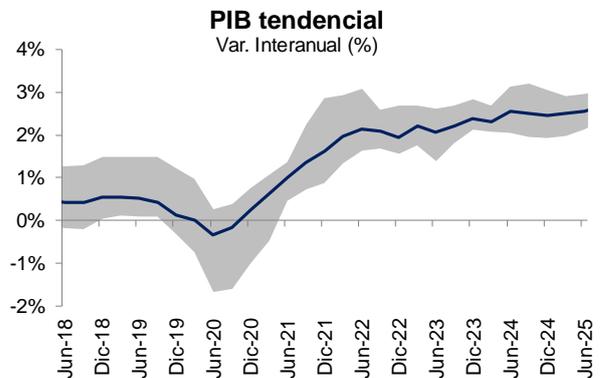
En el primer trimestre de 2025 la economía mostró una leve aceleración en términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior, aunque la tasa de variación se mantuvo por debajo del promedio histórico. El mayor dinamismo se explica por la incidencia positiva de las variables internacionales, debido a la evolución favorable de los precios relativos, ante una caída en los precios de importación. A esto se suma un shock positivo de productividad, que recoge la buena temporada turística. Por otra parte, la menor inversión (demanda) y el shock a la paridad de tasas (financieras), asociado a la evolución del tipo de cambio tuvieron una incidencia negativa en la actividad. Finalmente, el impulso monetario tuvo una contribución muy menor.

Brecha de producto

La estimación puntual de la brecha de producto, según el promedio de las 7 metodologías utilizadas por los servicios, se ubicó en -0,1%, con un efecto irregular positivo, manteniéndose en valores similares en los últimos trimestres. En esta ocasión se reestima levemente al alza la trayectoria de 2024 con respecto al informe anterior. Este valor puntual se encuentra en un intervalo de entre -1,7% y +0,8%, reflejando la incertidumbre inherente en la estimación de esta variable inobservable.



Por su parte, el crecimiento tendencial estimado se ubica en el entorno de 2,5% interanual, manteniéndose en valores similares en los últimos trimestres⁷.



Indicadores de actividad del segundo trimestre de 2025

Según los indicadores de alta frecuencia disponibles y las proyecciones de los modelos de corto plazo, se espera una expansión desestacionalizada del PIB en el segundo trimestre de 2025 en el entorno de 0,6%.

Los indicadores de consumo muestran señales de enfriamiento en el margen. De acuerdo con datos preliminares, las ventas de autos cayeron 2% en términos de tendencia-ciclo en el trimestre móvil a mayo respecto al trimestre cerrado en febrero. Por su parte, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) cayó 2,1 p.p. en abril respecto a la última medición de febrero, aunque se mantuvo en niveles de moderado optimismo. Este comportamiento estuvo explicado por un deterioro de los subíndices de la situación económica del país y de la intención de compra de bienes durables. En el mismo sentido, el turismo emisor presentó una caída en el trimestre móvil cerrado en mayo en términos desestacionalizados, frente al trimestre móvil inmediatamente anterior, al tiempo que las importaciones de bienes de consumo sin

⁶Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

⁷ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 12 en la serie de box metodológicos.

automóviles en términos constantes caerían cerca de 0,3% en el segundo trimestre respecto al primero.

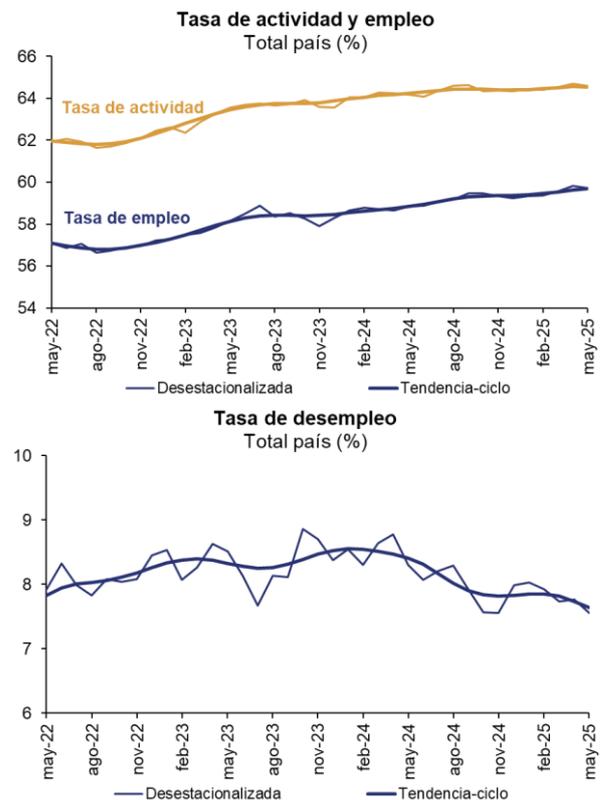
Entre tanto, los indicadores parciales de inversión registraron señales positivas. Las ventas de camiones presentaron un aumento en el trimestre móvil a mayo en términos de tendencia-ciclo respecto al trimestre móvil cerrado en febrero, al tiempo que las inversiones del sector público no financiero (sin stock de petróleo) crecieron en la misma comparación. Por su parte, las importaciones de bienes de capital mostrarían una caída en el segundo trimestre del año en términos desestacionalizados frente al primer trimestre del año (fuente Aduana, datos preliminares a junio).

Finalmente, las exportaciones de bienes en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) crecieron en el trimestre móvil a mayo en comparación con el anterior, ante un aumento de las exportaciones de cultivos parcialmente compensadas por una caída del resto de las exportaciones. Con datos a mayo (preliminar), los cultivos crecerían en el entorno de 3% en términos desestacionalizados en el trimestre móvil a mayo en comparación con el trimestre móvil anterior, mientras que las exportaciones sin cultivos caerían en el entorno de 0,7% en la misma comparación.

A nivel de la industria manufacturera, tanto el Índice de Volumen Físico (IVF) global como el núcleo industrial⁸ muestran señales moderadamente favorables en el trimestre móvil a mayo respecto al trimestre móvil anterior. En particular, en el período analizado se observa un crecimiento desestacionalizado de la industria global de 1,8%, mientras que la industria sin refinería creció 2,9%. Por su parte, el núcleo industrial registró un aumento de 0,1% en el mismo período.

Empleo e ingresos⁹

En términos desestacionalizados, en mayo cae tanto la tasa de actividad como la tasa de empleo, aunque la primera lo hace en mayor magnitud. De este modo, la tasa de desempleo cae levemente al entorno de 7,6%.

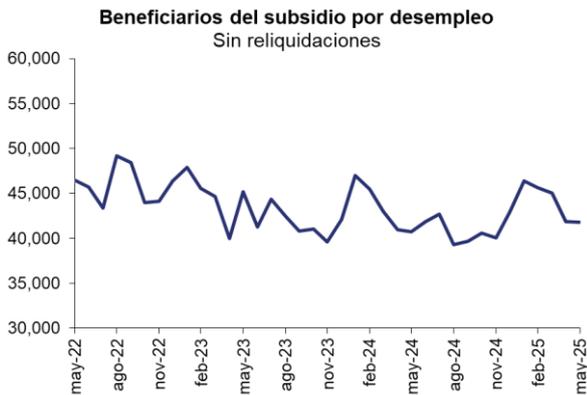


En el bimestre abril-mayo, la tasa de empleo observada se ubicó en 59,5% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 1 p.p. por encima del registro de igual periodo de 2024. En tanto, la tasa de actividad subió 0,5 p.p. ubicándose en 64,5% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo efectiva bajó y se situó en 7,9% de la Población Económicamente Activa (PEA). Por otra parte, los beneficiarios del seguro por desempleo presentaron una caída en el promedio del bimestre abril-mayo con respecto al primer trimestre de 2025.

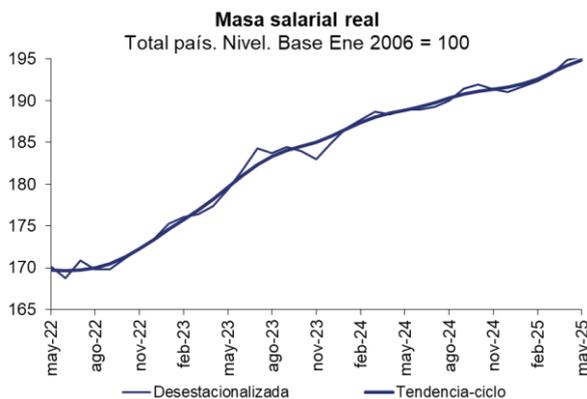
⁸El núcleo industrial excluye grandes ramas conformadas por pocas empresas (refinería, celulosa y elaboración de determinados alimentos) y representaba el 75% del total en el año base 2018.

⁹ Entre abril de 2020 y junio de 2021 la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del Instituto Nacional de Estadística (INE) se

realizó mediante entrevista telefónica, por lo que las series en ese período podrían no ser comparables con las anteriores y posteriores, que surgen de entrevistas presenciales. A su vez, a partir de julio de 2021 la ECH introduce algunos cambios metodológicos.



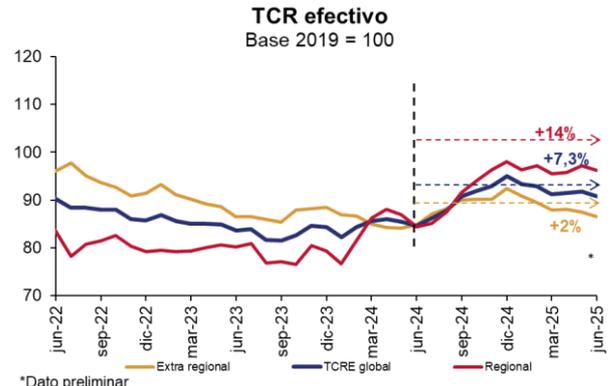
Finalmente, la masa salarial real continúa dinámica debido al crecimiento conjunto de la cantidad de ocupados y del salario real. De esta forma, en el bimestre abril-mayo la masa salarial real se ubicó 3,5% por encima del mismo período de 2024.



II.2.2. Sector externo

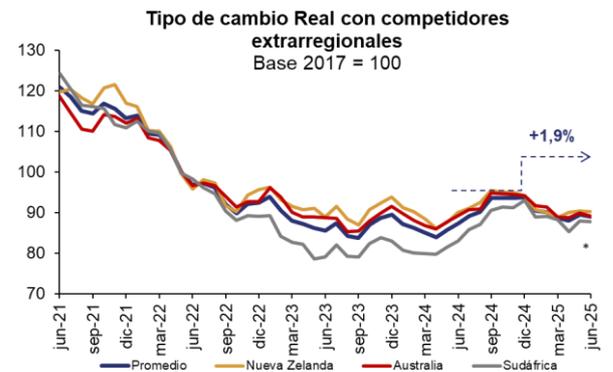
Precios relativos

En el promedio del segundo trimestre del año, el TCRE habría registrado una apreciación de 1,3% con respecto al trimestre anterior, principalmente por el abaratamiento de China. En términos interanuales se observa una depreciación de 7,3%, motivada en su mayor parte por la relación con Argentina.



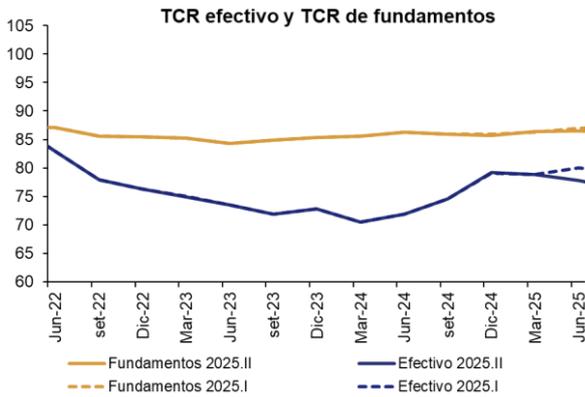
La evolución de los precios relativos también se aproxima con el Indicador de Precios Fronterizos (IPF), que registró un descenso en la brecha de precios de bienes entre las ciudades de Salto y Concordia, la cual alcanzó un valor de 14,2% en mayo, ubicándose en los niveles más bajos de la serie desde octubre 2017. A su vez, la segunda medición para la brecha entre Artigas y Quaraí situó la misma en 78% durante abril.

Por su parte, el TCRE bilateral con respecto a países competidores se habría apreciado 1% en el promedio del segundo trimestre (junio preliminar) en comparación con el trimestre móvil inmediato anterior. En términos interanuales se observa una depreciación de 1,9% a junio, explicada mayormente por la relación con Sudáfrica.



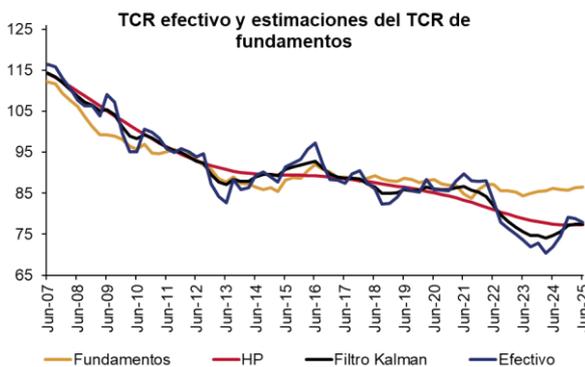
Mientras tanto, el TCR de fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de 3 versiones de modelos macroeconómicos) se depreciaría levemente en el segundo trimestre de 2025 respecto al año anterior, impulsado por la caída de los términos de intercambio.¹⁰

¹⁰ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 7 en la serie de box metodológicos.



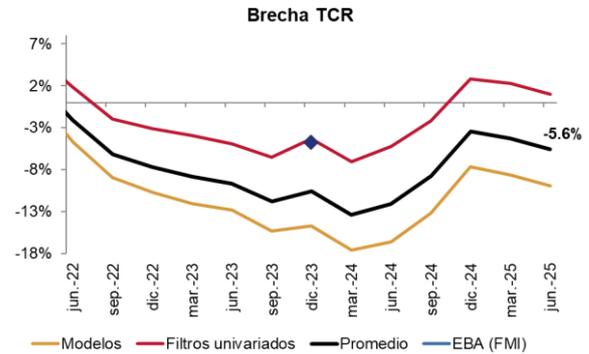
Al comparar con la estimación realizada en el informe anterior, se observa una brecha negativa de TCR similar en 2025T1 (-8,7%) y mayor en 2025T2, pasando de -8% (estimación en 2025T1) a -9,9% (estimación en 2025T2), debido a la caída experimentada por el TCRe y, en menor medida, por el aumento registrado por el TCRf.¹¹

Por otra parte, la tendencia del TCR que surge de los filtros estadísticos (HP y Kalman) estaría bastante alineada con el TCRe.

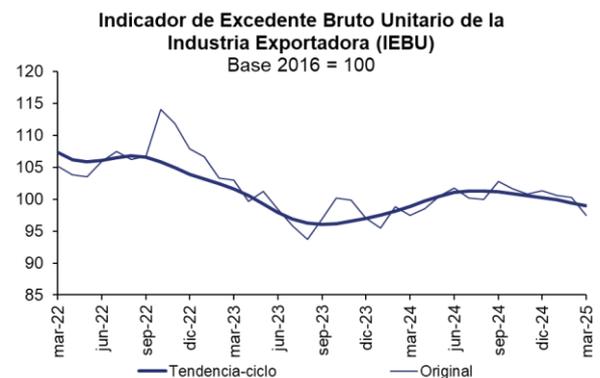


De esta manera, la brecha TCR que incluye las estimaciones de los modelos y mediante filtros (promedio de 5 metodologías) se ubica en -5,6% en 2025T2. No obstante, las series presentan una evolución similar.

Por su parte, el promedio de los filtros univariados presenta un valor similar al estimado por el FMI para 2023, aplicando la metodología “external balance assessment”.



Finalmente, el IEBU, que está disponible con mayor rezago, ajusta 1,8% a la baja durante el primer trimestre respecto al trimestre anterior. En la comparación interanual este indicador se ubica 2,3% por encima de lo observado en el mismo trimestre del año anterior, como resultado de un aumento de los precios de exportación y una reducción de los costos unitarios.



Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

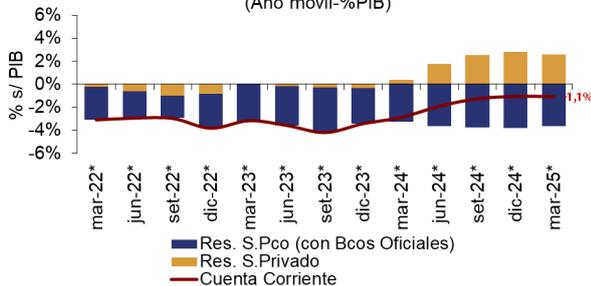
En el año móvil cerrado a marzo 2025, la Cuenta Corriente y de Capital de la Balanza de Pagos registró un déficit de 1,1% del PIB, lo que representó una disminución de 1,8 puntos porcentuales (p.p.) respecto al año anterior. A nivel de sector institucional, este menor déficit se enmarca en una profundización del resultado negativo del Sector Público (de 3,2% a 3,6% del PIB) y de un mayor ahorro neto el Sector Privado

¹¹ Las revisiones del TCRf son habituales en el margen, por lo que los valores específicos de los últimos trimestres deben tomarse con cautela. Estas revisiones se explican por cambios en las series de los fundamentos, ante correcciones en los datos de precios de exportación e importación y por tanto en los términos de intercambio, y revisiones de Cuentas Nacionales, que modifican el PIB, el gasto público y el gasto privado y, por

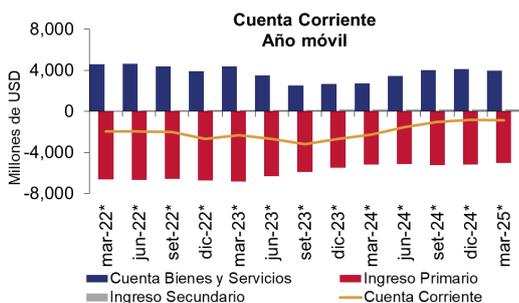
ende, los ratios entre estas variables, así como la productividad relativa. Estos cambios son de mayor magnitud en el último valor de la serie, ya que las variables que integran los fundamentos son estimadas, al no contarse con los datos efectivos de Cuentas Nacionales para ese trimestre.

(de 0,4% a 2,6% del PIB).

Cuenta Corriente como excedente del gasto sobre el ingreso
(Año móvil-%PIB)



En el primer trimestre del año la economía presentó un déficit de Cuenta Corriente de 319 millones de dólares, determinado por el déficit del Ingreso Primario y del comercio de Bienes, parcialmente compensando por el superávit del comercio de Servicios y del Ingreso Secundario.

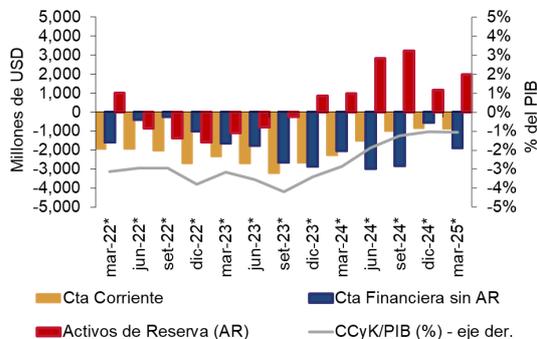


Las exportaciones de mercancías generales registraron un incremento de 4,9% respecto al mismo período del año anterior, destacándose el aumento en las ventas externas de carne, ganado en pie, lácteos y arroz. Mientras tanto, las importaciones de mercancías generales aumentaron por las mayores adquisiciones de petróleo, en el marco de la reapertura de la refinería, y de bienes de consumo (vehículos, prendas de vestir y bienes de consumo duradero, entre otros).

Por otra parte, la Cuenta Financiera presentó un préstamo neto con el resto del mundo de 399 millones de dólares. La economía uruguaya financió al resto del mundo a través de la adquisición de Activos de Reserva (AR) y Otra Inversión (OI). Por el contrario, recibió financiamiento del resto del mundo a través de los movimientos de Inversión de Cartera (IC) y de Inversión Directa (ID). Los movimientos no registrados, que se recogen en el

rubro Errores y Omisiones, fueron positivos y alcanzaron los 717 millones de dólares.

Principales componentes Balanza de Pagos
Año móvil



Finalmente, la economía uruguaya mostró a marzo 2025 una posición neta deudora con el resto del mundo de 13.412 millones de dólares (16,6% del PIB), aumentando en 186 millones de dólares respecto al trimestre anterior. Este mayor endeudamiento se explica por un Sector Privado más deudor, compensado parcialmente por un mayor saldo acreedor del Sector Público.



II.2.3. Finanzas Públicas

En el año móvil culminado en mayo de 2025, el SPG tuvo un resultado deficitario de 3,8% del PIB. Si no se tienen en cuenta efectos transitorios e irregulares relevantes como la transferencia al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS) y los adelantos de sueldos y pasividades, el déficit resultante es 3,9% del PIB, un desequilibrio inferior al de un año atrás (4,5%).¹²

¹² A fines de febrero de 2025, por motivo del feriado de Carnaval, se adelantó el pago de sueldos y pasividades correspondiente a los primeros días de marzo.



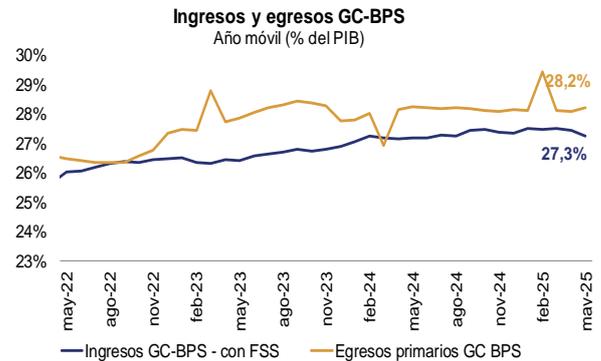
A nivel institucional, se observa estabilidad en el déficit global del Gobierno Central-Banco de Previsión Social (GC-BPS, 3,6% del PIB), superávits en las Empresas Públicas y el Banco de Seguros (BSE), y en los Gobiernos Departamentales de 0,3%, 0,1% y 0,2%, respectivamente.

El déficit primario de GC-BPS fue de 1% del PIB, producto de egresos primarios (28,2% del PIB) mayores a los ingresos (27,3% del PIB).¹³

Los ingresos consolidados de la Dirección General Impositiva (DGI) y el BPS crecieron 4,1% en términos reales (sin tener en cuenta al FSS). Por un lado, aquellos que dependen de la evolución del PIB (IVA, IMESI, IRAE) estuvieron en niveles 5,4% superiores a los del año anterior. Por otro, los que están más ligados a la evolución de la masa salarial (IRPF, aportes al BPS) mostraron un crecimiento de 4,3% para las rentas personales y 3,6% para los ingresos del BPS.

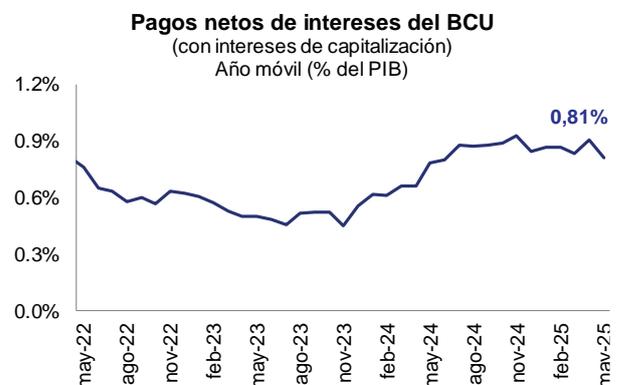
La incidencia de los aportes de las EEPP al crecimiento de los ingresos de GC-BPS se redujo con respecto a lo ocurrido en mediciones anteriores. En el año móvil a mayo, la incidencia de EEPP fue 9,4% de los ingresos.

Por otro lado, los egresos primarios crecieron 0,5% en términos reales y ajustando por efectos irregulares, destacándose la contribución de las transferencias e inversiones. Si no se ajusta por el efecto del adelanto de sueldos y pasividades, el incremento real fue de 4,6%.



El resultado de las EEPP fue superavitario en 0,3% del PIB, el cual es 0,7 p.p. mejor que en mayo del 2024.

Los intereses del GC representaron 2,5% del PIB en mayo. El déficit del BCU se ubicó en 0,9% del PIB, con un pago neto de intereses de 0,8% del PIB, cifras que se han mantenido estables con respecto a igual período del año anterior. El pago de intereses de LRM se redujo levemente a 1% del PIB. El resultado del BCU en moneda nacional fue deficitario en 1,3% del PIB, mientras que en moneda extranjera se registró un superávit de 0,3% del PIB.



Por otro lado, el déficit del SPG medido por fuentes de financiamiento, fue de 4,3% del PIB en el año a marzo 2025. La principal fuente de financiamiento fue la emisión de títulos públicos, que generó un financiamiento de 5,7% del PIB. Se destacan en el año cuatro emisiones importantes: la operación conjunta MEF-BCU de mayo 2024¹⁴, la emisión internacional de setiembre 2024¹⁵, la emisión

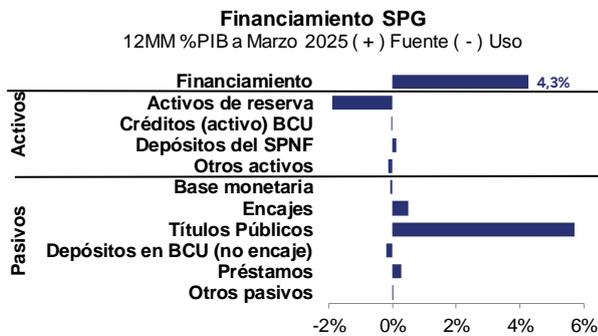
¹³ Comparando los doce meses cerrados en mayo 2025 contra el año móvil a mayo 2024, y excluyendo irregulares relevantes. En esta última medición se excluyó el adelanto de salarios y pasividades.

¹⁴ El GC emitió USD 1.800 millones, de los cuales USD 1.500 millones correspondieron a un bono global en UI con vencimiento en 2045 y los restantes USD 300 millones se colocaron en un bono en pesos nominales con vencimiento 2033. En el marco de la operación conjunta con BCU,

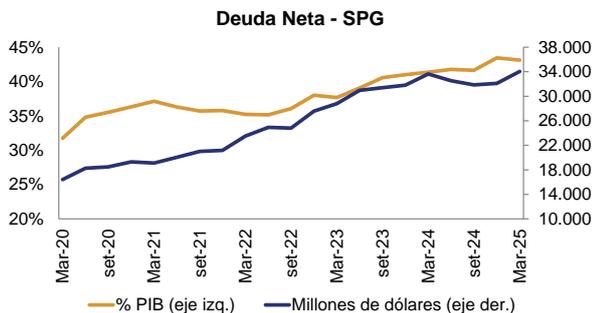
aproximadamente la mitad de la emisión bruta del GC se integró con títulos públicos (bonos y LRM) y el resto con efectivo.

¹⁵ El GC emitió USD 1.300 millones correspondientes a un bono global en dólares con vencimiento en 2060. La mayor parte de la emisión se integró con efectivo, y una fracción más pequeña con títulos en circulación.

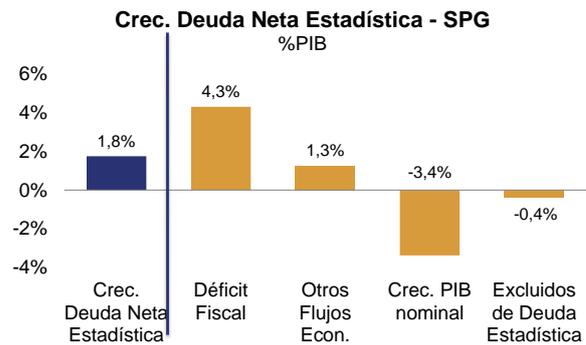
internacional en yenes de diciembre 2024¹⁶, y la emisión internacional en dólares de febrero 2025¹⁷. Los activos de reserva continúan reflejando un uso de financiamiento, principalmente por el ingreso de dólares derivado de las emisiones internacionales.



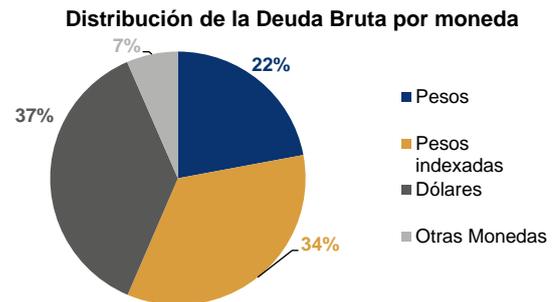
La deuda bruta del SPG alcanzó 58.300 millones de dólares (73,8% del PIB) a marzo 2025, mientras que los activos se ubicaron en 24.254 millones de dólares (30,7% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 34.046 millones de dólares (43,1% del PIB), lo que implicó un aumento de 1,8% del PIB respecto a marzo de 2024.



Lo anterior se debe a que el financiamiento del déficit, la depreciación del peso, y la evolución de las monedas indexadas fueron contrarrestados parcialmente por el crecimiento del PIB nominal¹⁸.



Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda, se observa una caída de 2,9 p.p. de participación de la moneda nacional (nominal y pesos indexada) respecto a marzo 2024. Igualmente, sigue siendo la de mayor participación, alcanzando el 56,4% del total. Mientras tanto, la deuda en dólares aumenta 0,9 p.p., y otras monedas también se incrementan en 2 p.p. Este comportamiento está influido por las emisiones de títulos y la evolución de las cotizaciones en las que se expresan los pasivos.



El nivel de Activos de Reserva neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU a marzo 2025 permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta octubre 2025. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 764 millones de dólares (0,9% del PIB) a mayo 2025. Por otra parte, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: más de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2028.

¹⁶ El GC emitió "Bonos Samurai" por 46.300 millones de yenes, equivalentes a USD 308 millones, con vencimiento de entre 3 y 20 años.

¹⁷ El GC emitió USD 1.500 con vencimiento 2037, el 95% se integró en efectivo y el restante con títulos de circulación de vencimientos 2025 y 2027.

¹⁸ El ratio de deuda sobre PIB se construye en pesos.

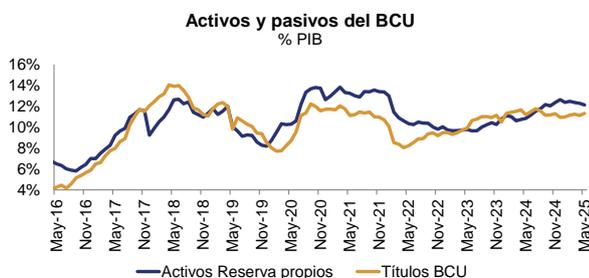


En este marco de solidez financiera, la deuda soberana ha mantenido su calificación crediticia en nivel y perspectiva. Destacándose la revisión de la agencia Moody's Ratings en abril 2025 y Fitch Ratings en junio 2024. Igualmente sucedió con S&P, DBRS y JCR Agency en noviembre 2024.

La madurez promedio de los títulos de BCU se encuentra en 4 meses a mayo 2025, cifra inferior a los 5 meses de un año atrás. Mientras tanto, la madurez promedio de los títulos del GC es de 12 años¹⁹ aproximadamente.



Asimismo, la relación entre el stock de LRM y los activos propios del BCU, una versión estilizada de su hoja de balance, muestra que los activos propios del BCU superan a los títulos emitidos en 1% del PIB.



En un sentido más amplio, el ejercicio basado en la metodología de Reservas de Confort muestra que, a mayo 2025, el BCU hubiera requerido 16.050

¹⁹ Fuente: UGD – MEF.

millones de dólares para enfrentar la ocurrencia simultánea de una serie de riesgos que se derivan de las responsabilidades asignadas en su Carta Orgánica, asociados al mercado monetario y cambiario, al sector fiscal y al sistema financiero. Este ejercicio supone un nivel de confianza del 99% y un cierre completo de los mercados de capitales durante un determinado período. Por otra parte, el stock de activos de reserva del BCU se ubicaba en 18.074 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 2.025 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida²⁰.

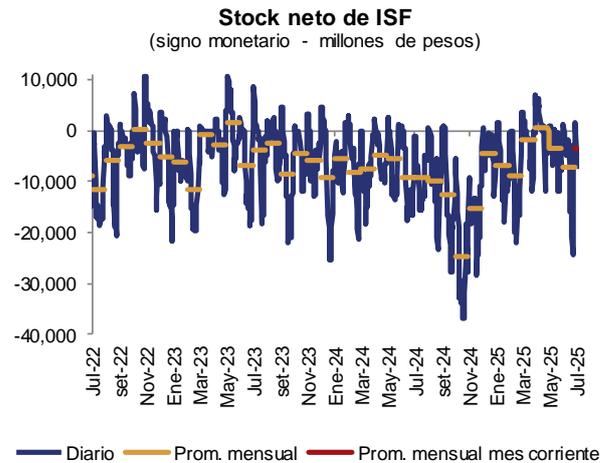
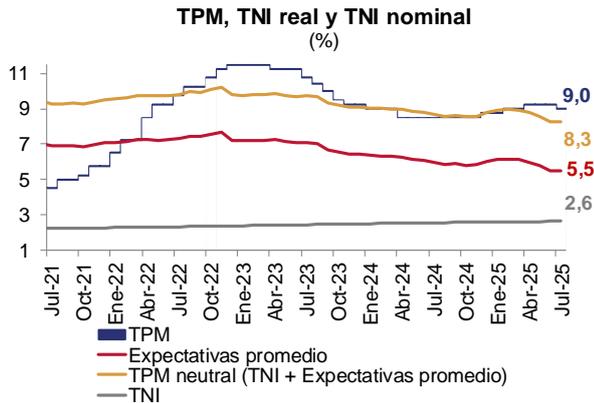
Reservas de confort -mayo 2025	
I. Nivel actual	18.074
II. Riesgos a cubrir, por naturaleza	16.050
II.1 Mercado Monetario y Cambiario	7.534
II.1 a. Caída de demanda por base monetaria	501
II.1 b. Servicio deuda BCU	6.987
II.1 c. Déficit primario BCU	46
II.2 Sector Público No Financiero (SPNF)	3.825
II.2.a. Mínimo de:	3.777
i) Servicio deuda + Déficit primario de GC_BPS	6.556
Servicio deuda	4.343
+ Déficit primario	2.213
ii) Uso de depósitos + Asistencia del BCU	3.777
Uso de depósitos Gobierno	1.687
Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	2.091
II.2.b. Depósitos Empresas Públicas	48
II.3 Sistema Financiero	4.691
II.3.a. Depósitos de encaje en moneda extranjera	2.600
II.3.b. Depósitos AFAP	53
II.3.c. Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	202
II.3.d. Asistencia Financiera a Bancos	1.835
III=I-II. Holgura (+) o Déficit (-)	2.025

III. La política monetaria

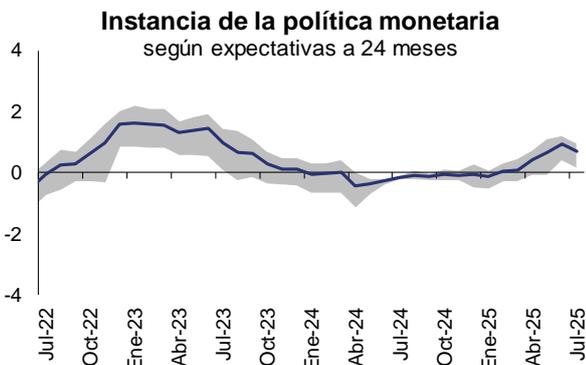
III.1. Gestión de liquidez, mercado de dinero, tasas de interés y mercado de cambios

El nivel actual de la TPM de 9% resuelto en el COPOM del 8 de julio, la estimación puntual de la tasa natural de interés (TNI) y el promedio de expectativas de inflación a 24 meses a junio, implican una estimación puntual de la brecha de tasa de interés de 0,7%. De esta forma, la instancia de política se mantiene en fase contractiva, con el objetivo de contribuir a mantener a la inflación en niveles cercanos a su objetivo y continuar la convergencia de sus expectativas a la meta de 4,5% anual.

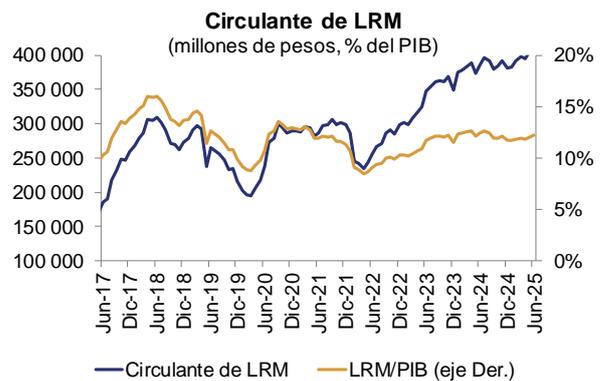
²⁰ Por más detalles ver Box Metodológico 2 en la serie de box metodológicos.



Al analizar la instancia según los distintos indicadores de expectativas de inflación por agente, la misma presenta un rango entre 1,0% (analistas y operadores primarios) y 0,2% (empresarios).

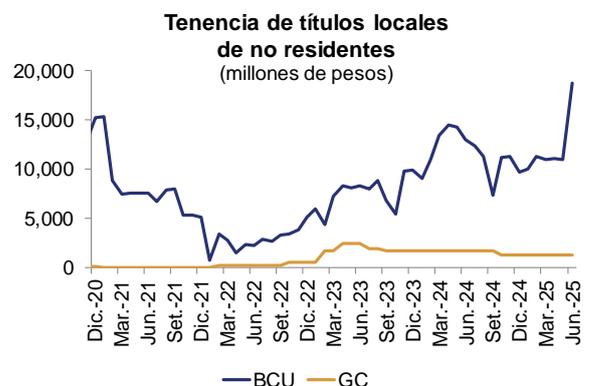


El circulante de LRM se ubica en torno a 400.000 millones de pesos, alcanzando su máximo histórico a fines de junio. A su vez, este monto representa aproximadamente un 12% del PIB del año móvil.



A nivel operativo, el BCU continuó colocando ISF, con los cuales operó principalmente para esterilizar liquidez. El stock neto promedio de instrumentos de sintonía fina del segundo trimestre fue inferior al del primero de 2025. Por otra parte, se debe señalar la menor utilización de estos instrumentos por parte del BCU en el mes de abril presentando el menor valor de stock de ISF desde octubre de 2022, alcanzando 565 millones de pesos de inyección, mientras que para mayo y junio el promedio volvió a ser de esterilización.

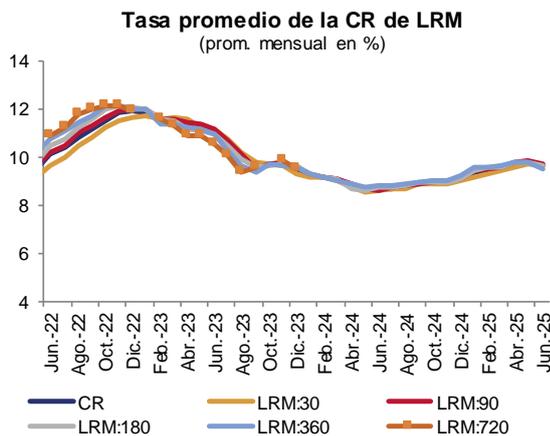
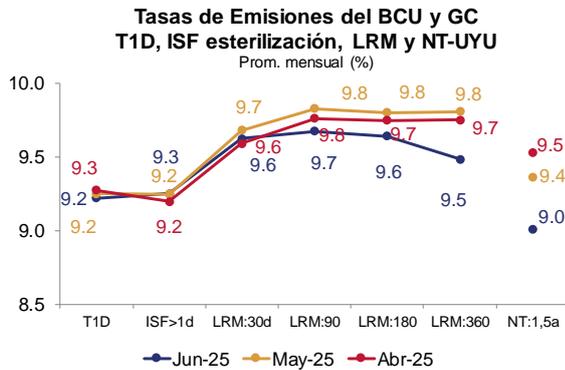
La tenencia de no residentes de LRM aumentó en el mes de junio, ubicándose cerca de 19.000 millones de pesos, pasando a representar un 4,5% del circulante de dichos instrumentos²¹.



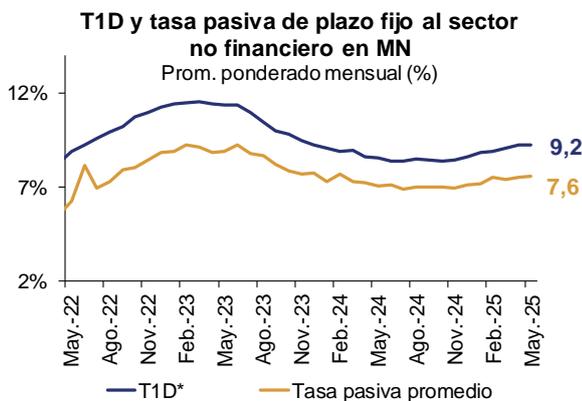
La curva de rendimientos de LRM aumentó 26 p.b. en el promedio del segundo trimestre en comparación con el trimestre anterior. Sin

²¹ Del mismo modo, la tenencia de no residentes de títulos locales emitidos por el GC se mantuvo reducida, representando 0,2% del circulante de estos títulos en noviembre.

embargo, se debe destacar la disminución de las tasas en los plazos más largos de finales del mes de junio. En este sentido, las tasas a 180 y 360 días se ubicaron, en el promedio del mes de junio, 9,6% y 9,5% respectivamente. Asimismo, la concentración de los montos adjudicados en plazos de 30 y 90 días se mantuvo en torno al 70% durante el trimestre.

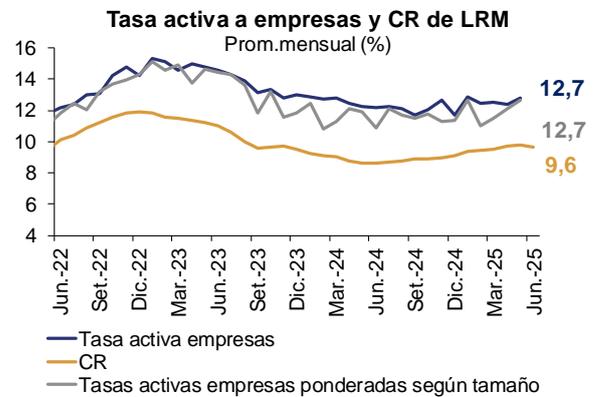


La tasa pasiva promedio al sector no financiero se situó en 7,6% en mayo, manteniéndose relativamente estable en el margen.

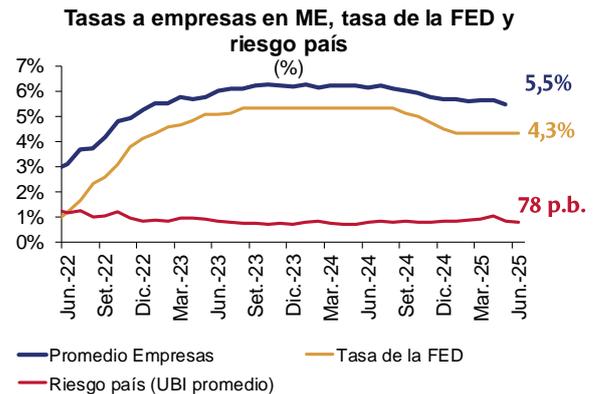


Por su parte, la tasa bancaria activa a empresas en pesos aumentó levemente en mayo ubicándose en 12,7% en mayo. Con datos a junio, la curva de

rendimientos de LRM descendiendo levemente en el margen alcanzando un 9,6%.



La tasa activa promedio a empresas en dólares se ubicó en 5,5% en mayo, mostrando una trayectoria similar a la de la tasa de la FED. Asimismo, el riesgo soberano de Uruguay se encuentra estable en niveles históricamente bajos.



En el mercado de cambios, el peso se apreció 3,3% en términos nominales en el promedio del segundo trimestre con respecto al primero, mientras que el dólar global se depreció 4% en el período²². De esta forma, continuó la reversión de la fuerte depreciación del segundo semestre de 2024. El BCU no interviene en el mercado spot.

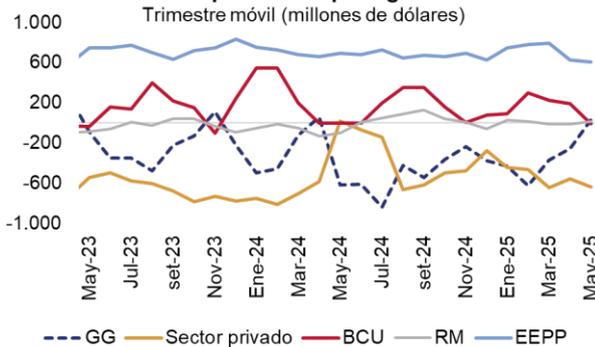
²² Según el indicador Trade Weighted U.S. Dollar Index promedio trimestral.

Tipo de cambio nominal



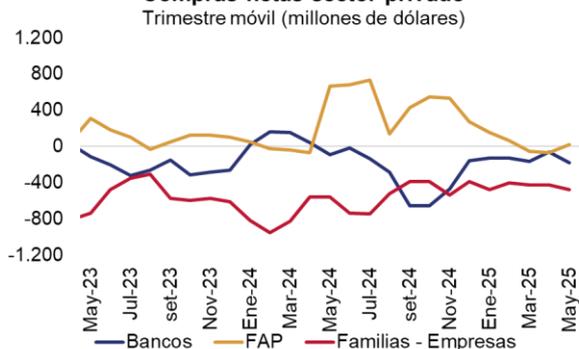
Analizando el mercado de cambios a nivel de agentes, en el trimestre móvil a mayo 2025 se destaca la demanda de divisas de EEPP, que encontró su oferta en el sector privado, en particular en familias y empresas y bancos. Por otro lado, el GC y el BCU no tuvieron participación en el mercado de divisas relevante, al igual que los agentes no residentes que prácticamente no participaron en forma directa en el mercado spot en el trimestre.

Compras netas por agente



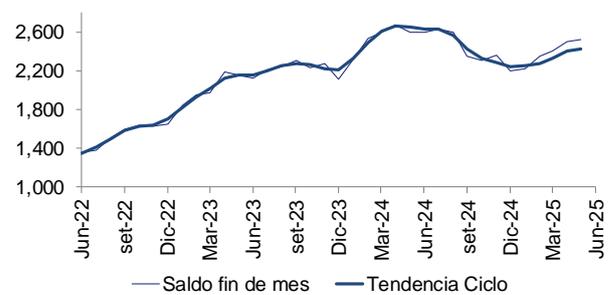
Dentro del sector privado, el FAP la demanda neta es casi nula. Los bancos venden divisas en el trimestre, en un marco de resultado positivo por sus negocios en moneda extranjera. Finalmente, el agregado familias-empresas, quien es típicamente el principal oferente del mercado, mantiene un nivel de ventas similar al trimestre anterior.

Compras netas sector privado



La posición en moneda extranjera del total del sistema bancario aumenta en 2025, luego de alcanzar un mínimo relativo en diciembre de 2024 luego de su máximo histórico alcanzado entre el segundo y tercer trimestre de 2024.

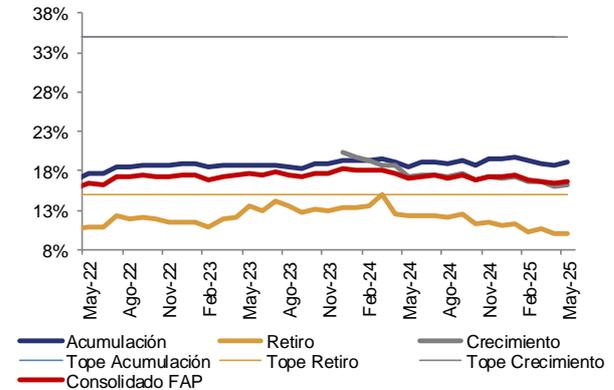
Posición en Moneda Extranjera de Bancos*



(*) Los derivados son computados a valor de mercado

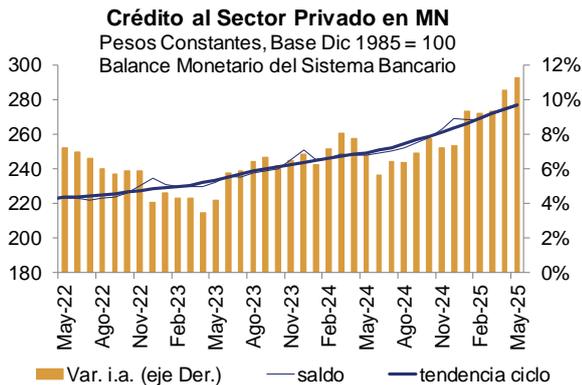
Por su parte, el FAP mantuvo prácticamente estable la conformación de su portafolio según monedas. En este contexto, se calcula una holgura respecto de la normativa bancocentralista equivalente a aproximadamente 3.400 millones de dólares a nivel agregado de los fondos de acumulación, retiro y crecimiento en junio.

Participación de activos en ME

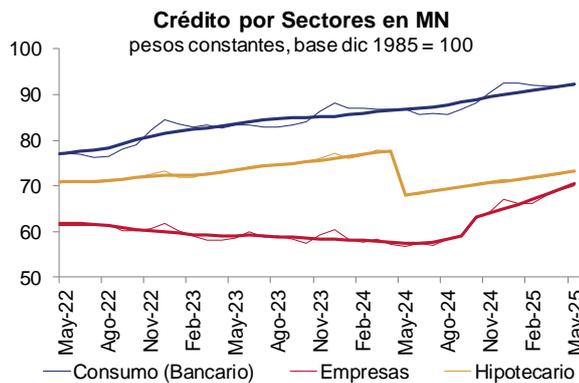


III.2. Evolución del crédito al sector privado no financiero

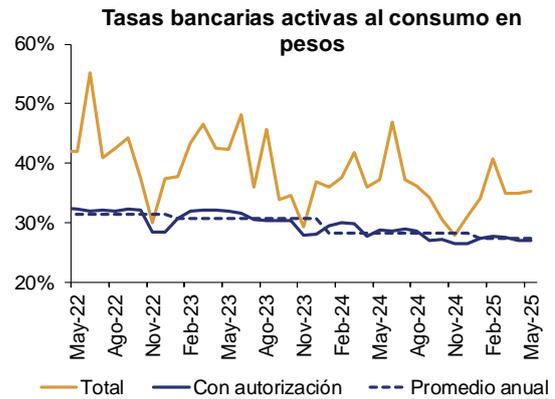
El crédito bancario en moneda nacional²³ mantuvo su dinamismo, con un incremento interanual de 16,7% en el bimestre abril-mayo, equivalente a 10,9% real, estimándose una tasa de crecimiento tendencial en torno a 12,1% real anualizado en el mes de mayo.



Este comportamiento se explica principalmente, con datos a mayo, el crédito a empresas que crece en el último bimestre y en menor medida por el crédito hipotecario y al consumo, que mantienen su dinamismo, pero en menor medida. En particular, si se considera la variación mensual anualizada de su tendencia ciclo en el mes de mayo, el crédito a empresas crece 6,2%, luego del cambio de nivel que se produjo en el mes de octubre.

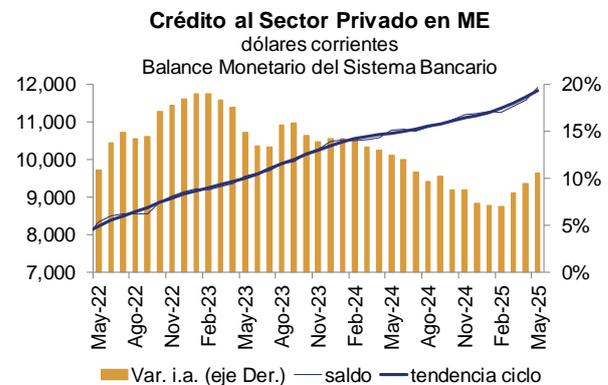


En lo que respecta a la tasa de crédito al consumo (con autorización), se mantuvo relativamente estable ubicándose en 27,1% en mayo, en un contexto de crecimiento acotado del consumo a nivel agregado de la economía.



Por su parte, el crédito en moneda extranjera, destinado casi en su totalidad a empresas, creció a una tasa interanual de 10% medido en dólares corrientes en el bimestre abril-mayo, con un crecimiento de su tendencia ciclo en el margen de 17,2%, variación mensual anualizada en el mes de mayo.

A nivel sectorial, con datos a mayo, el incremento se explica principalmente por el crédito concedido al sector comercio y servicios, seguido por el sector agropecuario. Asimismo, la composición de sus créditos bancarios según moneda se mantuvo relativamente estable.



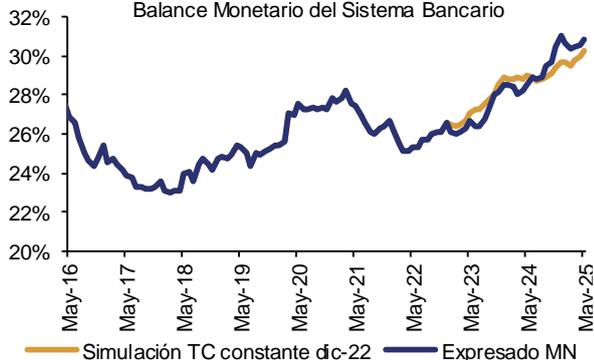
Esta dinámica tuvo lugar en un contexto en el cual se encuentra vigente un esquema de requerimientos de encajes bancarios asimétrico entre monedas, que favorece el desarrollo de los segmentos en pesos. De este modo, el encaje medio en mayo se mantuvo en torno a 10% en moneda nacional y a 28% en moneda extranjera.

A nivel agregado, el crédito total se ubicó alrededor de 30,8% del PIB, con un grado de pesificación que se mantiene en torno a 52,3% en mayo, apenas por debajo de sus registros máximos históricos.

²³ Esta medida del crédito no toma en cuenta el efecto de la Ley N° 20.237 por la que se crea un fideicomiso para reestructurar créditos hipotecarios.

Crédito al Sector Privado Residente

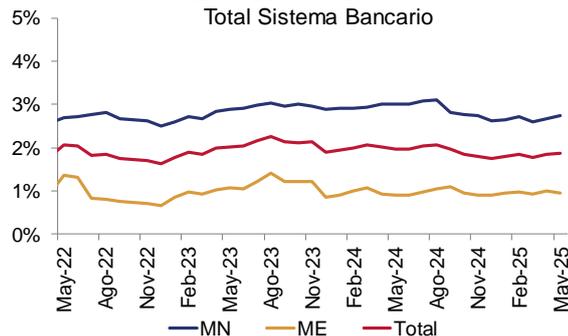
MN y ME como % del PIB últimos 12mm
Balance Monetario del Sistema Bancario



Con datos a mayo, la morosidad de los créditos bancarios al sector no financiero privado residente se mantiene prácticamente estable, ubicándose en 1,9% de los créditos totales en mayo, al tiempo que el ratio correspondiente al consumo en moneda nacional fue de 3,2% a nivel del sistema bancario.

Morosidad del Crédito Bancario al Sector No Financiero Privado Residente

Total Sistema Bancario

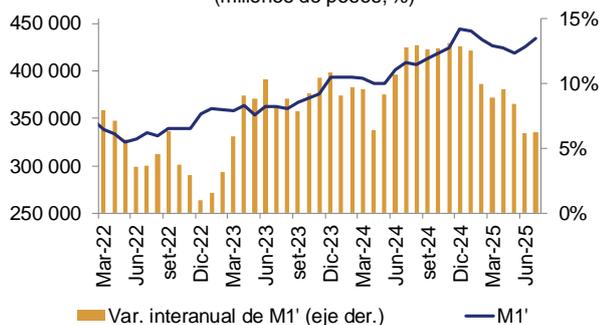


III.3. Principales agregados monetarios

En el promedio del segundo trimestre de 2025, el agregado M1' presenta una variación interanual de 8%, equivalente a una tasa real de 2,9%. A su vez, se estima una variación desestacionalizada trimestral del agregado en torno a 0,8% nominal. La tasa de crecimiento nominal interanual del mes de junio fue de 6,2%.

M1' promedio nominal

(millones de pesos, %)

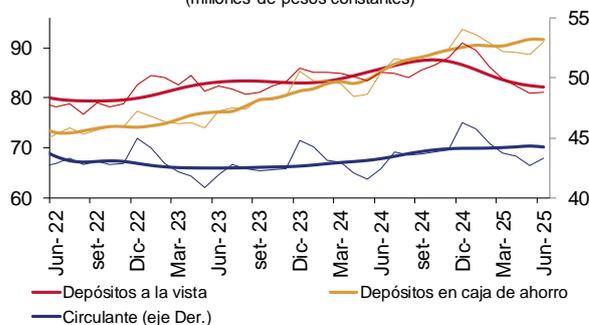


A nivel de componentes, se observa una tendencia decreciente en los depósitos a la vista, mientras que

los depósitos en caja de ahorro continúan creciendo, por su parte el circulante en poder del público se mantuvo relativamente estable medidos por su tendencia ciclo.

Componentes de M1'

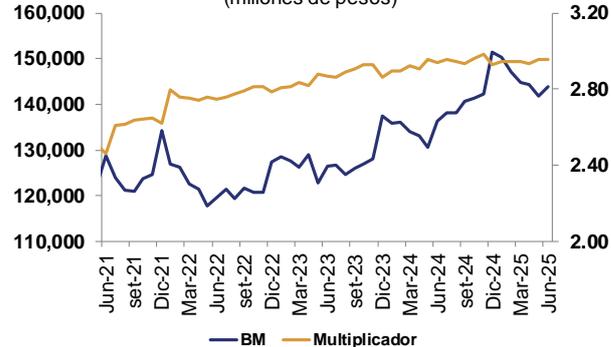
T-C y saldos prom. mensuales. Base Dic 1985 = 100
(millones de pesos constantes)



Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la base monetaria aumentó levemente en el margen siguiendo su habitual patrón estacional, mientras que el multiplicador monetario se ubicó en 2,9, levemente por debajo de su máximo histórico.

Base Monetaria y Multiplicador M1'

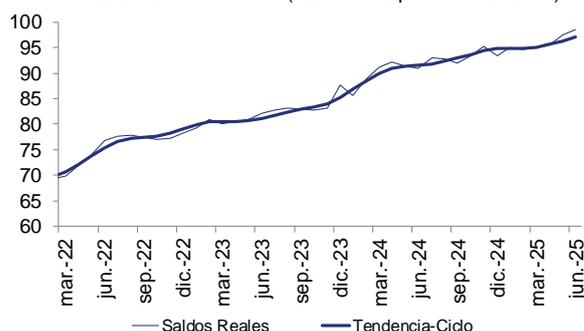
(millones de pesos)



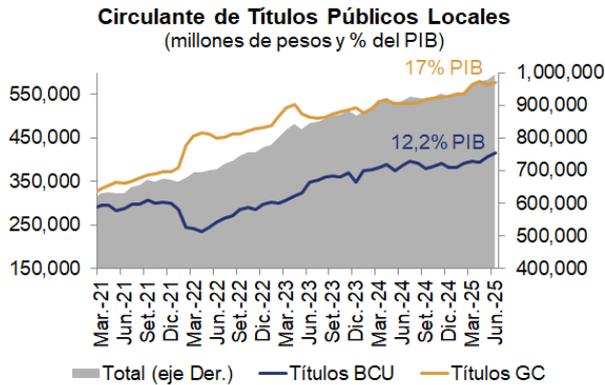
Los depósitos a plazo en moneda nacional se mantuvieron estables en el margen, aunque aún se encuentran en niveles históricamente altos, presentando para el segundo trimestre una variación interanual de 11,4%, equivalente a 6,1% real.

Depósitos a plazo en MN

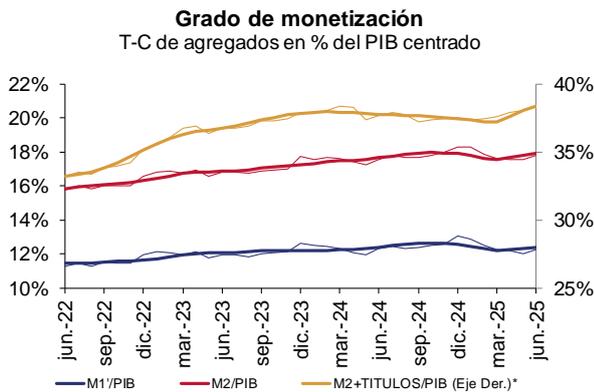
Base Dic 1985 = 100 (millones de pesos constantes)



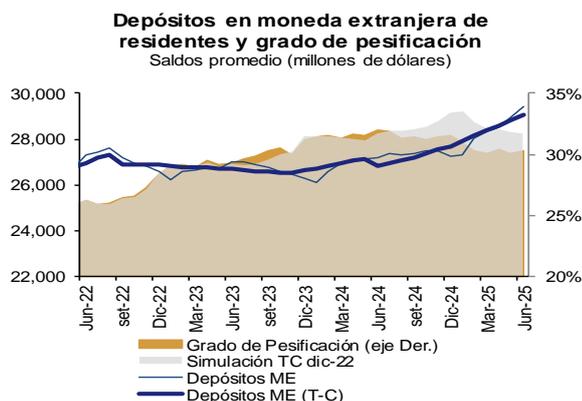
El circulante de títulos públicos de emisión local se ubicó en torno a 29,1% del PIB en el promedio del segundo trimestre.



En este marco, el grado de monetización medido a partir de M1' se mantiene estable en el margen a niveles levemente por encima de 12% del PIB, mientras que el ratio medido a partir de M2 alcanzó 17,9%. A su vez, el indicador del agregado más amplio, que incluye títulos locales en poder del sector no financiero, aumentó en los últimos meses, ubicándose en 38,4% del PIB en junio.



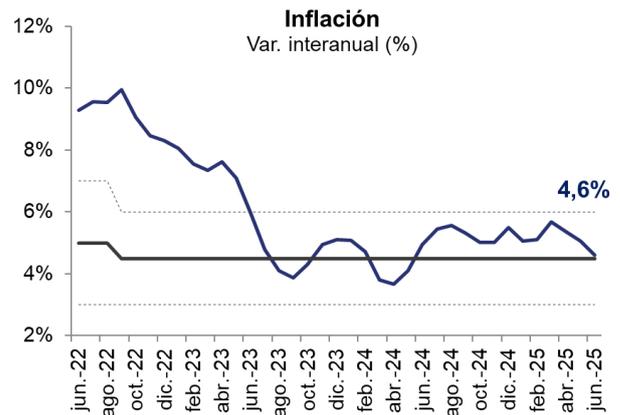
Los depósitos en moneda extranjera continuaron presentando una tendencia creciente en el segundo trimestre. Asimismo, el grado de pesificación de los depósitos del sector no financiero se mantiene algo por encima de 30%.



IV. Evolución de los precios

IV.1 Análisis de la inflación por componentes

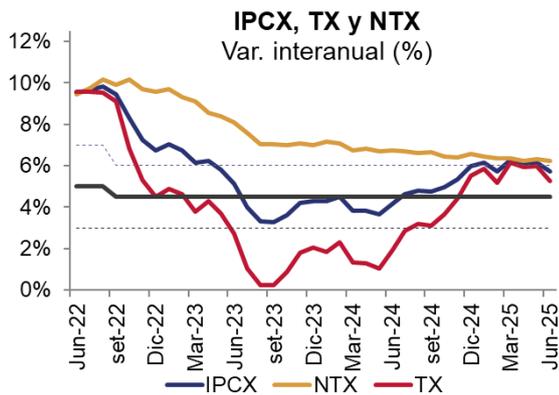
La inflación interanual se redujo significativamente (1,1 punto porcentual) en el segundo trimestre respecto al anterior y se ubicó en 4,6%, superando los dos años consecutivos dentro de rango tolerancia vigente de 4,5% +/- 1,5%, fijado por el CCM.



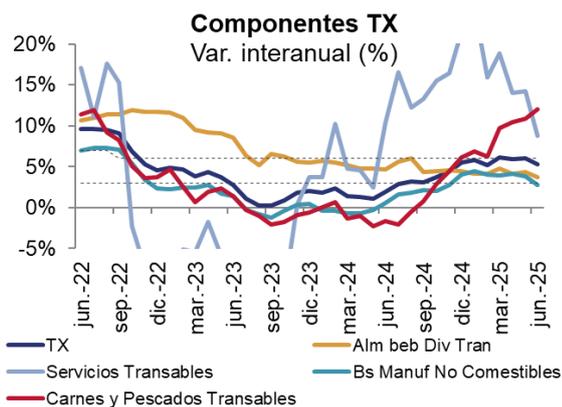
Esta reducción de la inflación en el trimestre ha sido generalizada. Se destaca la caída de la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX y que típicamente presenta mayor rigidez. Ésta se redujo en 0,6% puntos porcentuales hasta 5,7% interanual a junio, aún por encima de la inflación general. Asimismo, se registró una caída más acentuada del IPC Resto.

El descenso de la inflación subyacente estuvo guiado por el componente transable (TX), que recoge la apreciación del tipo de cambio nominal y la desaceleración de algunos precios de materias primas a lo largo del trimestre. Estos factores a la baja se vieron parcialmente compensados por el aumento en el precio de algunos alimentos relevantes en la canasta de IPC de Uruguay, como carne y en menor medida, lácteos. Acompañando la evolución de los transables, el componente no transable (NTX) también descendió en el trimestre en términos interanuales, continuando su lenta y continua convergencia al rango de tolerancia.

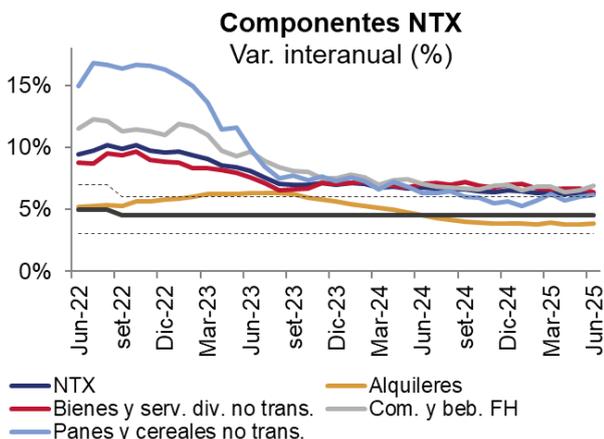
De esta forma, la variación interanual de los precios TX se redujo desde 6,2% en marzo a 5,3% en junio, mientras que la variación de los NTX pasó de 6,4% a 6,2% en el mismo período.



Al analizar las categorías analíticas del componente TX, se observa una reducción general en el trimestre, guiada por la depreciación del dólar global, mientras que el componente carnes y pescados es el único que continuó evolucionando al alza, debido a movimientos de precios por factores de oferta globales.



Entre tanto, dentro de los precios NTX se observó una evolución mixta. Por un lado, la categoría Bienes y servicios diversos No transables se desaceleró nuevamente, muy ligado a la moderación salarial nominal de los últimos meses. Por su parte, la categoría Comidas y Bebidas Fuera del Hogar, registró un aumento, ligado a la evolución de la demanda doméstica.

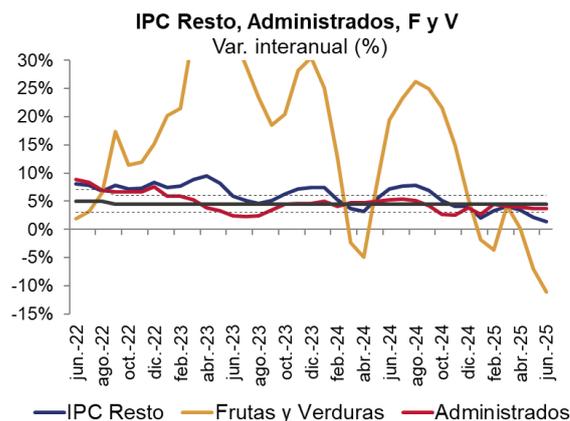


Por otra parte, el componente IPC Resto se redujo en el trimestre, guiado principalmente por la reducción interanual de frutas y verduras, mientras que la inflación de los precios administrados exhibió una caída moderada.

La dinámica interanual de frutas y verduras mostró caídas durante todo el trimestre, en un contexto de buenas condiciones de oferta en términos generales. Asimismo, se observa un efecto de base de comparación, ya que en el mismo período de 2024 se registraron aumentos significativos en sus precios, debido a varios shocks climáticos. De esta forma, la variación interanual de este componente pasó de 4,2% en marzo a -11,1% en junio.

La inflación de administrados se redujo principalmente por las tarifas (pasaron de 3,5% a 3,1%, ante el menor incremento de los combustibles) mientras que, el resto se mantuvieron prácticamente inalterados en términos interanuales respecto a marzo de 2025.

Ambos componentes de IPC Resto se ubican en sus valores más bajos de los últimos 3 años.



En síntesis, la importante desaceleración de la inflación en el trimestre se explica en mayor medida por la evolución de los precios transables, tanto frutas y verduras y en menor medida por el componente TX. Mientras tanto, la contribución de los componentes no transables (NTX y administrados) se reduce levemente.



Incidencias var. interanual			
	Mar-25	Jun-25	Diferencias
IPC	5,7	4,6	-1,1
IPCX	4,4	4,2	-0,2
NTX	2,1	2,2	0,1
Panes y Cereales No Transables	0,2	0,2	0,0
Alquileres	0,1	0,1	0,0
Comidas y Bebidas Preparadas RH	0,6	0,6	0,0
Bienes y Serv Diversos_r	0,8	0,8	0,0
Enseñanza	0,3	0,3	0,0
Servicio Doméstico	0,1	0,1	0,0
TX	2,4	2,0	-0,3
Alimentos y Bebidas Diversos Tran	0,6	0,5	-0,1
Carnes y Pescados Transables	0,8	0,9	0,2
Bienes Manufacturados No Comes	0,6	0,4	-0,2
Servicios transables	0,4	0,2	-0,2
IPC Resto	1,1	0,4	-0,7
Frutas y Verduras	0,2	-0,5	-0,6
Administrados	0,9	0,8	-0,1

IV.2 Descomposición histórica de la inflación

Los determinantes macroeconómicos que explican la dinámica de la inflación pueden analizarse en un marco de equilibrio general a través de la descomposición histórica que brindan los modelos DSGE.

En este marco, se analiza la incidencia que han tenido los distintos shocks a sus determinantes (eje de la izquierda) sobre el desvío de la inflación respecto de su promedio histórico, que es 1,8% trimestral desestacionalizado, equivalente a 7,5% anualizado en el período 2005T2 - 2025T2 (eje de la derecha)²⁴.



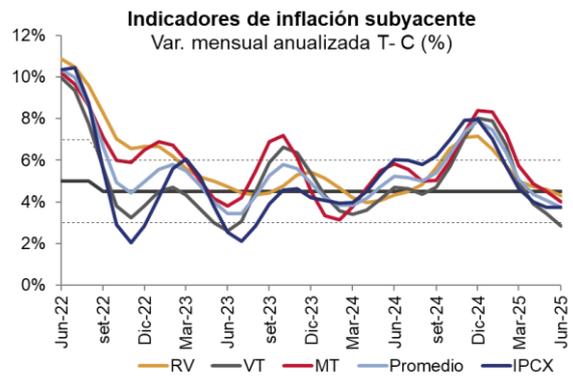
En términos desestacionalizados, la inflación promedio trimestral se ha mantenido en niveles inferiores a su promedio histórico desde 2022T4 y muestra una desaceleración en el segundo trimestre del año.

En este contexto, la desaceleración en el trimestre se explica por la caída en los precios de importación (dentro de “internacionales”) y menores márgenes en bienes no transables y bienes importados

(“oferta”). Contribuye en el mismo sentido la política monetaria, que mantuvo su carácter contractivo (impulso monetario negativo). Estos factores son compensados parcialmente por un shock positivo a la paridad de tasas (“financieras”), que refleja el impacto acumulado y rezagado de la depreciación del tipo de cambio de la segunda mitad de 2024.

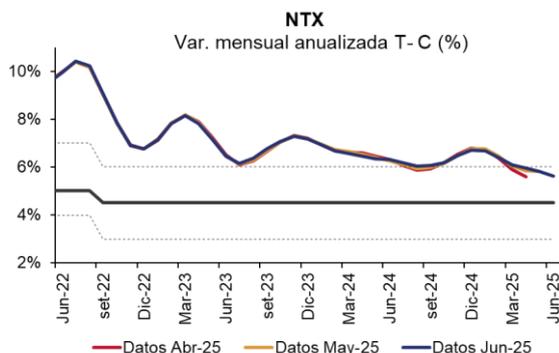
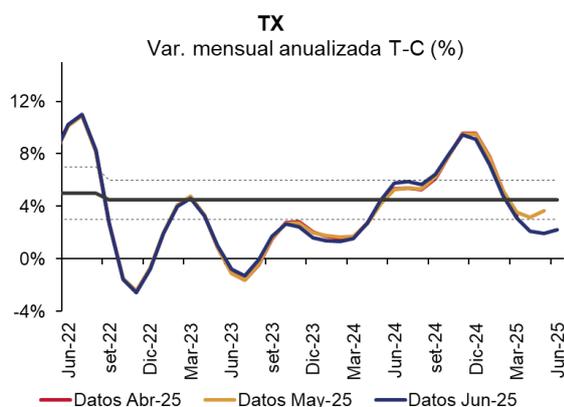
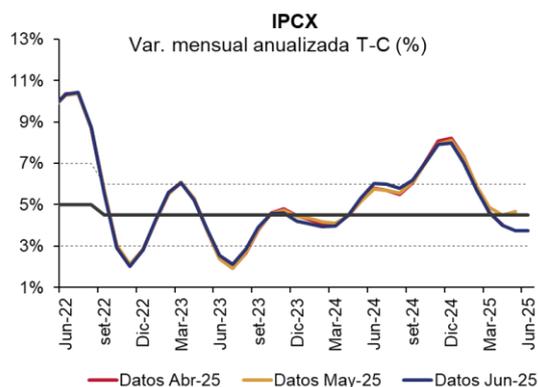
IV.3 Inflación subyacente

Los 4 indicadores utilizados para estimar la inflación subyacente (en variación mensual anualizada de su tendencia-ciclo) dan cuenta de una desaceleración en el margen y muestran valores que están por debajo del objetivo de 4,5%. Esta situación marca un cambio importante con lo observado 6 meses atrás, cuando los 4 indicadores estaban por encima del rango de tolerancia.



Analizando la tendencia-ciclo del indicador IPCX, que es el único que incorpora proyecciones surgidas de los modelos macroeconómicos a los efectos de su estimación, y tiene una interpretación macroeconómica en su formulación, se observa que su desaceleración se profundiza al incorporar la información de junio. Este resultado se explica por el importante descenso de los TX, que incluyen una senda más baja de tipo de cambio, en consonancia con lo observado en el trimestre. Por su parte, los NTX se desaceleran más levemente y se ubican, por primera vez, dentro del rango de tolerancia durante todo el trimestre.

²⁴ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

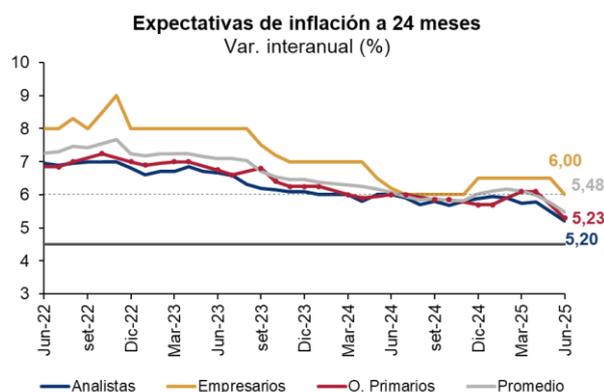


IV.4 Expectativas de inflación

En el segundo trimestre del año los 3 indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM (24 meses) mostraron caídas y se ubicaron en sus mínimos históricos. Como resultado, el indicador resumen de las tres encuestas se redujo respecto al trimestre anterior, profundizó su ingreso al rango de tolerancia y se ubicó en 5,5%.

Asimismo, se destacan reducciones significativas en los distintos indicadores en el trimestre. Las expectativas de analistas descienden 55 p.b., las de los mercados financieros (encuesta a operadores primarios) caen 87 p.b. y la de los empresarios, que

son las más rígidas, se reducen 50 p.b. Como resultado, todas ellas se ubican en sus valores mínimos: 5,2% analistas, 5,2% operadores primarios y 6% empresarios²⁵. Este comportamiento más homogéneo entre las distintas mediciones de expectativas inflacionarias por parte de los agentes es consistente con la menor inflación observada, que lleva más de dos años en el rango de tolerancia, y refleja la progresiva ganancia de credibilidad de la política monetaria, un reforzamiento del esfuerzo de comunicación y su consistencia con las demás políticas macroeconómicas.



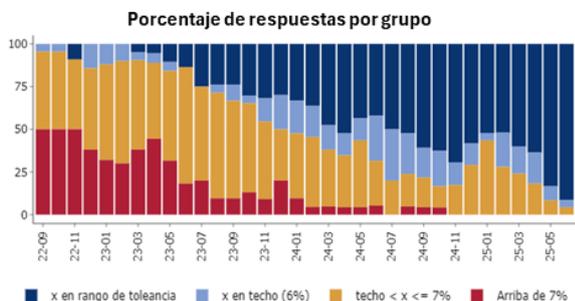
Por otra parte, al analizar al detalle la encuesta a analistas, se observa que las tres medidas a distintos horizontes se reducen en el trimestre. Así, la mediana a 12 meses también baja 50 p.b. en el trimestre, mientras que la mediana de expectativas para el horizonte de 5 años, que es la más asociada a la credibilidad de mediano plazo, se reduce 20 p.b. y vuelve a ubicarse en su mínimo histórico de 5%.



Por último, al desagregar el dato global por grupo de análisis, se observa la evolución en el tiempo de distintas cohortes de valores. Esta evolución da cuenta de la progresiva y permanente ganancia de credibilidad de los agentes que responden la encuesta: actualmente la enorme mayoría espera

²⁵ Las encuestas de expectativas de inflación de analistas y de operadores primarios son relevadas por el BCU, mientras que la encuesta de empresarios es recopilada por el INE.

que la inflación esté en el rango de tolerancia dentro de 24 meses (barra azul) siendo que hace 2 años eran una minoría.



V. Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

En este capítulo se presenta la trayectoria esperada de las principales variables macroeconómicas consistente con la convergencia de la inflación a la meta en el HPM. Se desarrolla la evolución de la inflación, la actividad y el TCR compatible con la información disponible al momento de celebrarse el COPOM.

Al final del capítulo se plantean los principales riesgos que podrían incidir en esta trayectoria y se analiza cómo podrían afectarla.

V.1 El contexto global en el escenario base²⁶

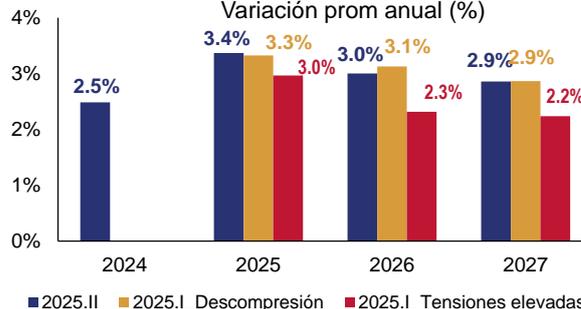
La evolución reciente y las perspectivas de la economía global determinan el escenario internacional más probable en el HPM, denominado “escenario base”.

El contexto en el cual se desarrolló el COPOM del primer trimestre fue el de una incertidumbre muy superior a la habitual, lo que llevó a la elaboración de dos escenarios: uno caracterizado como de “descompresión” de las tensiones comerciales globales que se venían dando y otro de “tensiones elevadas”, en el cual se consolidaban y profundizaban.

Si bien la incertidumbre persiste, el marco general para este informe se asemeja en mayor medida a lo que se preveía en el escenario de “descompresión”, por lo que las proyecciones de la economía global son similares a dicho escenario.

En consecuencia, la demanda externa relevante para Uruguay crecería en forma muy similar a lo esperado en el informe anterior en el escenario “descompresión”.

Demanda externa relevante
Variación prom anual (%)

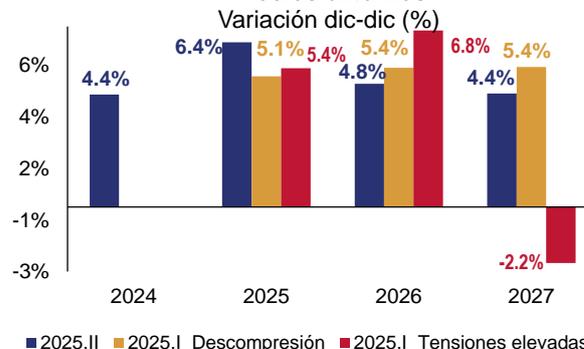


En el HPM la demanda externa relevante estaría impulsada por China y Argentina, al tiempo que se espera un crecimiento más moderado de Brasil, EE.UU y la Zona Euro. Las revisiones de crecimiento de cada uno de estos bloques respecto al informe anterior son menores.

Demanda externa relevante (var. prom. anual)				
	2024	2025	2026	2027
PIB externo relevante	2.5%	3.4%	3.0%	2.9%
Extra-región	3.5%	3.1%	2.9%	3.2%
China	5.0%	4.7%	4.0%	4.3%
Estados Unidos	2.8%	1.5%	1.6%	1.9%
Zona Euro	0.7%	0.8%	1.2%	1.4%
Región	1.1%	3.6%	2.9%	2.3%
Argentina	-1.7%	4.9%	4.0%	3.1%
Brasil	3.4%	2.2%	1.6%	1.1%

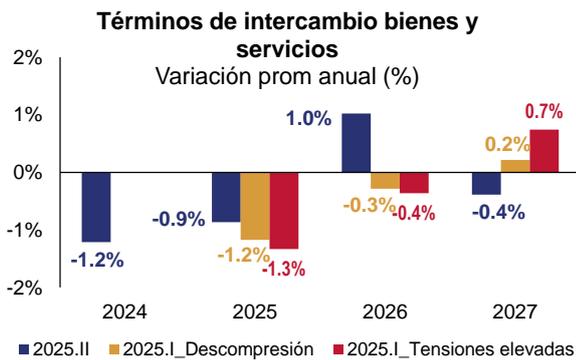
Por otra parte, los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares mostrarían aumentos algo mayores a los esperados en el IPOM anterior en 2025 y menores en el resto del HPM. La corrección al alza para 2025 está determinada por el mayor fortalecimiento esperado de las monedas de la región respecto al dólar y, en menor medida, al efecto del aumento de los aranceles. En el resto del HPM, la menor suba respecto a la esperada en el trimestre anterior es resultado en gran medida del punto de partida más elevado.

Precios externos

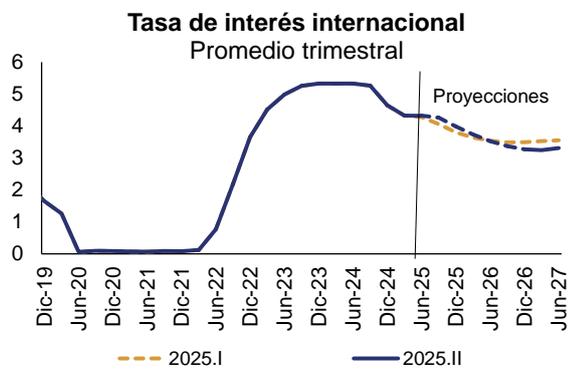


²⁶ La construcción del escenario internacional se realizó utilizando diversas fuentes de información, donde se destacan: Banco Mundial, Bloomberg, Ecolatina Consultora, Fondo

Por otra parte, la trayectoria de la relación de términos de intercambio (RTI) se corrige al alza en buena parte del HPM: se espera una caída menor para 2025 y un crecimiento mayor para 2026 respecto al COPOM anterior. En particular, la cifra para 2026 cambia de signo, guiada por una proyección más baja para los precios de los bienes de importación, con excepción del petróleo. Mientras tanto para el año 2027 (cuyo segundo semestre está fuera del HPM) la corrección es a la baja.



Finalmente, las condiciones financieras internacionales serían similares a las esperadas anteriormente en el escenario “descompresión”, tanto por la aversión al riesgo como por los recortes esperados en la tasa de la FED.

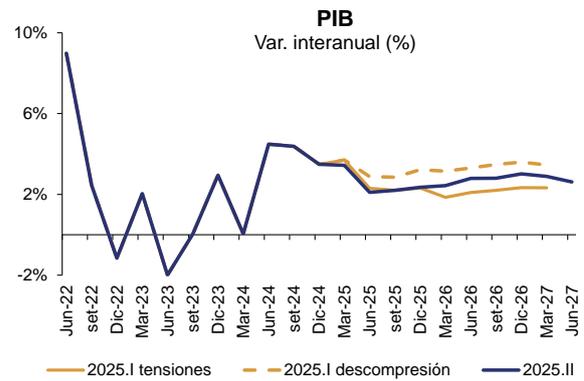


V.2 Proyecciones macroeconómicas

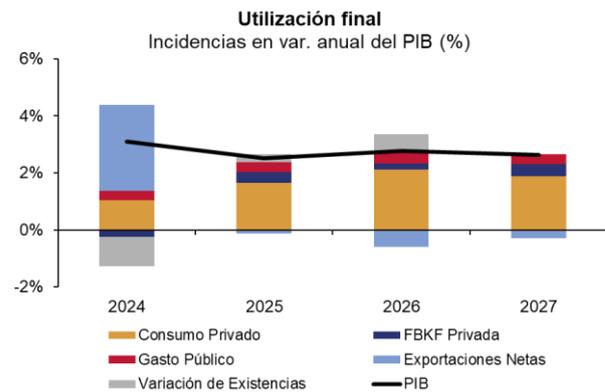
Actividad

En el escenario de referencia, la economía crecería en torno de su ritmo de tendencia en todo el HPM, impulsado por el gasto privado.

La proyección del PIB de 2025 se corrige a la baja por los menores datos de inicio. En el resto del horizonte muestra un dinamismo algo mayor, consistente con un escenario donde se diluyen las disrupciones de oferta global.

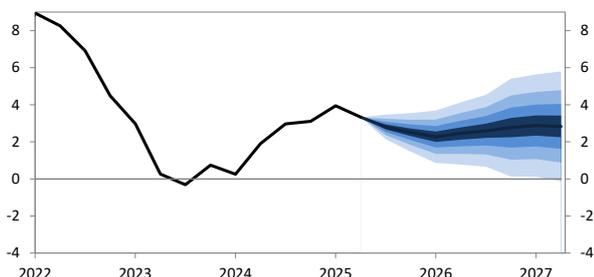


A nivel de componentes de la demanda, el consumo privado seguiría siendo el principal motor de crecimiento de la economía para todo el HPM, dado el crecimiento esperado de la masa salarial. En menor medida, estarían contribuyendo la inversión privada y el gasto público, este último sin tener en cuenta el presupuesto quinquenal que se encuentra en elaboración. Finalmente, las exportaciones netas tendrían una contribución moderadamente negativa en el HPM, en un marco de crecimiento de ambos componentes.



Esta proyección está enmarcada en un nivel de incertidumbre elevado, asociado en buena medida al contexto internacional, en particular las políticas de EE.UU. A eso se suma el desempeño de la región, la que mantiene desequilibrios macroeconómicos. Esta incertidumbre se refleja en la amplitud del intervalo del gráfico *fan chart*, que aproxima la confianza de que la variable proyectada se ubique dentro de cierto intervalo. En este marco, la confianza en que la economía crezca por encima del crecimiento tendencial (en torno a 2,5%) al final del HPM es superior a la estimada en el COPOM anterior y pasa de 32% a 56%. Esto se debe a que la proyección central es mayor respecto al escenario con tensiones comerciales elevadas del COPOM anterior al final del HPM y se sitúa por encima del crecimiento tendencial.

Proyección de crecimiento del PIB
Variación promedio anual

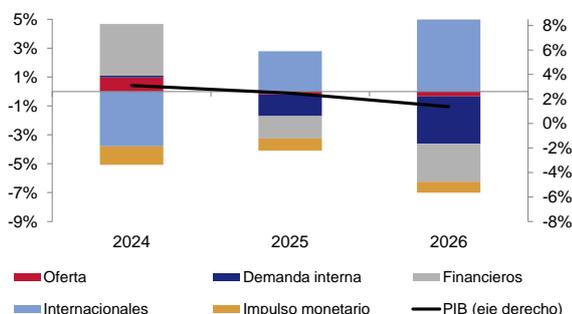


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del PIB. La confianza de que el PIB se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

En este contexto, la brecha PIB se cierra parcialmente, aunque continúa en terreno levemente negativo durante todo el HPM. Esta proyección incorpora un nivel considerable de incertidumbre, evidenciado por la amplitud de los intervalos correspondientes a las estimaciones que habitualmente se presentan en la sección II.2.1.

Finalmente, de acuerdo con la descomposición en shocks que surge del modelo DSGE, el crecimiento en 2025 y 2026 estaría impulsado por un contexto internacional favorable, en particular por los bajos precios de importación y los recortes en la tasa de interés de la FED²⁷. Por otra parte, los shocks de demanda interna muestran un impacto contractivo asociado a un crecimiento de la inversión privada inferior al que cabría esperar dado el contexto financiero internacional. En el mismo sentido impactan los shocks financieros: los shocks positivos a la paridad de tasas repercuten de forma contractiva en el PIB. Finalmente, el impulso monetario mantendría una incidencia contractiva decreciente en el HPM, reflejando la evolución de la TPM y los rezagos en su transmisión.

Descomposición en shocks - PIB
Variación promedio anual



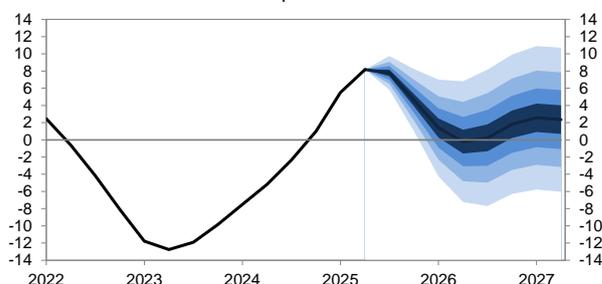
²⁷ El gráfico muestra la incidencia que tendrían los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío del crecimiento proyectado del PIB

Tipo de cambio real

El TCRE exhibiría una senda creciente en el HPM, aumentando a tasas menores en la primera mitad del horizonte y creciendo en forma más acelerada hacia el final. De acuerdo con la metodología *fan chart*, existe un 64% de confianza de que el TCRE se deprecie al final del HPM, valor superior al 59% del informe anterior.

La amplitud del intervalo de confianza es mayor que en las demás variables presentadas, ya que la dinámica del TCR se ve afectada, entre otros factores, por el tipo de cambio nominal que, como toda variable financiera, muestra un alto grado de volatilidad.

Proyección del tipo de cambio real
Variación promedio anual

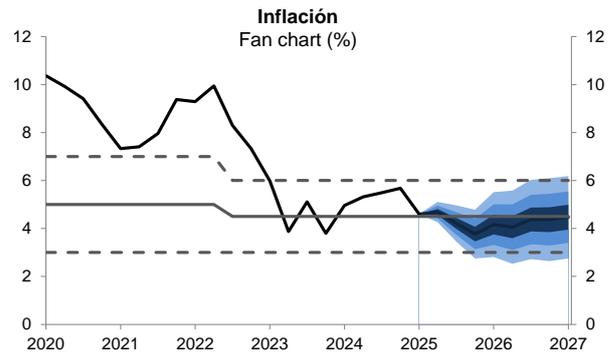
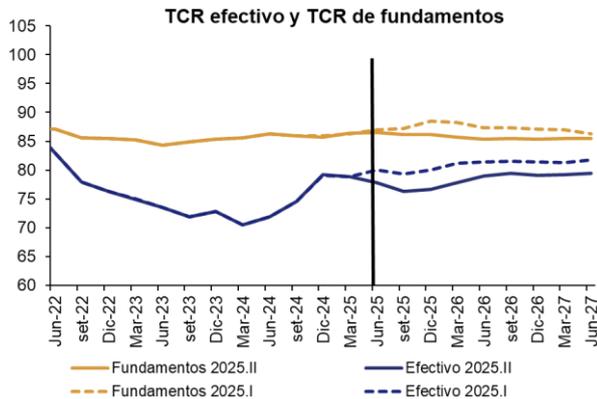


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del TCR. La confianza de que el TCR se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

Analizando la brecha de TCR se observa que las sendas proyectadas de sus dos componentes, TCRf y TCRE, se corrigen a la baja respecto al informe anterior. El menor nivel del TCRf está impulsado por la mayor senda esperada para los términos de intercambio, mientras que el TCRE presenta un punto de partida más bajo y se mantiene en un nivel inferior ante un menor tipo de cambio nominal.

Como resultado de la trayectoria de ambas variables, la brecha del TCR (promedio de 3 metodologías) parte de un valor de -9,9% y corrige parcialmente el desvío en el horizonte de proyección, al ubicarse -7,1% en 2027T2.

respecto a su promedio histórico de la muestra, que es 3,5% promedio anual en el periodo 2005-2025T1 (eje de la derecha).

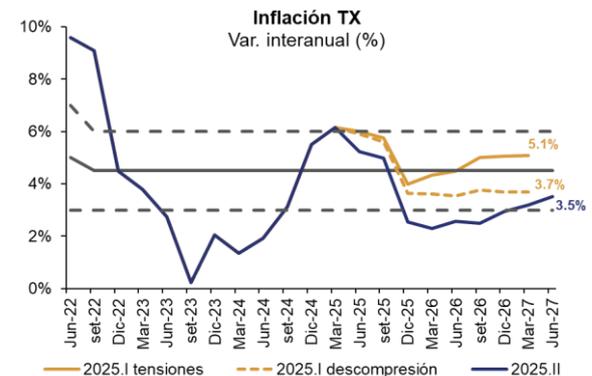
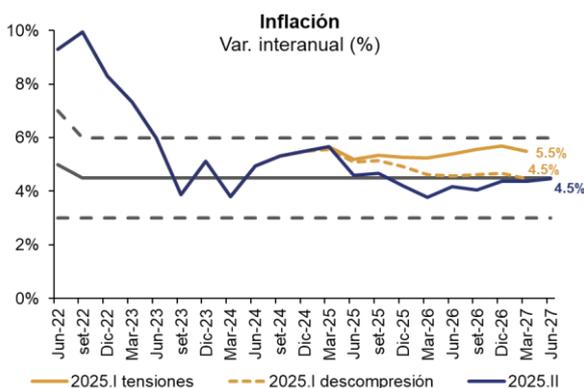


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección de la inflación. La confianza de que la inflación se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

Inflación

La senda proyectada de inflación se corrige a la baja respecto a los dos escenarios presentados en el IPOM previo, especialmente respecto al de tensiones comerciales elevadas. Ésta parte de un punto de partida muy cercano a la meta, se ubica luego en levemente niveles inferiores y vuelve a converger al objetivo al final del HPM.²⁸

En el presente escenario, la política monetaria se mantiene en una instancia contractiva durante la primera mitad del horizonte de política y se ubica en terreno neutral a partir de entonces. Asimismo, se asume que las expectativas de inflación de los agentes convergen a la meta en el HPM. Esta evolución también está determinada por factores macroeconómicos, como las brechas de PIB y TCR negativas en el HPM, si bien las mismas se reducen parcialmente en el horizonte de proyección.

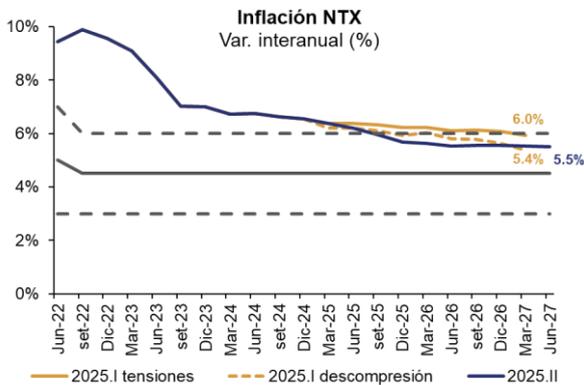


Por otra parte, la confianza de que la inflación promedio del HPM (es decir, de los 8 trimestres proyectados) se encuentre dentro del rango de tolerancia se mantiene estable respecto al IPOM anterior, ubicándose 64%. Asimismo, la confianza que la inflación se encuentre por debajo del piso de referencia aumenta de 14% a 21% entre ambas proyecciones.

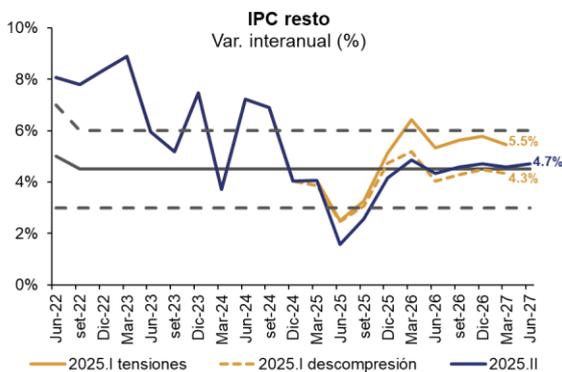
Por su parte, también se espera una senda inferior de NTX en todo el horizonte respecto a ambos escenarios del informe anterior. Se destaca que la inflación NTX ingresaría al rango de tolerancia por primera vez a fines de 2025 y allí se mantendría en el resto del HPM. Sin embargo, esta convergencia es paulatina: la inflación NTX al final del HPM se ubicaría todavía 1 p.p. por encima del objetivo del BCU. Esta desinflación de NTX estaría determinada por una evolución salarial más moderada, ante una

²⁸ Como se mencionara en informes anteriores, se trata de una proyección activa de política monetaria que procura alcanzar la meta de inflación de 4,5% al final del HPM.

menor inflación proyectada, mayores ganancias de credibilidad y menores expectativas de inflación²⁹.

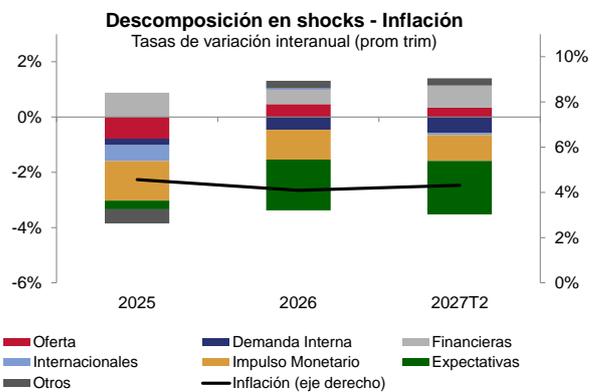


Finalmente, la senda de IPC Resto es similar a la proyectada en el escenario “descompresión” del informe anterior. La trayectoria está guiada por la reversión de los shocks de oferta sobre frutas y verduras y la menor trayectoria esperada del precio del petróleo, junto a tarifas públicas y demás servicios administrados que evolucionan en línea con el objetivo de inflación, dado el marco de coordinación de políticas monetarias, fiscales y de ingresos.



Los distintos factores que afectan a la inflación pueden analizarse en forma más rigurosa en el marco del equilibrio general de un modelo DSGE³⁰. En este contexto, la permanencia de la inflación en torno al objetivo del BCU a lo largo del HPM está determinada en parte por la política monetaria, actuando a través de los distintos canales de transmisión. Por un lado, juegan las acciones del BCU, que mantiene un impulso monetario contractivo a lo largo del HPM, lo que se refleja en la evolución de la TPM y su transmisión a las tasas de los distintos activos financieros, particularmente, la curva de rendimientos de LRM y las tasas bancarias activas y pasivas. Asimismo, la acción de la política monetaria redundará en

menores expectativas de inflación, las que a su vez van incidiendo en el proceso de formación de precios y salarios, proceso que se consolida durante el HPM. En el mismo sentido, en el HPM se observarían shocks negativos de demanda doméstica, asociados a la moderación del nivel de actividad. Mientras tanto, la evolución esperada del tipo de cambio nominal (dentro de variables financieras) presionaría al alza la inflación en el período de proyección. Finalmente, el componente “otros” refleja la evolución del IPC Resto, el que está por fuera de la acción de la política monetaria y presenta una evolución creciente hacia el objetivo del BCU en el HPM, tal como se ilustró anteriormente.



Tasa de interés

En este marco, la política monetaria reacciona a los desvíos de inflación y actividad, y genera una senda para la TPM para todo el horizonte de proyección. La senda resultante es condicional a un conjunto de variables exógenas, donde se encuentran el contexto internacional, las tarifas en línea con el marco de coordinación macroeconómica y la evolución de los salarios nominales según lo acordado en los convenios. Asimismo, incorpora la baja de 25 p.b. de la TPM adoptada en el COPOM del 8 de julio, que la ubica en 9%.

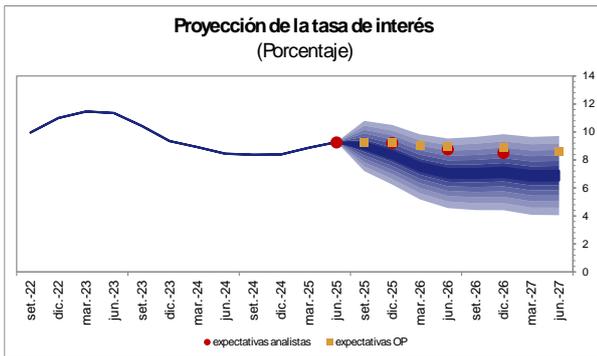
Esta trayectoria puede ilustrarse en un gráfico fan chart, que muestra el rango en el que se ubicaría la TPM en este escenario y los riesgos resumidos en el Mapa de Riesgos. Por tanto, es consistente con las proyecciones presentadas previamente y con el análisis de riesgos del punto siguiente. La senda considerada más probable es el área más oscura, que es la moda de la distribución de probabilidad. Además, el gráfico incorpora la mediana de las

²⁹ La evolución salarial implícita en estas proyecciones es consistente con las pautas de negociación presentadas recientemente por el Poder Ejecutivo, como se analiza en el Box metodológico 22, incluido en este informe.

³⁰ Este gráfico muestra la contribución de los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) al desvío proyectado de la inflación respecto de su promedio histórico que es 7,5% interanual en el periodo 2005T2-2024T4 (eje de la derecha).

expectativas de analistas y operadores primarios como referencia.

Esta senda presenta una trayectoria decreciente a lo largo del HPM, conforme se cierran las brechas de inflación y actividad. Por otra parte, las sendas esperadas por los analistas y los operadores primarios, quienes respondieron la encuesta antes de conocerse la decisión del último COPOM, se ubican por encima de la trayectoria central a lo largo de todo el HPM.



V.3 Principales riesgos que pueden afectar las proyecciones del escenario base

Las proyecciones del escenario base se enmarcan en un contexto de riesgos y están sujetas a un nivel de incertidumbre elevado. Los principales riesgos internacionales refieren a la situación macro-financiera de la región, el ritmo de salida de la fase contractiva de la política monetaria en los países desarrollados, las dificultades para sostener el dinamismo de la economía china y la evolución de conflictos geopolíticos y comerciales. A nivel doméstico, se destaca el potencial desalineamiento de las expectativas de inflación respecto al objetivo. La identificación, evaluación y gestión de riesgos complementa el análisis prospectivo presentado como escenario base. Los riesgos identificados son motivo de un monitoreo permanente por parte de la Autoridad Monetaria.

A continuación, se presenta la evaluación y gestión de riesgos para la política monetaria, siguiendo la metodología del MR³¹.

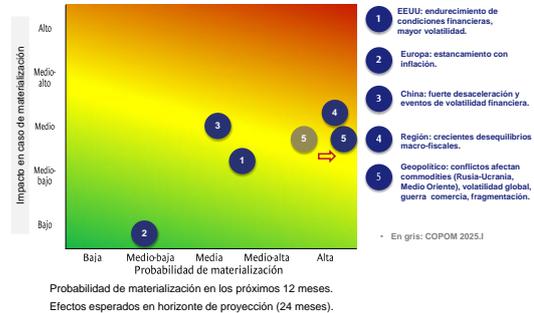
Riesgos externos

Se identifican cinco grandes riesgos agrupados conceptualmente por zonas: EE.UU., Europa, China, la región y geopolítico-comercial.

Para este COPOM, al evaluar los factores que explican la ubicación de los diferentes riesgos en el

mapa, se resolvió modificar al alza la probabilidad del riesgo geopolítico y se mantuvo estable el resto.

Mapa de riesgos internacionales, impacto en **actividad**



Respecto al nivel de actividad, se destaca el riesgo de la región (riesgo 4) que se mantiene en la zona amarilla/naranja, por lo que resulta el principal riesgo a monitorear. En ese sentido, persisten los desequilibrios macroeconómicos y la incertidumbre económica y política, lo cual implica un riesgo con probabilidad de materialización alta e impacto medio sobre el PIB de Uruguay en el horizonte de proyección. Argentina viene evolucionando favorablemente en los últimos meses, pero persisten riesgos en la continuidad de su plan, en el marco de la incertidumbre del sector externo y el ciclo electoral que ha despertado cierta volatilidad en las últimas semanas. A esto se agrega la alta incertidumbre en Brasil respecto a la consolidación fiscal y la evolución de la inflación. En caso de materializarse, dificultaría el crecimiento y podría desencadenar salidas de capitales en la región, impactando negativamente en Uruguay por sus efectos sobre el nivel de actividad y sobre la estabilidad financiera y cambiaria.

Por su parte, el riesgo geopolítico-comercial (riesgo 5) incluye los impactos de los conflictos bélicos en desarrollo, que se agravaron durante el trimestre y que tienen potenciales consecuencias financieras y en los precios de commodities, y el efecto de la guerra comercial, asociada a la incertidumbre sobre la marcha de la imposición de aranceles por parte de EE.UU. y las medidas de represalia por parte de los países afectados. Este escenario, en el extremo, podría conducir a una fragmentación a nivel global. La probabilidad de materialización se eleva respecto al trimestre anterior y tiene un impacto medio sobre la actividad. Con este movimiento, este riesgo alcanza la zona naranja.

Asimismo, el riesgo de una eventual desaceleración de la economía china (riesgo 3) se mantiene en probabilidad de materialización media. Dicho nivel se explica por las dificultades que enfrenta el Gobierno chino para resolver la crisis del sector

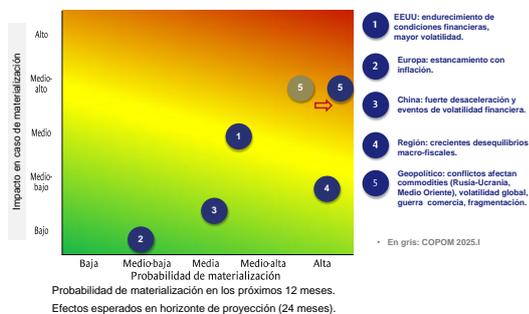
³¹ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 4 en la serie de box metodológicos.

inmobiliario y alcanzar los objetivos oficiales de crecimiento. De materializarse este riesgo se observarían efectos recesivos sobre la economía mundial y una caída relevante de los precios de nuestros productos de exportación.

Mientras tanto, el riesgo vinculado a un mayor endurecimiento de las condiciones financieras en EE.UU. (riesgo 1) mantiene su probabilidad de materialización con relación al informe anterior. Este riesgo recoge una potencial reacción de la FED más agresiva de lo esperado, que supondría un ritmo de reducción de su tasa de política más lento que el previsto en el escenario “posible”. Asimismo, la situación fiscal de EE.UU. podría generar eventos de mayor volatilidad. Un mayor endurecimiento de las condiciones monetarias podría generar caídas en los precios de los activos, fortalecer al dólar a nivel global y redundar en salidas de capitales desde los mercados emergentes, al tiempo que también podría inducir una recesión en EE.UU.

Finalmente, el riesgo de estancamiento con inflación en Europa (riesgo 2) mantiene su probabilidad de materialización en medio-baja. De materializarse, el impacto en la actividad doméstica sería bajo, debido al escaso peso relativo que tienen los países europeos como destino de nuestras exportaciones y a la posibilidad de reorientar las ventas hacia otros mercados.

Mapa de riesgos internacionales, impacto en inflación



Estos riesgos para la inflación tienen las mismas probabilidades de ocurrencia, pero un impacto diferente respecto al MR de actividad.

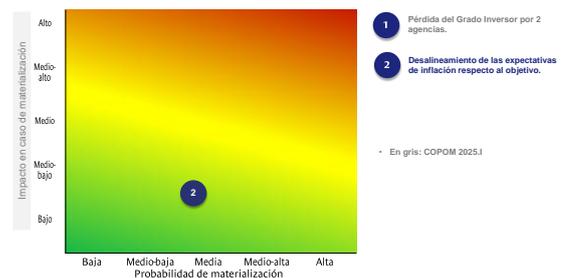
En este caso, los principales riesgos que podrían impulsar al alza la senda prevista de la inflación refieren a los factores geopolíticos y comerciales (riesgo 5), la inestabilidad en los mercados financieros globales (riesgo 1) y los desequilibrios en la región (riesgo 4). Éstos se transmitirían a la economía doméstica a través del aumento de la volatilidad financiera, una suba del tipo de cambio y un incremento del riesgo soberano, con consecuencias directas sobre la inflación transable. Asimismo, se podrían verificar también efectos de segunda vuelta sobre los precios de bienes y servicios no transables. Finalmente, el riesgo geopolítico-comercial también incidiría directamente sobre los precios transables.

Riesgos domésticos

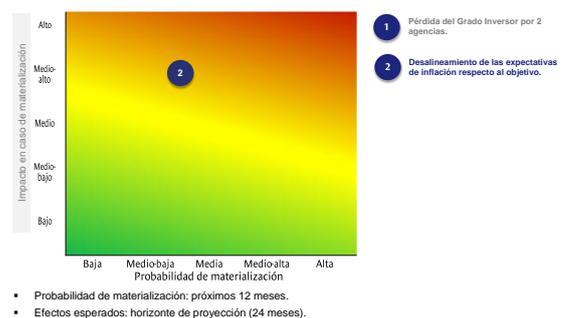
A nivel doméstico, el MR actualmente incluye un único riesgo relevante, que es el desalineamiento de las expectativas de inflación respecto a la meta de 4,5% (riesgo 2).

La probabilidad de ocurrencia de este riesgo se mantiene en zona amarilla-naranja. Si bien las expectativas de inflación de los distintos agentes encuestados se redujeron, se entiende que, para consolidarlas en la meta del BCU, quedan aún por definirse algunas señales de coordinación de políticas que exceden el ámbito de la política monetaria. En tal sentido, este riesgo incorpora la incertidumbre por parte de los agentes respecto a la implementación de la política económica, esencialmente vinculada a los resultados de la nueva ronda salarial y la política fiscal emergente en la ley de presupuesto, ambos procesos en desarrollo. Este riesgo tiene un impacto medio-alto sobre la inflación, debido a que una mayor inflación esperada afectaría directamente la velocidad de la desinflación prevista en el escenario de proyección.

Mapa de riesgos domésticos, impacto en actividad



Mapa de riesgos internacionales, impacto en inflación



La identificación y evaluación de los riesgos se complementa con la inclusión de vulnerabilidades, las que se definen como condiciones o factores económicos, financieros o de otra índole que limitan los alcances y conclusiones que se derivan del escenario “posible” o exacerban los riesgos incluidos en los MR.

En este contexto, la principal vulnerabilidad está vinculada a los efectos del cambio climático en dos dimensiones: riesgos físicos y riesgos de transición. Los riesgos físicos aluden al aumento de la



frecuencia y gravedad de eventos meteorológicos extremos y los impactos a largo plazo de modificaciones en las características del clima, como puede ser la fuerte sequía que ocurrió en Uruguay a fines de 2022 e inicios de 2023, así como las intensas lluvias observadas a inicios de 2024. Por su parte, los riesgos de transición hacen referencia a los costos (económicos, sociales, etc.) que surgirían del cambio hacia una economía verde con baja dependencia del carbono en el largo plazo. Ambos riesgos están siendo explorados por los equipos técnicos del BCU.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Box metodológico 22. Pautas Salariales Poder Ejecutivo e Índice de Consejos de Salarios (Publicado en IPOM 2025.II)

El Índice de Consejos de Salarios¹ (ICS) es elaborado por los servicios técnicos del BCU, usando lo acordado en las Rondas de Consejos de Salarios. El ICS se utiliza para proyectar la evolución de los salarios privados y es un insumo de los modelos macroeconómicos del BCU.

A la fecha de este documento, se encuentran disponibles las pautas generales de la 11ra. Ronda de Consejos de Salarios², con una vigencia de dos años, la cual consta de ajustes nominales de acuerdo con los niveles de ingresos (los que se muestran en el cuadro a continuación), un correctivo preliminar y un correctivo final.

Ajustes nominales diferenciales según nivel de ingresos				
Nivel	Jul-25	Ene-26	Jul-26	Ene-27
Nivel 1 (65% por encima del SMN, 30% de trabajadores comprendidos)	3,3%	3,6%	2,8%	3,5%
Nivel 2 (entre 1,65 y 7 SMN, 64% trabajadores comprendidos)	2,5%	3,3%	1,9%	3,2%
Nivel 3 (más de 7 SMN, 6% trabajadores comprendidos)	1,6%	2,9%	1,7%	2,7%
Promedio Ponderado	2,7%	3,4%	2,2%	3,3%

Estos aumentos están en línea con los supuestos de crecimiento nominal incorporado en las proyecciones del BCU. Si bien existen diferencias temporales, tomando el promedio ponderado de pautas y el ICS, en el acumulado de los 2 años son similares, 12,1% y 11,5%, respectivamente. De esta manera, teniendo en cuenta el objetivo de inflación, se esperan aumentos del salario real interanual de 1,6% y 0,9% en junio 2026 y junio 2027. Asimismo, el mayor aumento salarial se daría cuando la proyección de inflación es menor al objetivo³.

¹ <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/6.2017.pdf>

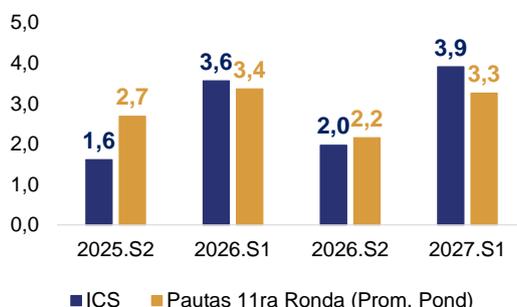
² <https://www.gub.uy/ministerio-trabajo-seguridad-social/sites/ministerio-trabajo-seguridad-social/files/documentos/noticias/2025%2007%2003%20Lineamientos%20para%20CCSS%2011a%20Ronda.pdf>

³ Por más información, ver la sección de proyecciones del IPOM 2025.II.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Salarios Nominales: ICS vs Pautas R11



Además de estos aumentos, las pautas establecen potenciales correctivos, que de materializarse el escenario base⁴, no tendrían lugar. De aplicarse, los correctivos solo corresponderían para los niveles 1 y 2, y la manera de cálculo varía según el año. El correctivo intermedio, cuyo cálculo toma en cuenta el IPC con exclusiones calculado por el INE⁵, más un margen de tolerancia, es poco probable que se materialice, dado que la inflación con exclusiones tendría que superar el 7,5% para el nivel 1 y 6,9% para el nivel 2. Para el caso del correctivo final, la inflación acumulada en los dos años debería ser superior a 13,9% para el nivel 1 y 11,3% para el nivel 2, lo cual es significativamente mayor a lo proyectado (8,9%).

Año 1 (Correctivo intermedio)	Año 2 (Correctivo al final del convenio)
$\text{Correctivo Intermedio} = \frac{1 + \text{Var IPCce}_{12m}}{1 + (\text{Ajustes otorgados}_{12m} + \text{margen de tolerancia})} - 1$	$\text{Correctivo Final} = \frac{1 + \text{Var IPC}_{24m}}{(1 + \text{Ajustes otorgados}_{24m}) \times (1 + \text{Correctivo Intermedio})} - 1$
Siendo IPCce el IPC con exclusiones calculado por el INE	
Margen de tolerancia será:	
<ul style="list-style-type: none">0,5% para el Nivel 11% para el Nivel 2	
Correctivo aplica si:	Correctivo aplica si:
$\text{Var IPCce}_{12m} > \text{Ajustes otorgados}_{12m} + \text{margen de tolerancia}$	$\text{Var IPC}_{24m} > (1 + \text{Ajustes otorgados}_{24m}) \times (1 + \text{Correctivo Intermedio}) - 1$

Como se mencionó anteriormente, las pautas salariales no generarían presiones inflacionarias para el HPM. Estas pautas son consistentes con aumentos de salario real en línea con el aumento de productividad previsto en el escenario base y por tanto con aumento de los costos laborales similares al objetivo inflacionario. De esta manera los costos salariales promoverían un crecimiento de los precios no transables cercano al 4,5%.

Las pautas salariales serían consistentes con el escenario base de inflación, aunque persiste el riesgo de que los acuerdos impliquen aumentos superiores. Una menor productividad también podría elevar los costos laborales por encima de la meta inflacionaria. La autoridad monetaria seguirá monitoreando estos riesgos.

⁴ El escenario base contempla una inflación que se consolida en torno a su objetivo en el HPM con un PIB que crece en torno a su valor tendencial, precios administrados compatibles con el objetivo, evolución moderada del tipo de cambio y expectativas de inflación que continúan con una tendencia favorable.

⁵ https://www5.ine.gub.uy/documents/Estad%C3%ADsticasecon%C3%B3micas/HTML/IPC/2025/IPC_subyacente%20Mayo%202025.html