



# UN PRESUPUESTO FRÁGIL

*18 de setiembre de 2025 - Boletín Macroeconómico N° 59*



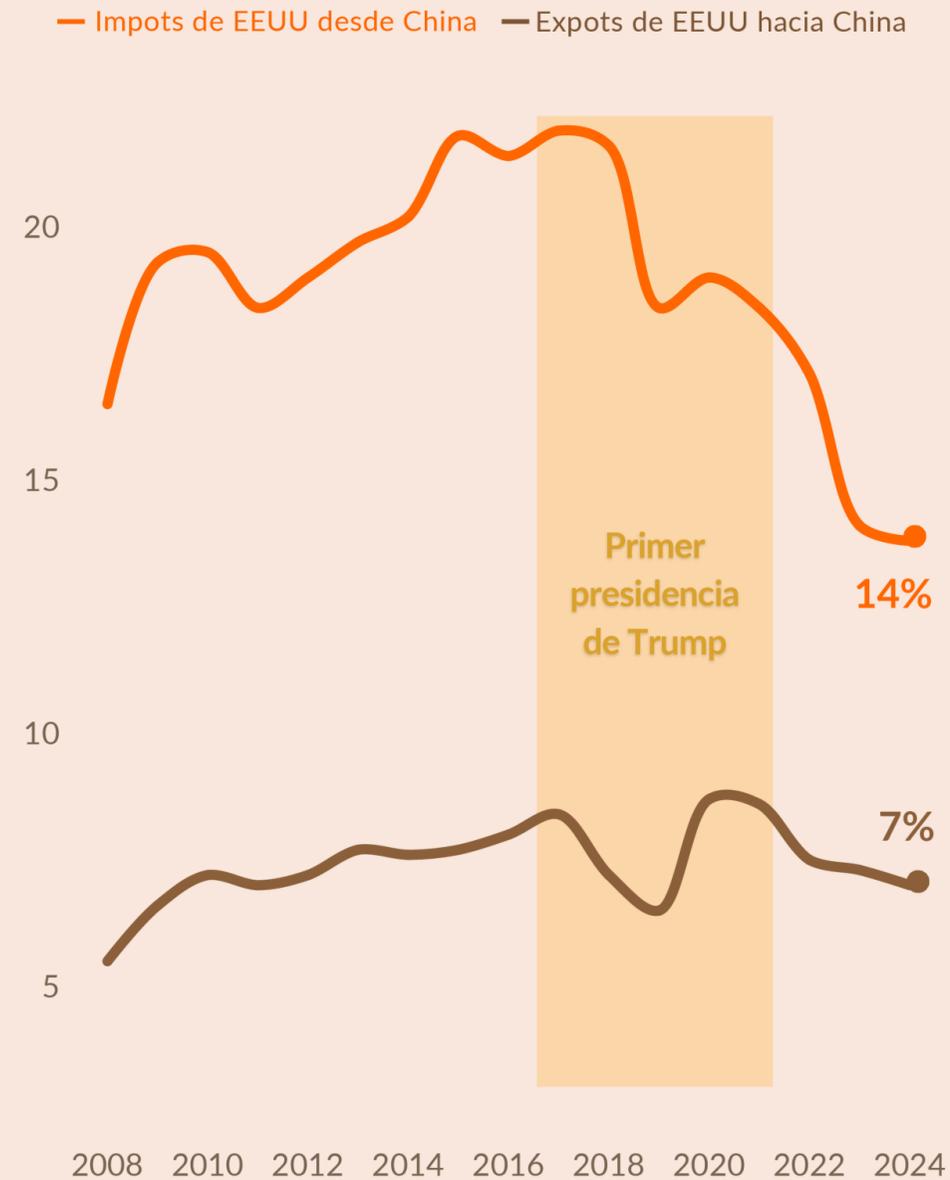
El mundo enfrenta una **nueva guerra comercial**, nuevamente impulsada por Trump.

En la anterior, el **impacto** fue claro sobre el comercio bilateral entre China y Estados Unidos, especialmente en las **importaciones estadounidenses**.

La diferencia es que, en aquel entonces, China crecía en promedio **6,1%** y contaba con mayor “músculo” para responder. Hoy, en cambio, sus expectativas de crecimiento no alcanzan el **4%**.

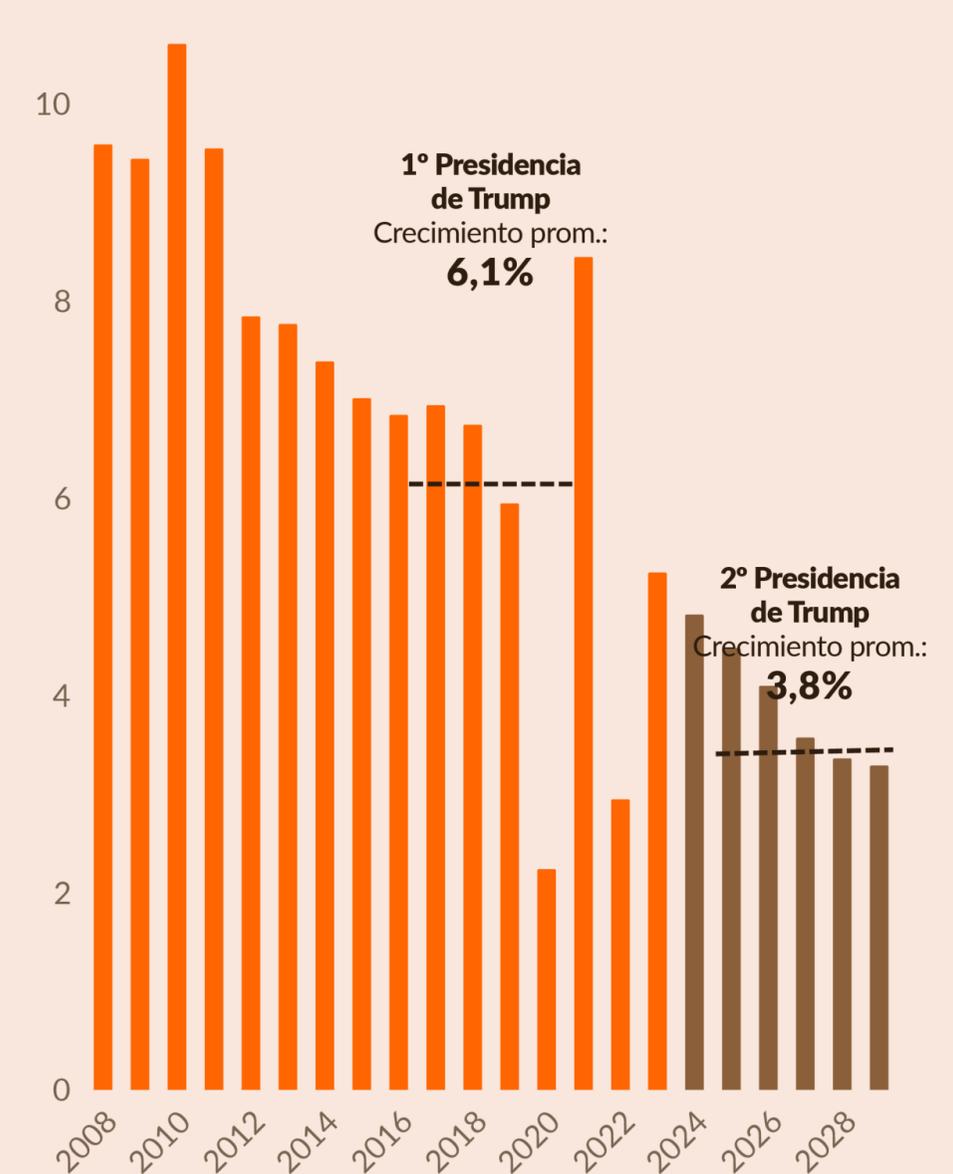
### Comercio bilateral entre China y EEUU

(% del PIB de EEUU)



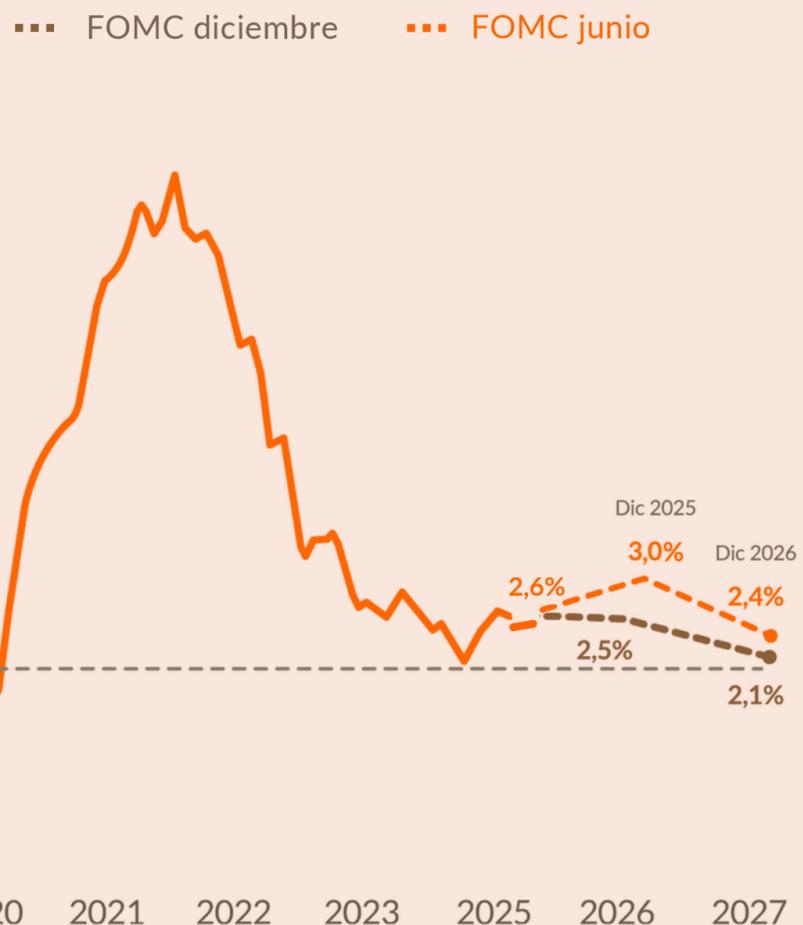
### PIB China

(variación interanual, %)



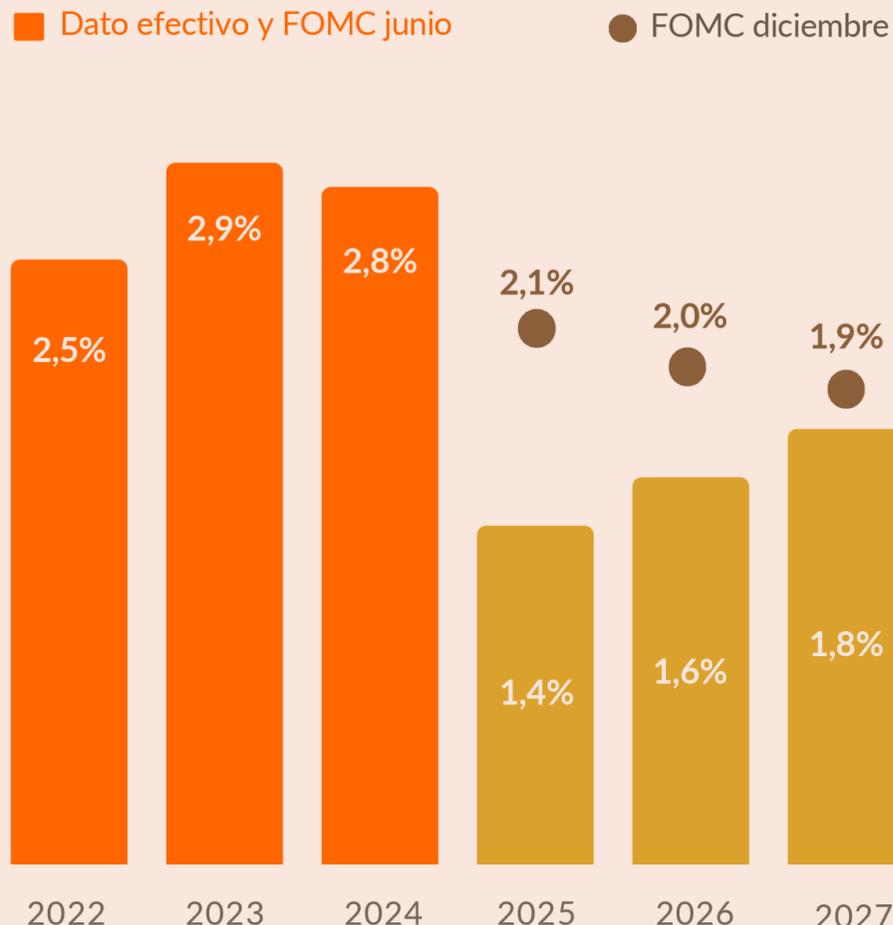
### Inflación

(variación interanual del PCE)



### PBI

(variación interanual)



La **incertidumbre** generada por la guerra arancelaria trasciende lo estrictamente comercial y **afecta al desempeño de la economía** en su conjunto.

En este marco, la propia **Reserva Federal ha empeorado sus proyecciones de crecimiento e inflación**, lo que ha derivado en nuevas **tensiones con Trump** en torno a la trayectoria de la tasa de interés.

El dólar refleja de manera directa estas **problemáticas internas**. En lo que va del año, acumula una **depreciación cercana al 10%** frente a una canasta de monedas (DXY).

Este retroceso también se ha trasladado a la región. **El tipo de cambio local ha seguido esta tendencia a la par.**

### Índice dólar

(DXY, media móvil)



### Evolución divisas vs dólar

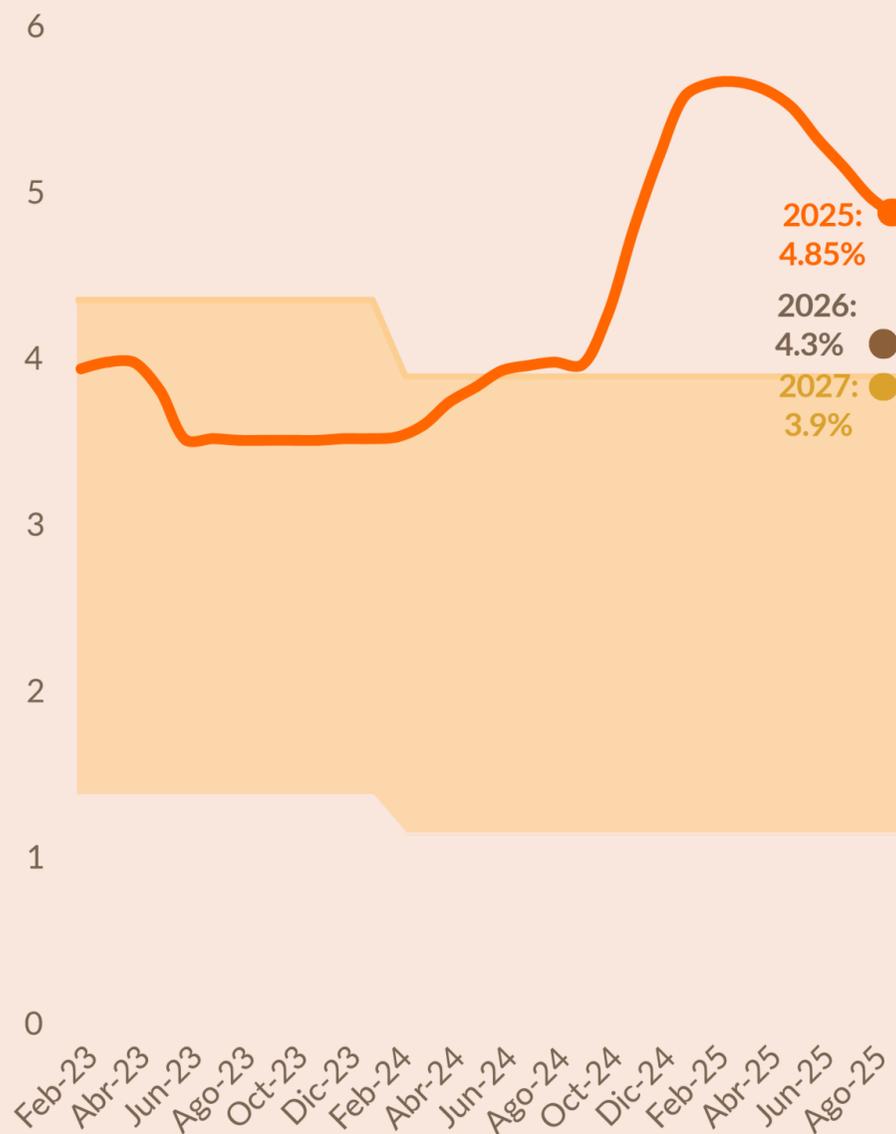
(media móvil)





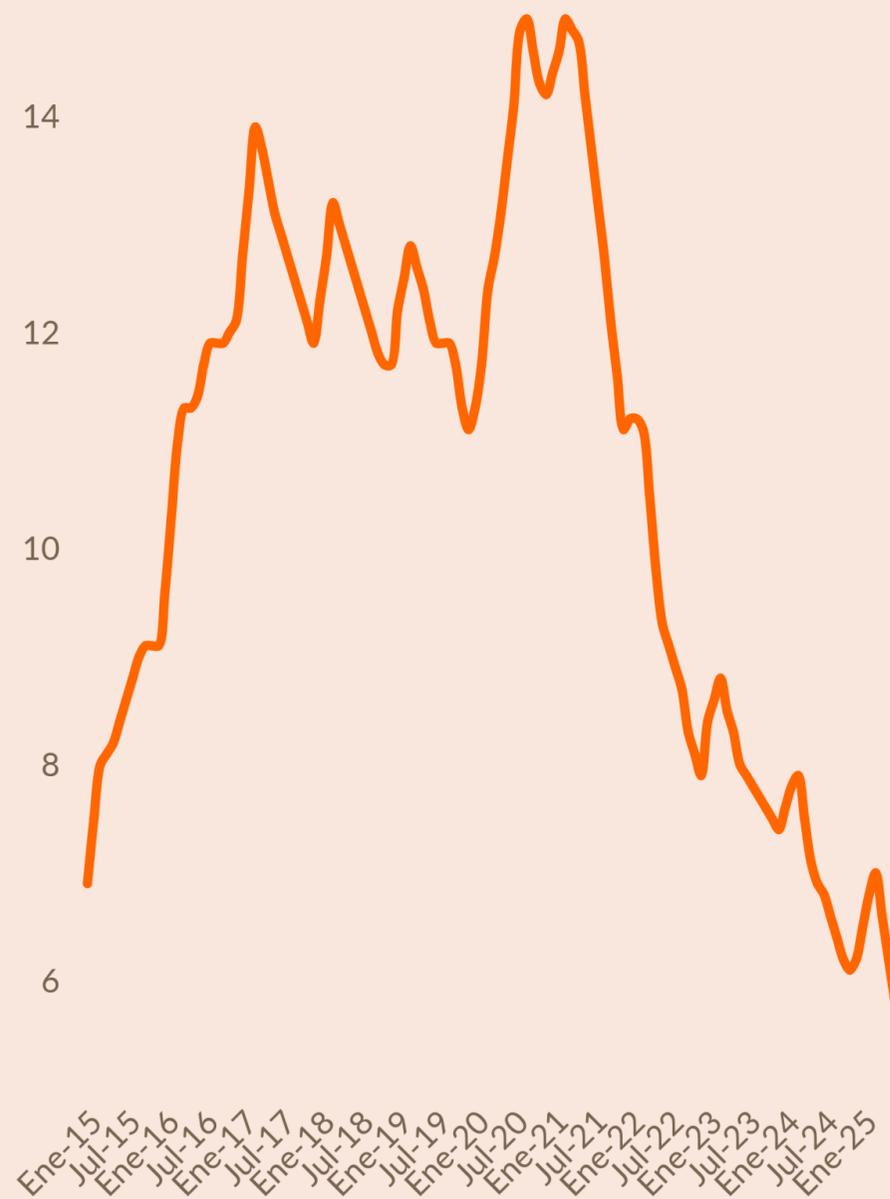
## Expectativas de inflación Brasil

(al cierre del año, %)



## Tasa de desempleo Brasil

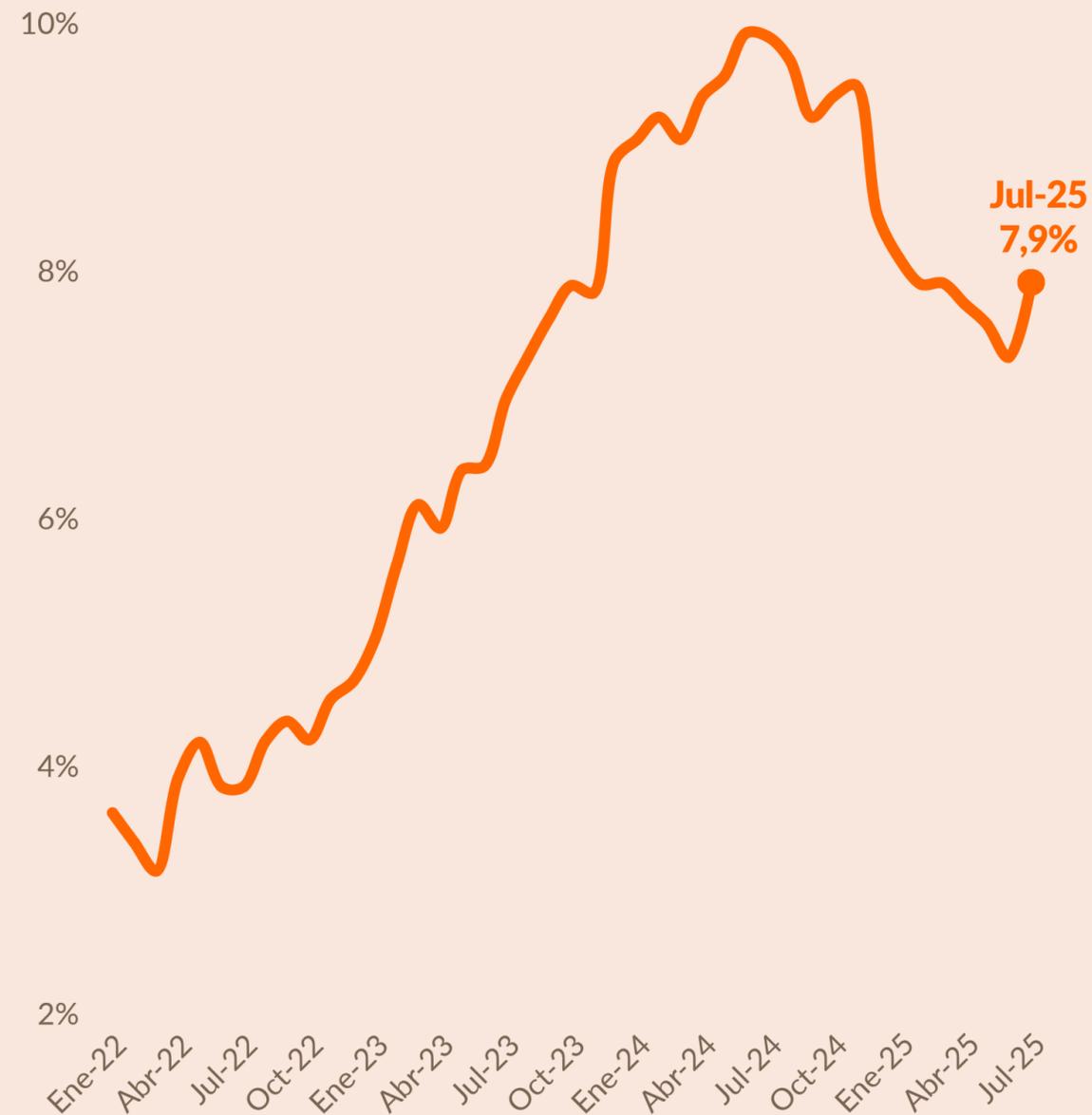
(% de la población activa)



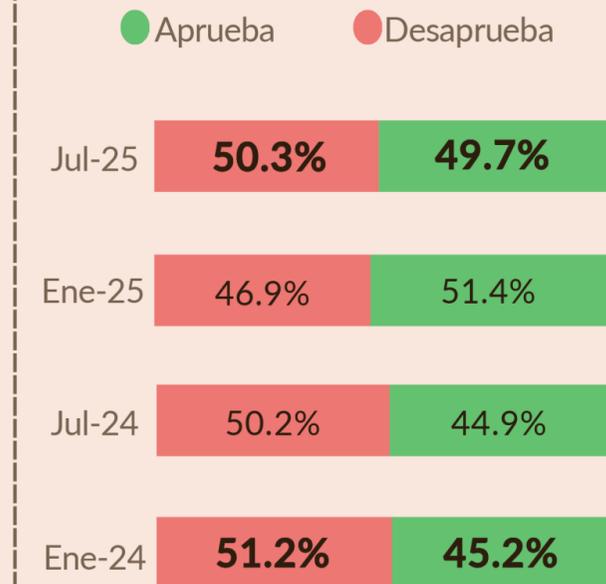
La apreciación cambiaria, junto con una acelerada suba de la tasa SELIC, contribuyeron a **reducir las expectativas de inflación.**

Este proceso no se tradujo en un freno a la actividad. Por el contrario, **Brasil registra actualmente la menor tasa de desempleo en al menos una década.**

## Necesidad de financiamiento del sector público



## Aprobación del Presidente Lula



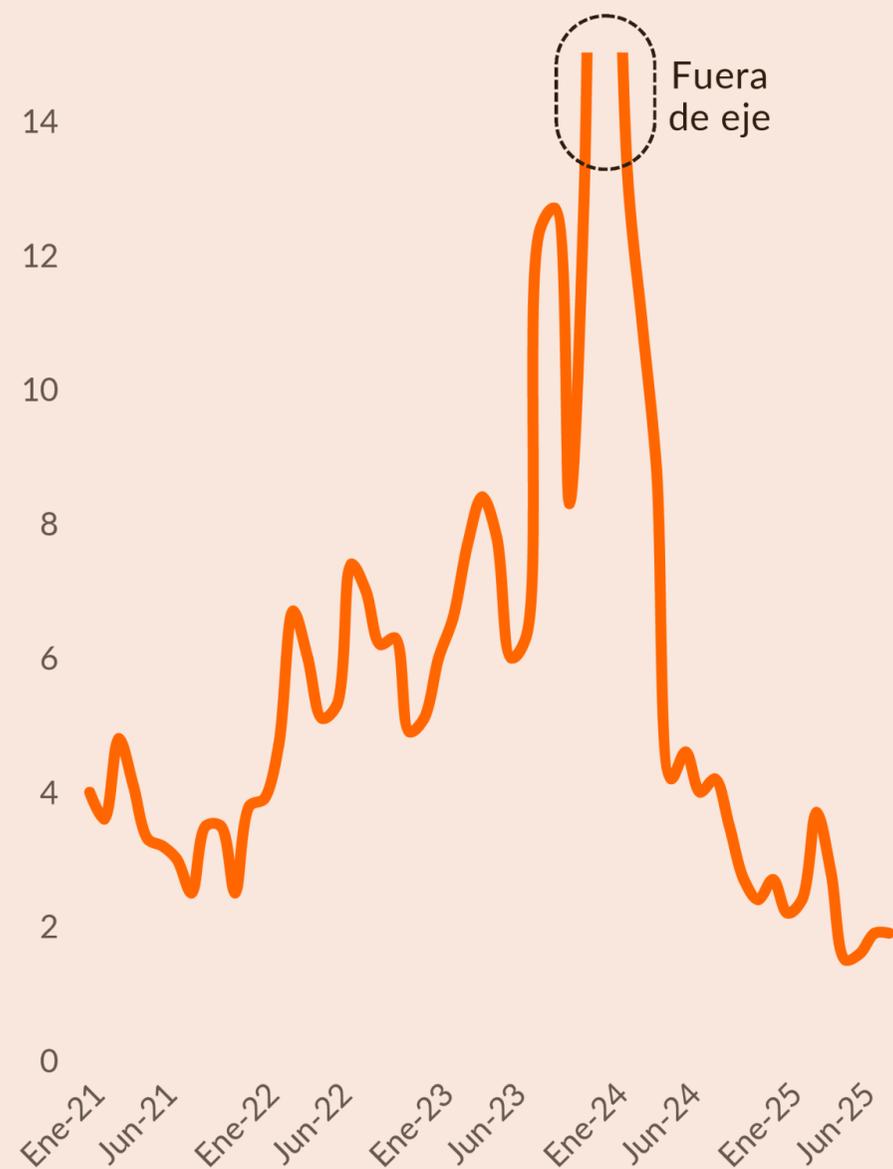
Estas mejoras económicas, combinadas con las medidas arancelarias de Trump, han impulsado **un aumento en la aprobación del presidente Lula.**

No obstante, **aún persisten tensiones fiscales**, debido a un nivel de gasto elevado acompañado de un ajuste tributario insuficiente.



## Inflación mensual

(Variación mensual del IPC, en %)



## Estimador Mensual de Actividad Económica

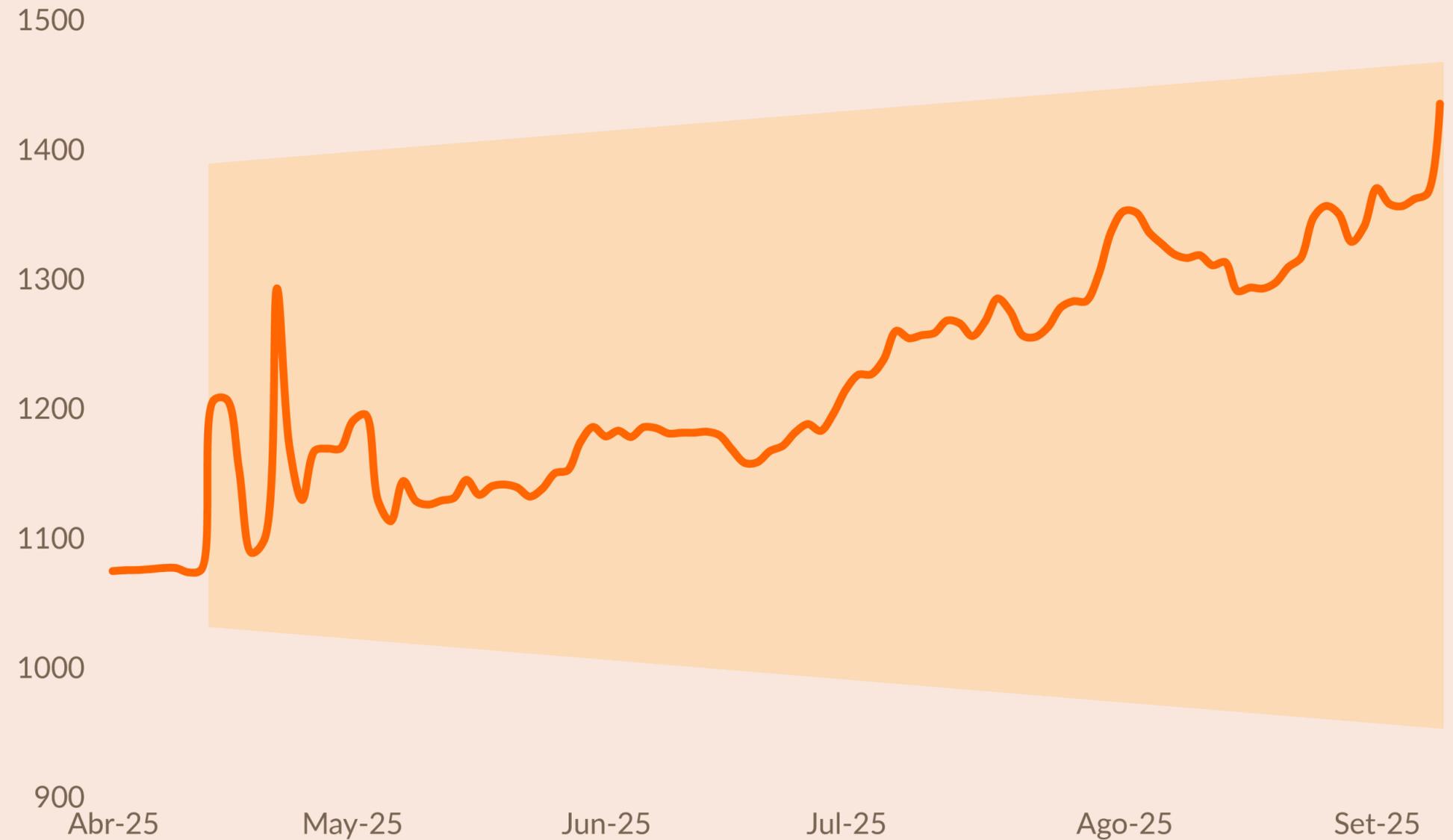
(índice 100 = 2004, serie desestacionalizada)



La primera etapa del plan de estabilización fue exitosa, con una reducción notable de la inflación y un rebote inicial de la actividad económica.

Sin embargo, desde fines de 2024 la actividad se encuentra estancada, evidenciando tensiones en el modelo económico.

## Tipo de cambio nominal (pesos por dólar)



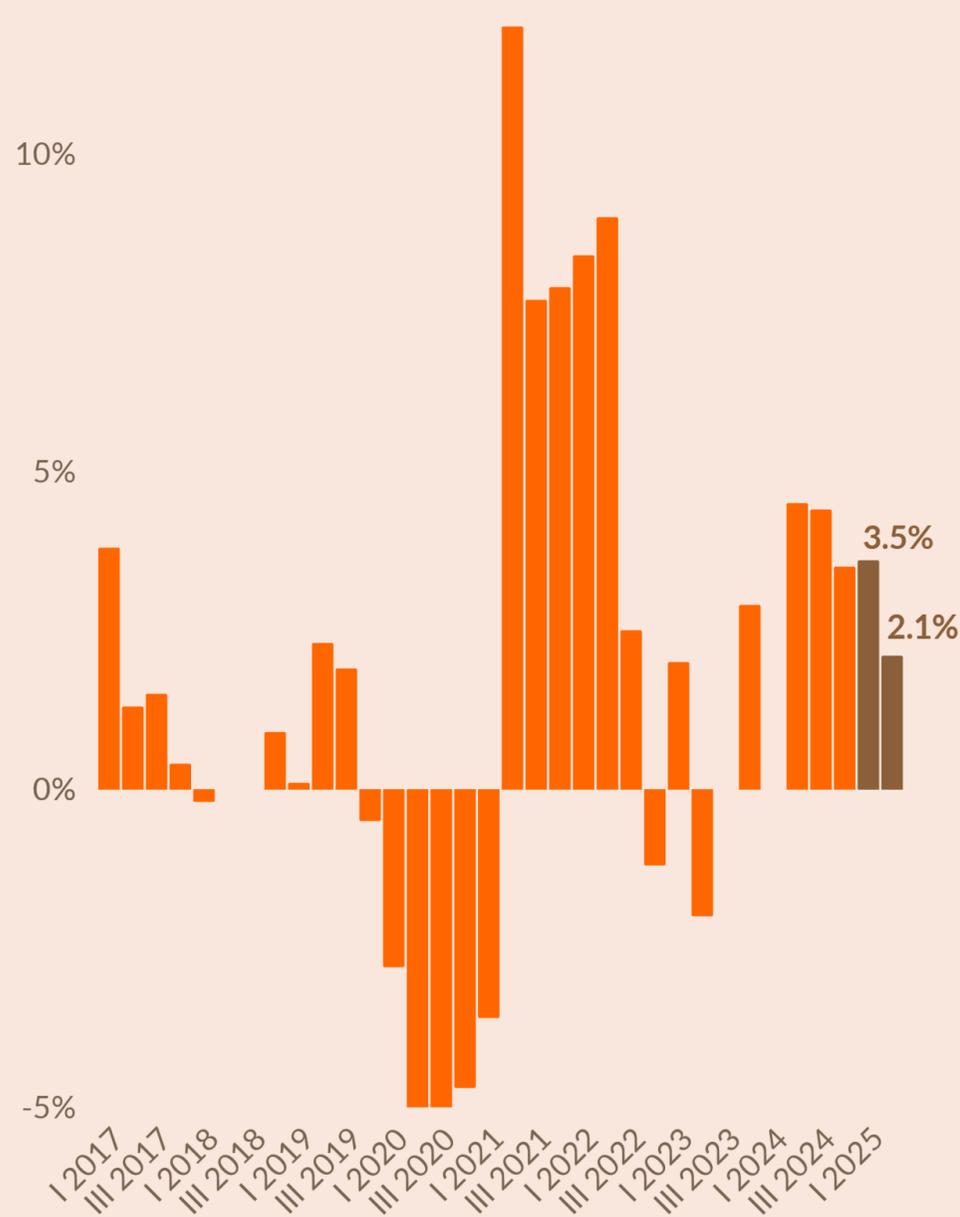
El dólar alcanza el límite superior de la banda, a puertas de las elecciones de medio término, claves para el gobierno de Milei. Ya han habido intervenciones, justificadas en asegurar la liquidez.

Se plantea la duda acerca de la sostenibilidad a futuro de este esquema cambiario.



## IVF PIB

(Variación interanual del promedio del trimestre)



## Total de ocupados

(Tendencia - ciclo, miles de persor)



En 2024 el **PIB** creció **3,1%**. A lo largo del año se observó la **reversión de shocks negativos** como la **sequía** del 2023 y el cierre parcial de la **brecha de precios con Argentina**.

El crecimiento interanual del segundo trimestre del 2025 fue de **2,1%**, ubicándose por debajo del **3,6%** alcanzado en el primer trimestre del año. En el mercado de trabajo se mantiene la **creación de empleo**.

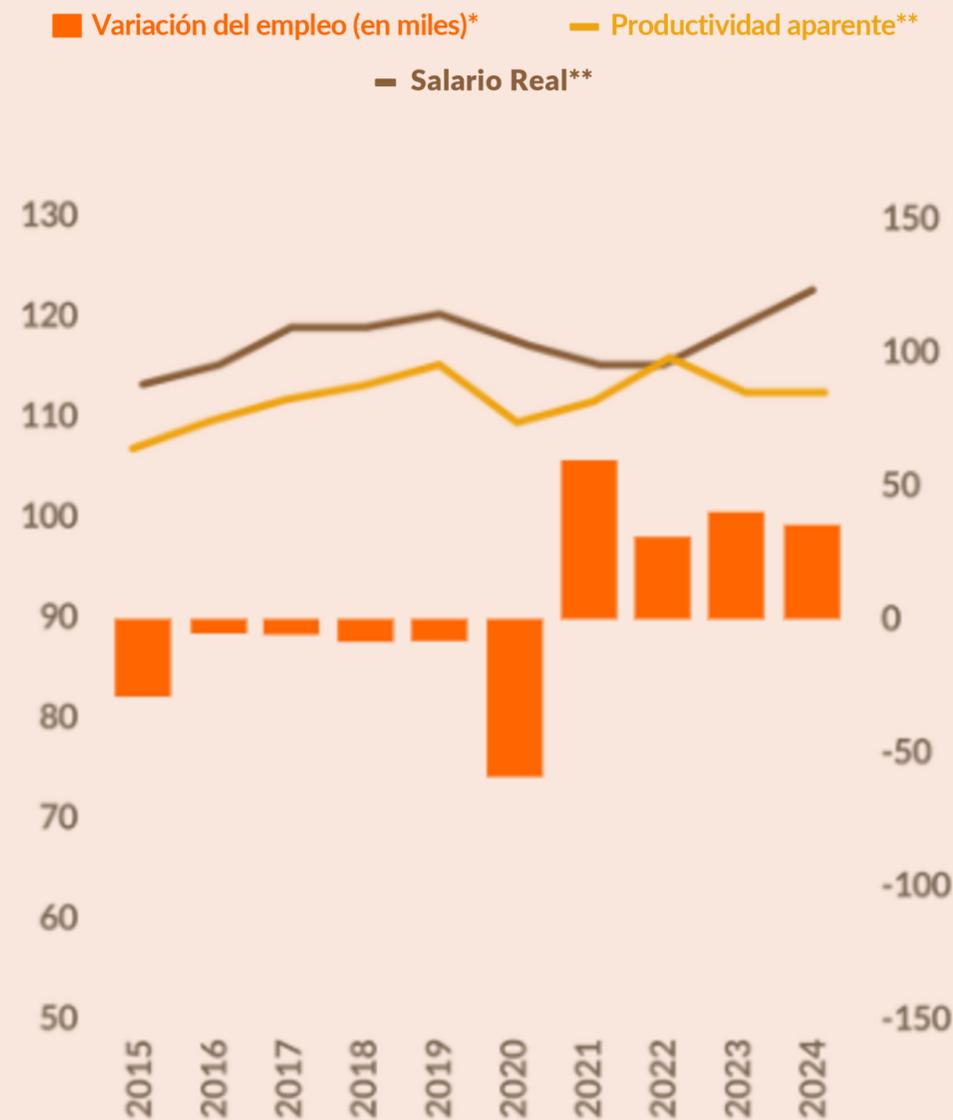
De esta forma, los datos marcan que el **2025** será un año de **más a menos** en términos de crecimiento económico. Desde el CED estimamos que en el 2025 la economía **crecerá 2,3%**.

Se conocieron los lineamientos salariales de la **11.ª ronda de negociación colectiva**. El Poder Ejecutivo propuso **aumentos diferenciales por franjas salariales**, priorizando a quienes perciben los salarios más bajos.

La **desindexación** solamente operaría en la franja de mayores salarios, que abarca al 5% de los trabajadores.

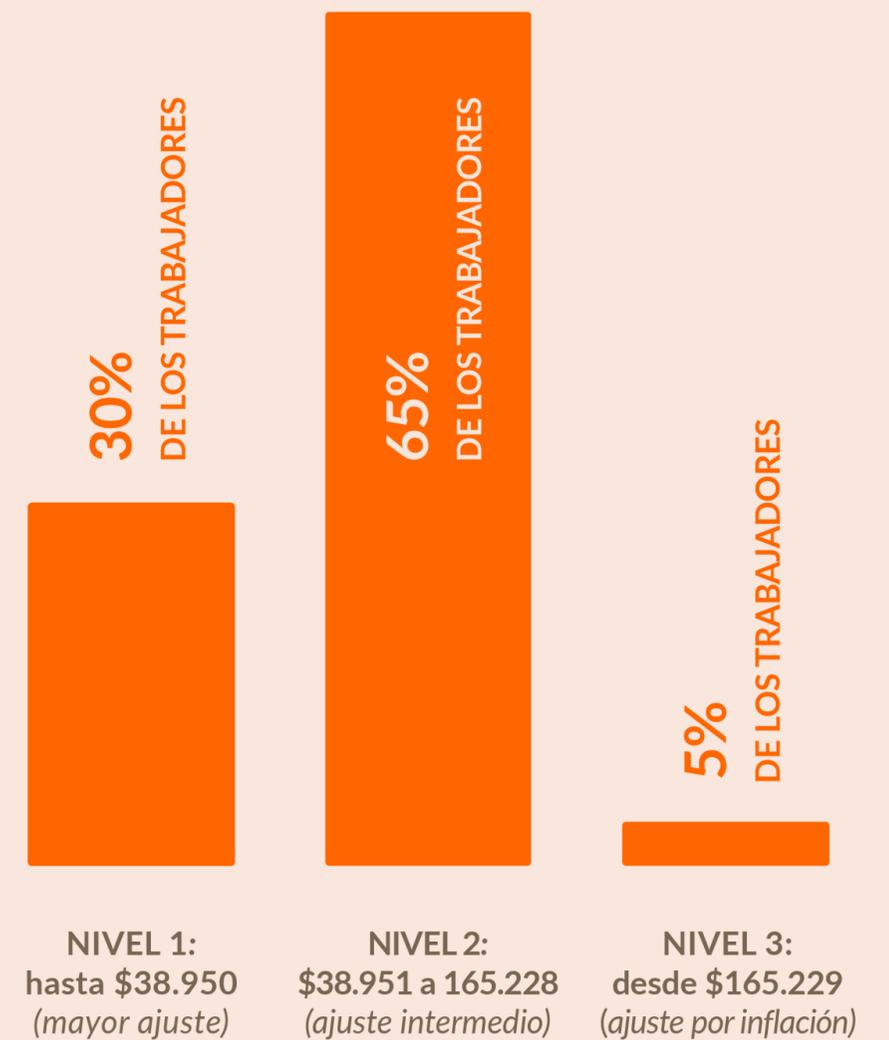
Estas pautas pueden **tensionar la creación de empleo**, en particular en los **sectores menos productivos**, donde recaerán los mayores aumentos salariales.

## Productividad aparente de la economía



## Ajustes diferenciales

(niveles según ingresos nominales)



## REGLA VIGENTE

## REGLA NUEVA



Constituida por tres pilares integrados y tope al aumento del gasto

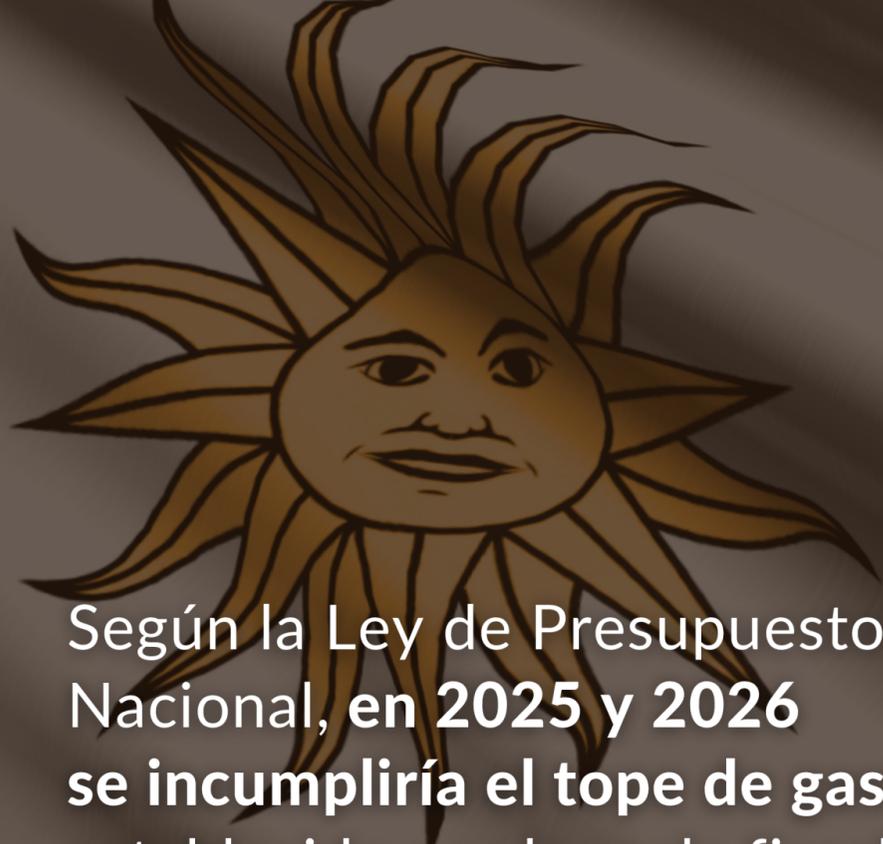
Elimina el tope de gasto, el límite está marcado por ancla de deuda de 65% del PIB

El proyecto de Ley del Presupuesto propone una **nueva regla fiscal más laxa.**

La **regla vigentes** se compone por tres pilares integrados en donde **explícitamente se define un tope al aumento anual del gasto** del GC-BPS asociado al crecimiento potencial de la economía (estimado en 2,2%).

La nueva regla se basa en un **ancla de deuda de 65% del PIB** en donde se **elimina el tope de gasto.**

Actualmente la deuda se encuentra 7 puntos por debajo del ancla, por lo que **este límite no sería operativo.**

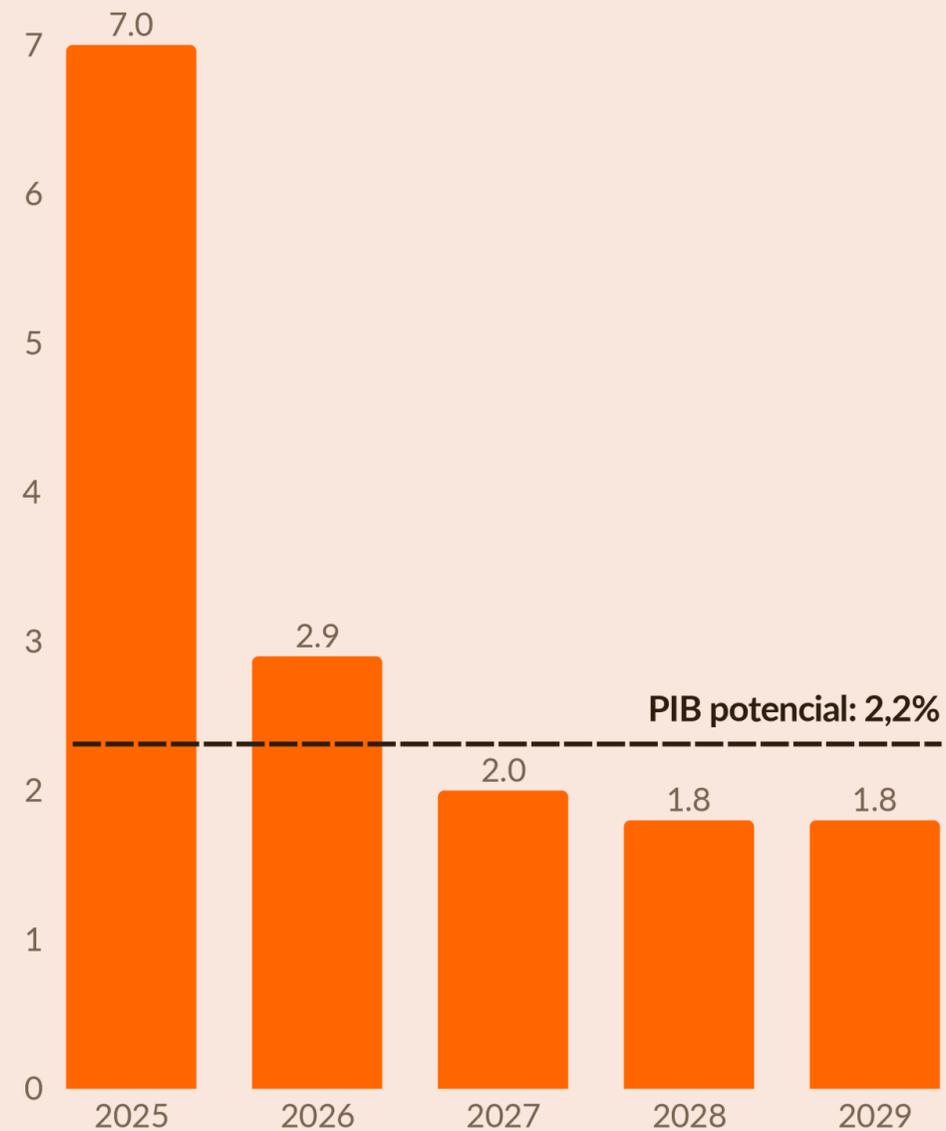


Según la Ley de Presupuesto Nacional, en 2025 y 2026 se incumpliría el tope de gasto establecido por la regla fiscal vigente.

Esto ocurre incluso al descontar los “gastos postergados” del gobierno anterior.

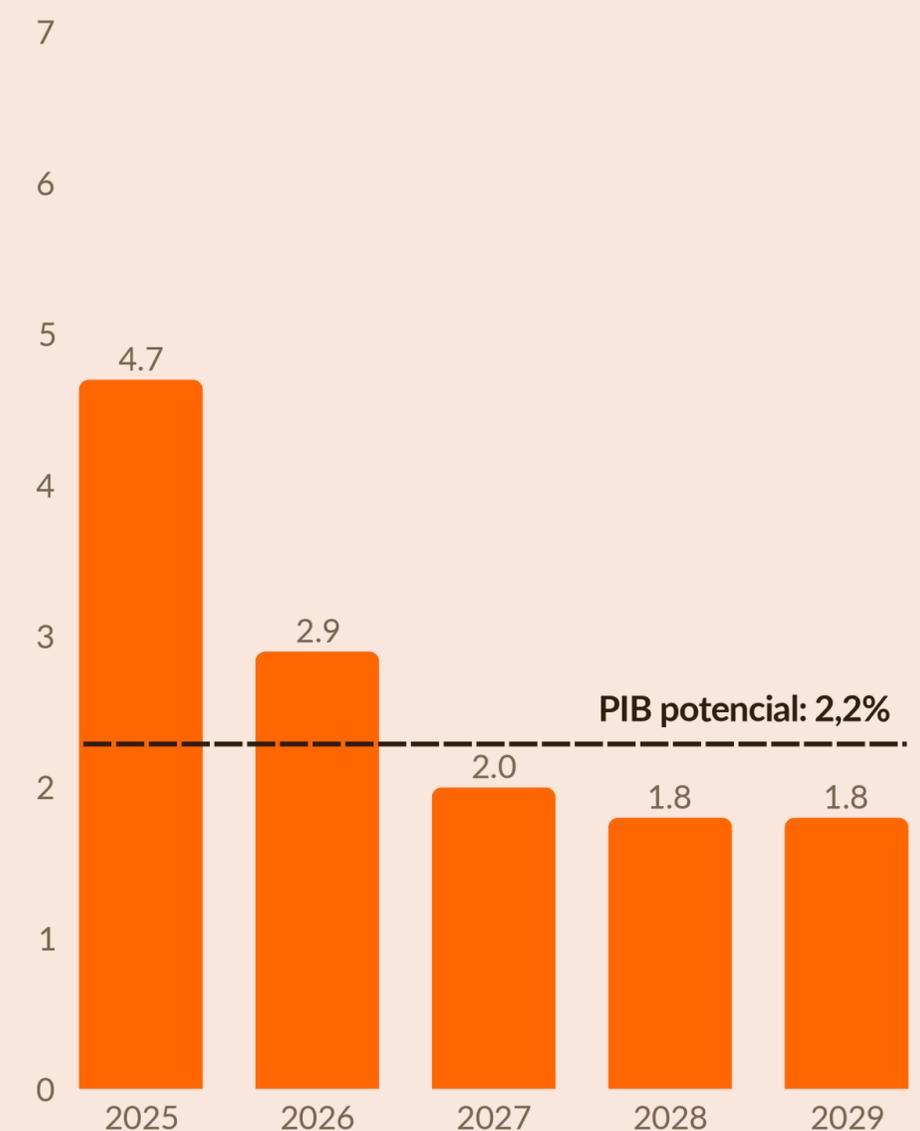
### Tope de gasto

(variación real)



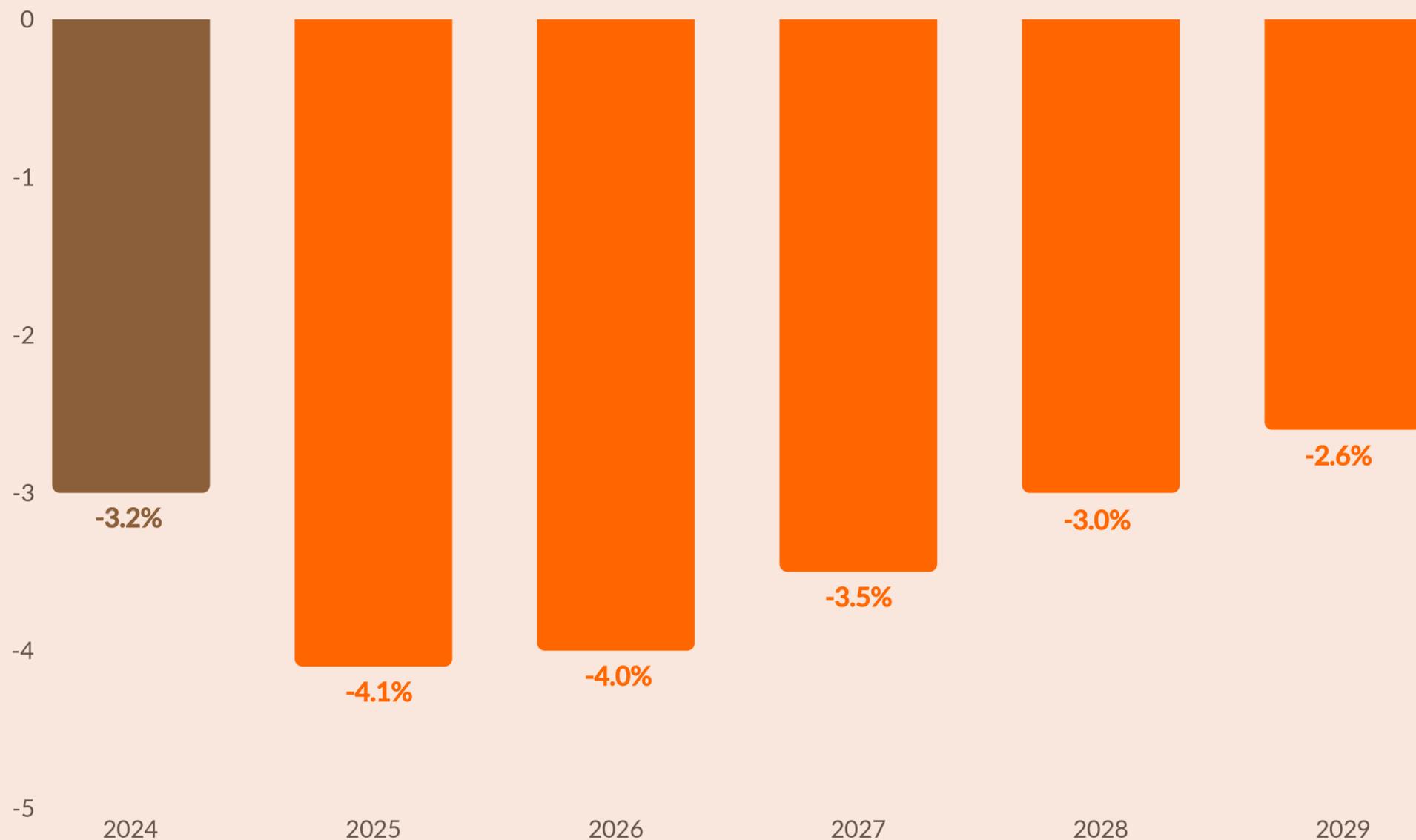
### Tope de gasto

(variación real, descontando “gastos postergados”)



## Resultado Global GC-BPS

(% del PIB, sin efecto cuarentones en 2025)



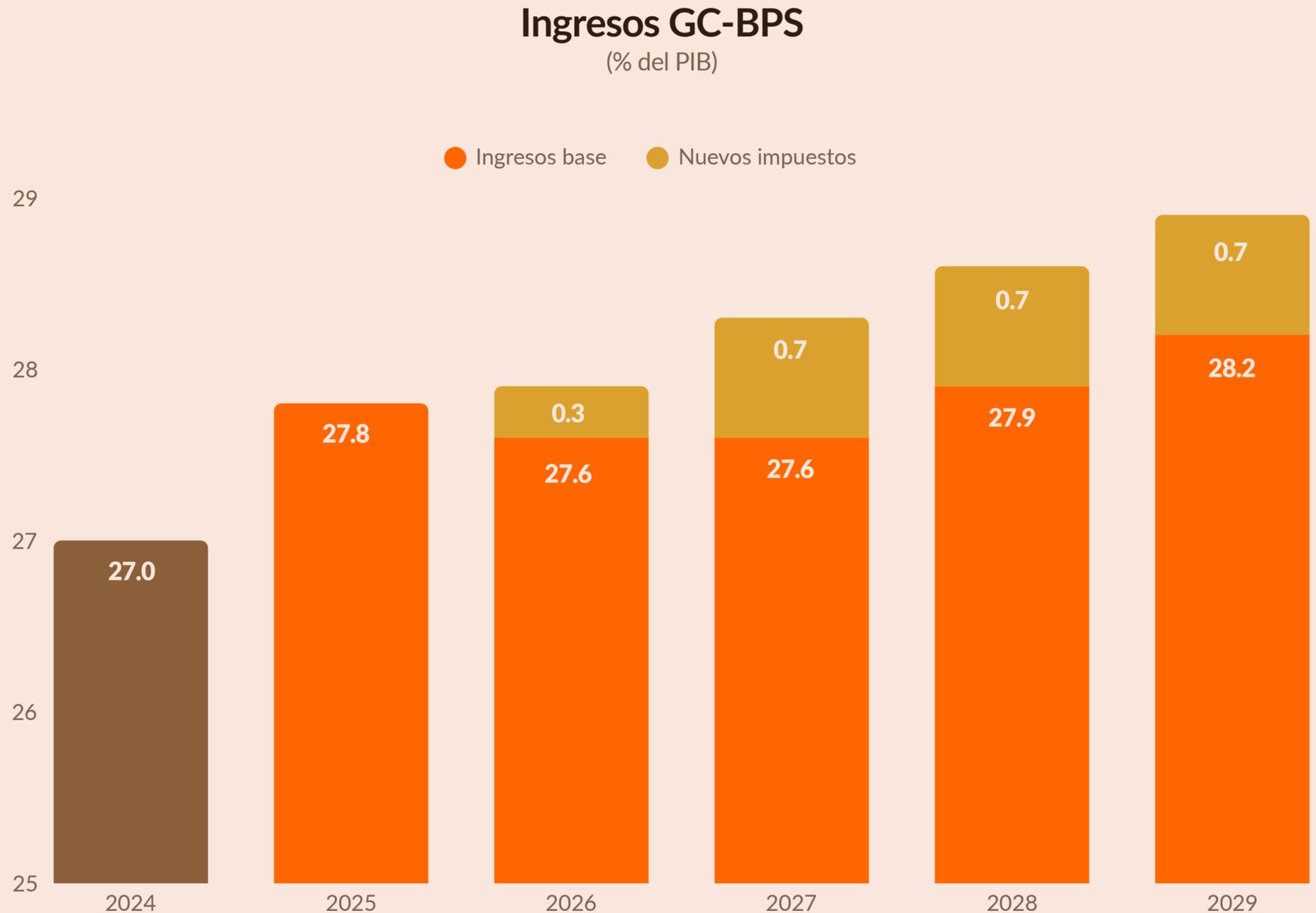
El presupuesto plantea un **cambio en la dinámica fiscal histórica del país**, es decir, se plantea un **deterioro de las finanzas públicas** en el primer bienio seguido por una **consolidación fiscal hacia el final del período.**

La programación financiera subyacente en el presupuesto **reduce el margen de acción** frente a shocks negativos y/o escenarios no tan optimistas.

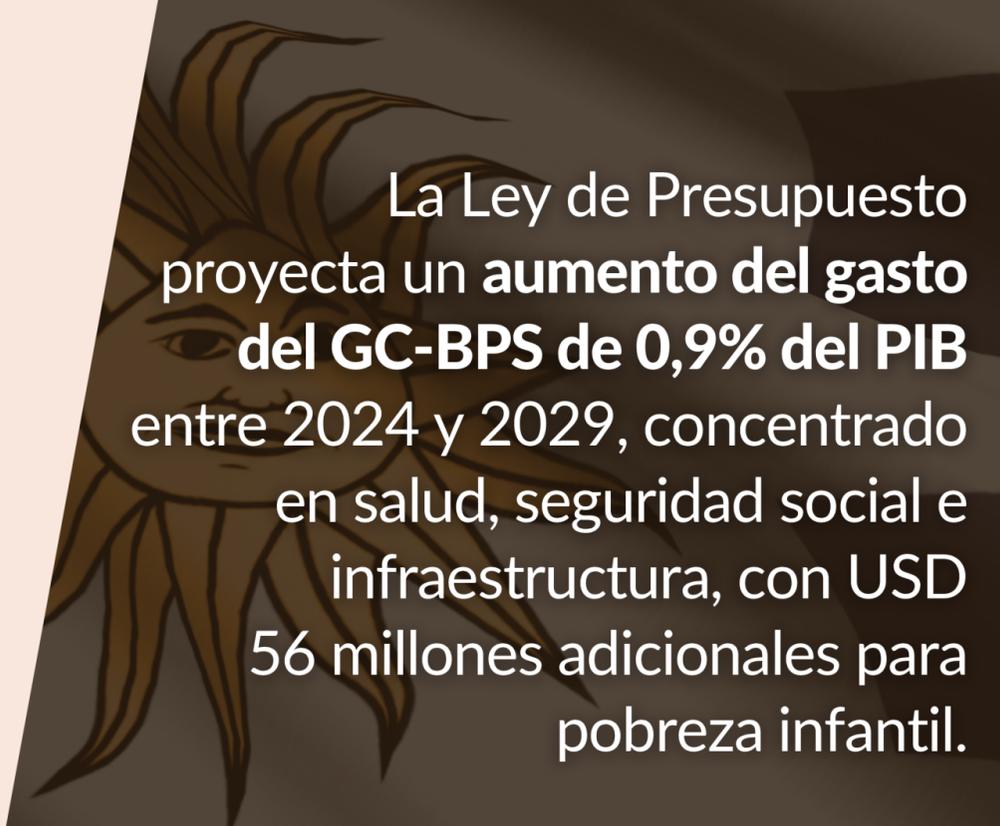
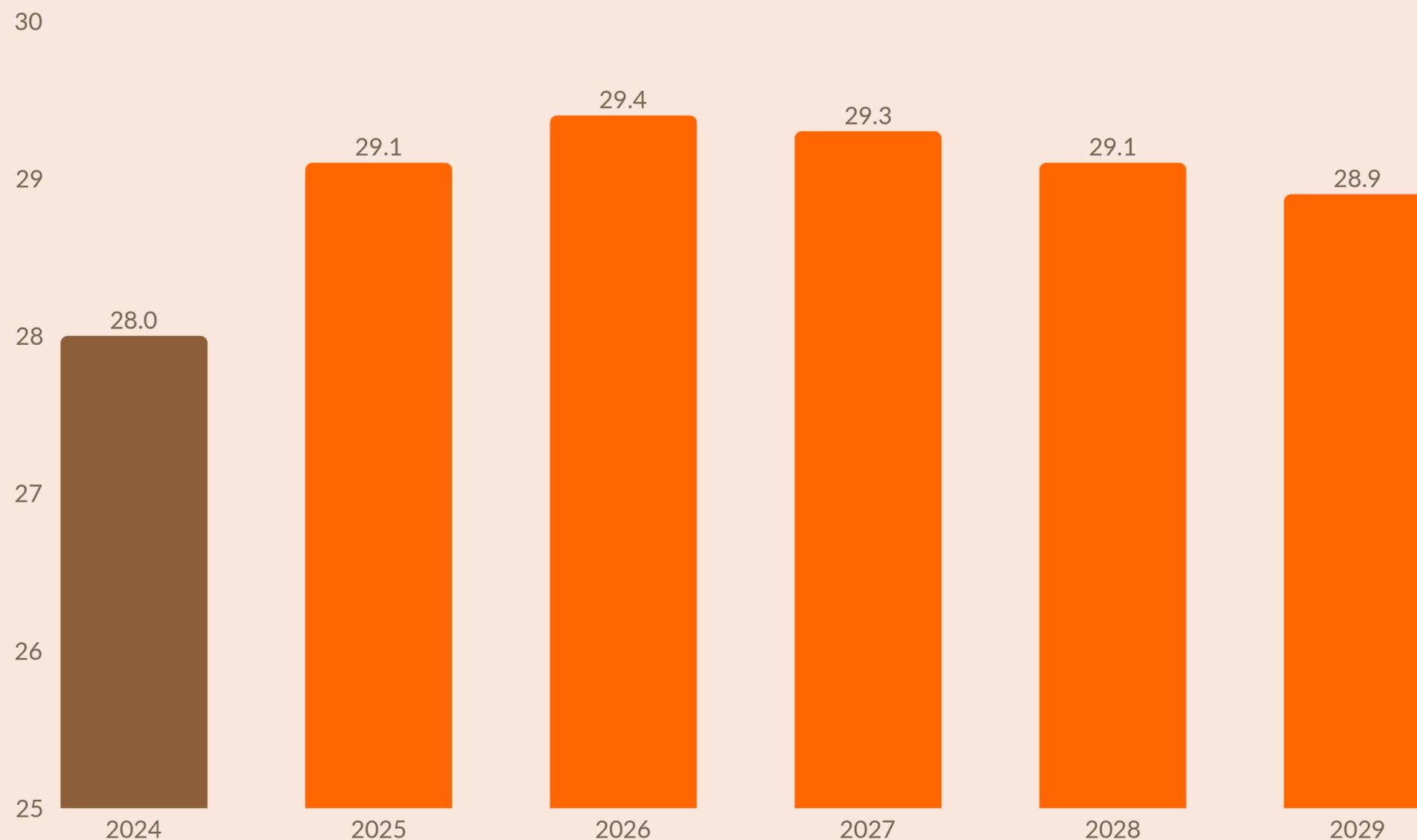
Por el lado de los ingresos, se espera un crecimiento continuo durante todo el período, ubicándose en 2029 un 1,5% del PIB por encima del 2025.

**Se espera un crecimiento sostenido de los ingresos por nuevos impuestos** —Impuesto Mínimo Complementario Doméstico, IRPF sobre la apreciación de capital e IVA a TEMU— y mejoras en eficiencia recaudatoria.

No obstante, **experiencias recientes en la región muestran que las reformas tributarias suelen recaudar menos de lo previsto**. Además, asume una recaudación más dinámica que la economía, cuando en el quinquenio pasado el PIB creció más rápido que los ingresos reales.



## Egresos GC-BPS (% del PIB)



La Ley de Presupuesto proyecta un **aumento del gasto del GC-BPS de 0,9% del PIB** entre 2024 y 2029, concentrado en salud, seguridad social e infraestructura, con USD 56 millones adicionales para pobreza infantil.

**El incremento del gasto se da en tres fuentes:**

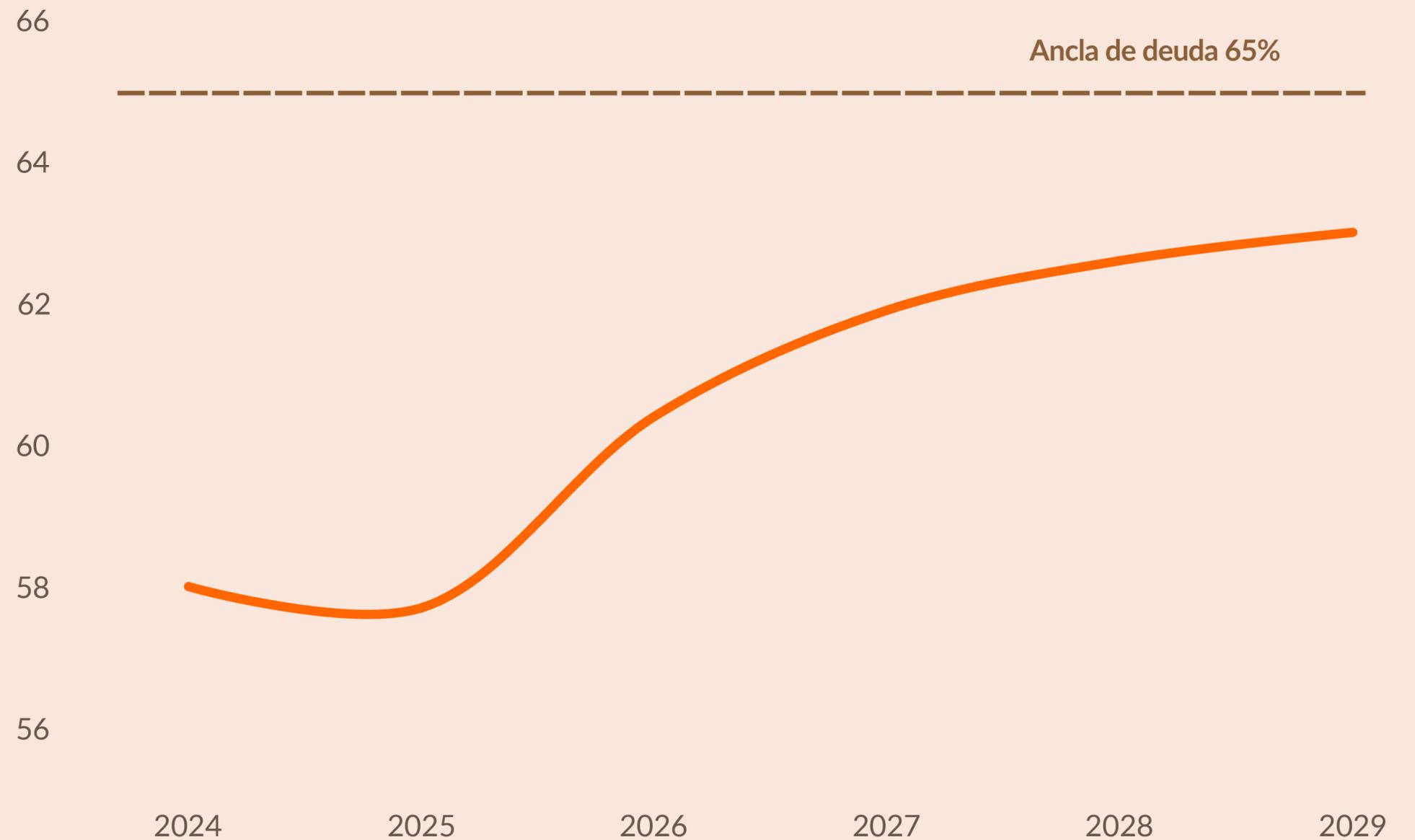
**Crecimiento del gasto endógeno; Partidas incrementales anuales,** que comienzan en USD 140 millones y ascienden a USD 240 millones en 2029; y una **partida** de USD 700 millones **destinada a inversión en infraestructura.**

El presupuesto plantea una **dinámica creciente de la deuda neta GC-BPS** con respecto al PIB, la cuál pasaría de 58% en 2025 a 63% en 2029, **apenas 2 puntos por debajo del ancla**.

Lo anterior implica un cambio con respecto a los sucedido en el **período anterior** en dónde el **ratio Deuda Neta-PIB** se había **estabilizado** luego del aumento producto de la pandemia.

En caso de cumplirse la proyección presentada por el Ministerio de Economía y Finanzas, **el próximo gobierno asumiría con un nivel de deuda muy cercano al ancla de 65% del PIB.**

## Deuda neta GC-BPS (% del PIB)



## Proyección oficial de las principales variables macroeconómicas

	PIB (millones de USD)	PIB var %	PIB per capita	Tipo de cambio prom anual	Tipo de cambio var %	Inflación cierre de año
<b>2024</b>	80,961	3.1%	23,186	40.2	-	5.5%
<b>2025</b>	84,172	2.6%	24,146	41.5	3.3%	4.2%
<b>2026</b>	89,175	2.2%	25,621	41.7	3.0%	4.4%
<b>2027</b>	93,719	2.4%	26,963	42.3	1.7%	4.5%
<b>2028</b>	98,190	2.5%	28,282	43.2	2.1%	4.5%
<b>2029</b>	102,931	2.5%	29,674	44.1	2.1%	4.5%

El escenario macroeconómico oficial es optimista en cuanto a la tasa de crecimiento anual promedio de 2,4% para el quinquenio. **Esta tasa es más del doble del crecimiento promedio de la última década en nuestro país (1,1%) y se encuentra por encima de las proyecciones del Comité de Expertos (2.2%).**

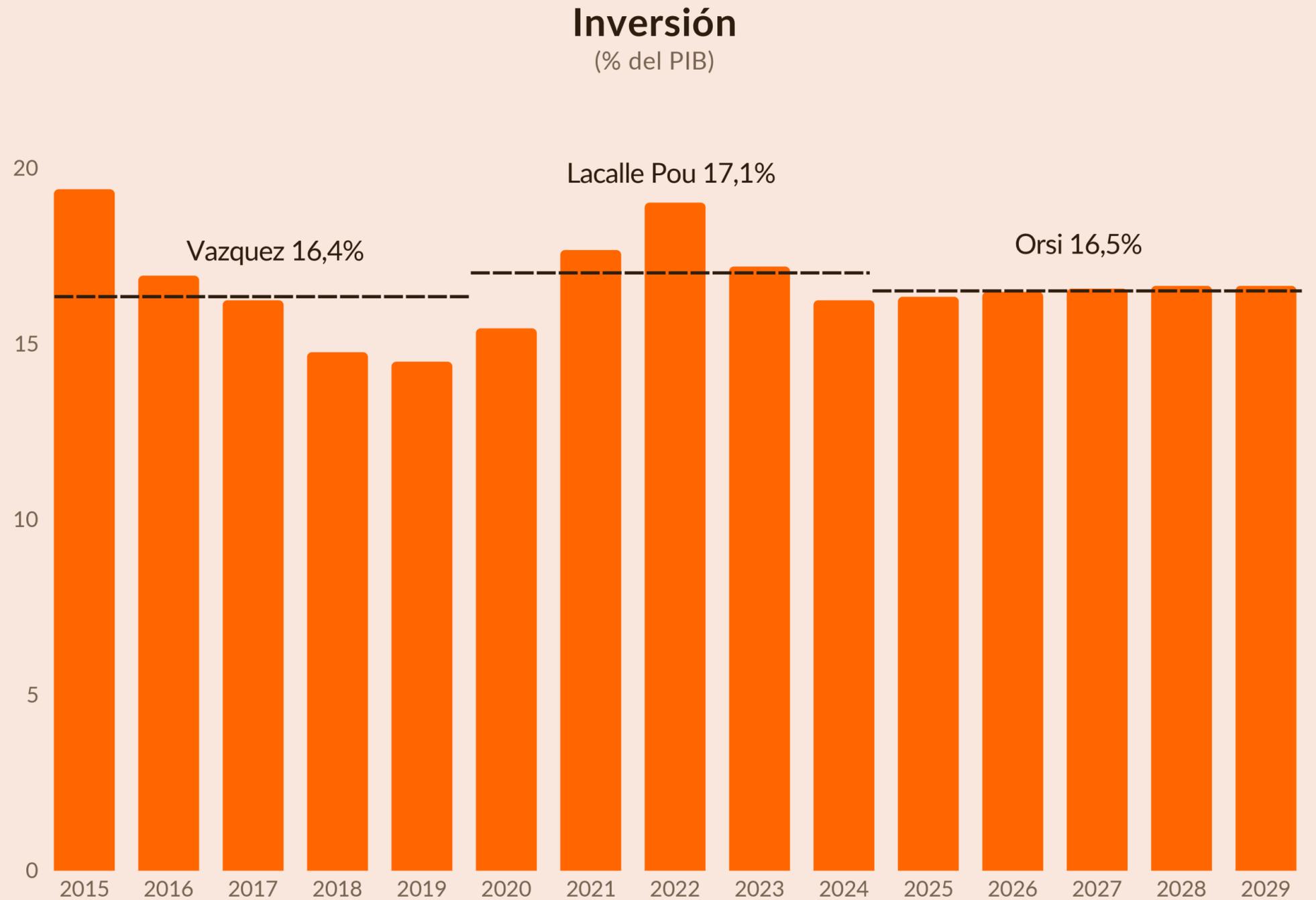
En lo que refiere a la evolución del **tipo de cambio nominal**, se destaca que el gobierno espera que el mismo **evolucione por debajo de la inflación.**

Finalmente, las proyecciones muestran que el Ministerio de Economía y Finanzas espera que la **inflación esté en torno al 4,5% anual durante todo el período.**

La **proyección de la inversión** con respecto al PIB planteada en el presupuesto marca un **promedio de 16,5% del PIB** para todo el período.

Este valor se encuentra **por debajo del observado en el gobierno anterior** y apenas una **décima por encima del último gobierno del Frente Amplio**, sin embargo marcaría una tasa de crecimiento de más del doble de la de la última década, presentando una **inconsistencia**.

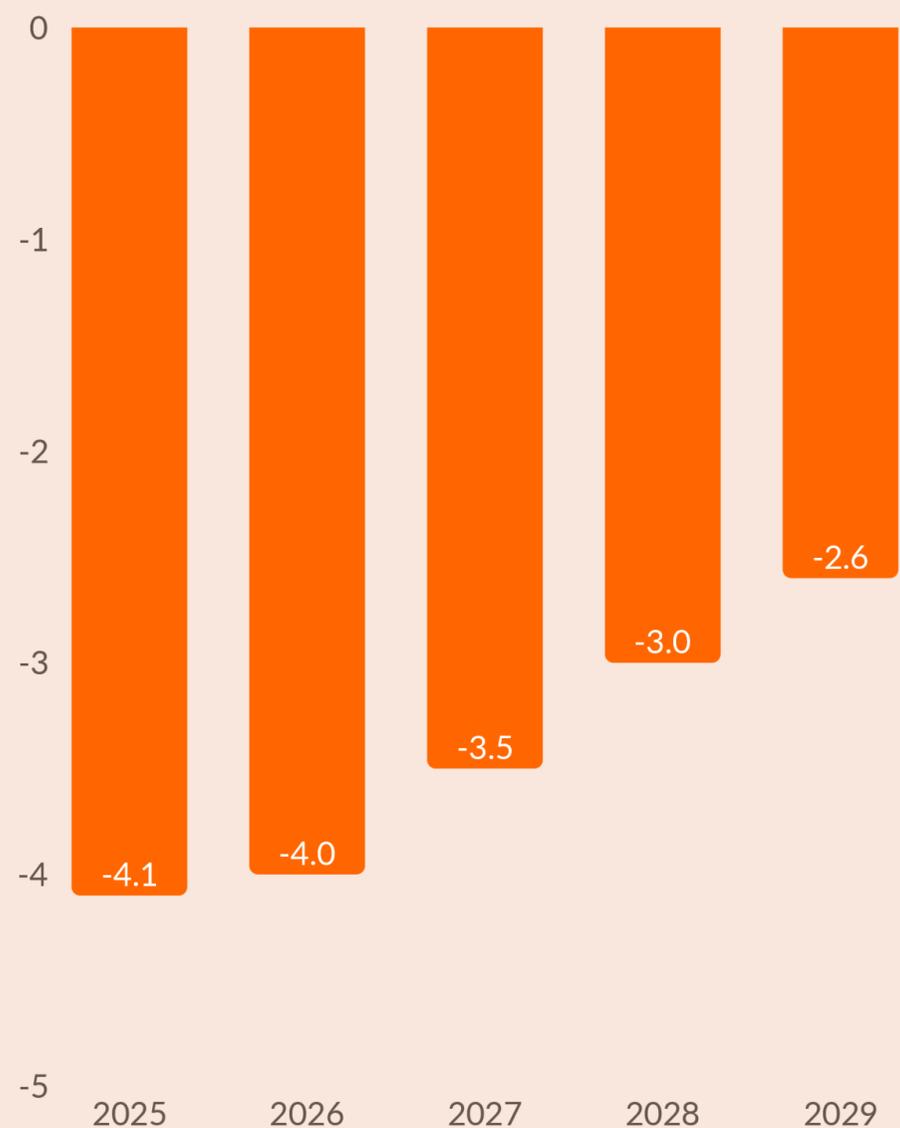
Para que la inversión alcance el **20% del PIB** en este período, sería necesario **USD 4.000 millones adicionales de inversión por año**.





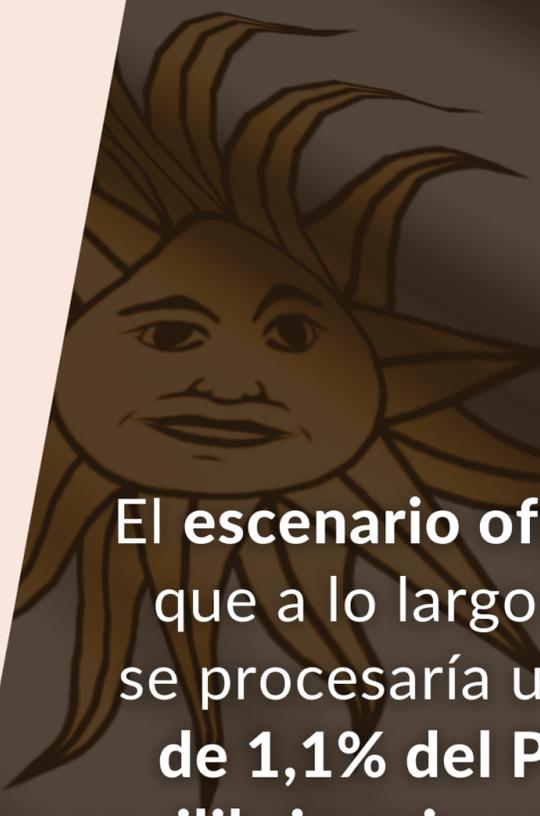
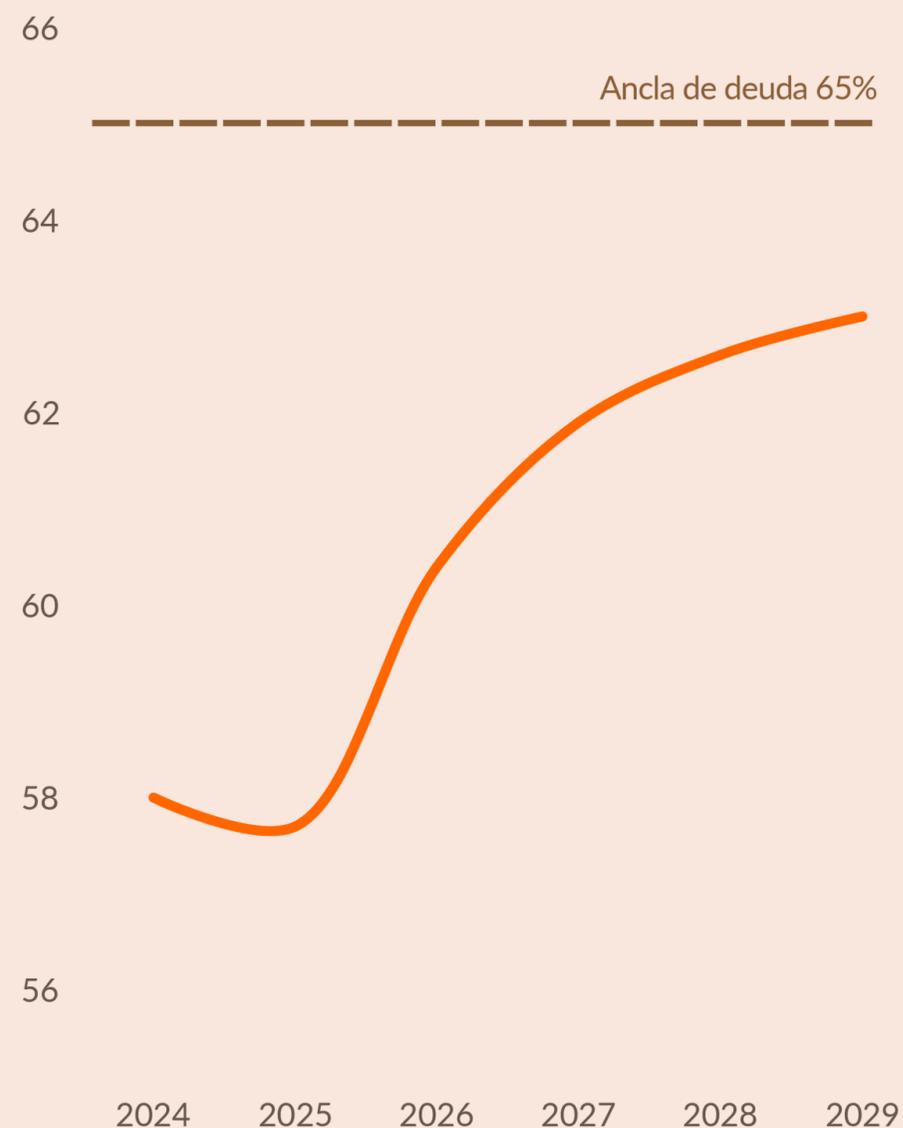
## Resultado Global GC-BPS

(% del PIB, sin efecto cuarentones en 2025)



## Deuda neta GC-BPS

(% del PIB)



**El escenario oficial establece que a lo largo del quinquenio se procesaría un ajuste fiscal de 1,1% del PIB llegando al equilibrio primario en el 2029.**

**Al mismo tiempo se espera para el 2029 un ratio de Deuda Neta GC-BPS/PIB de 63%, cinco puntos por encima del punto de partida en el 2025.**

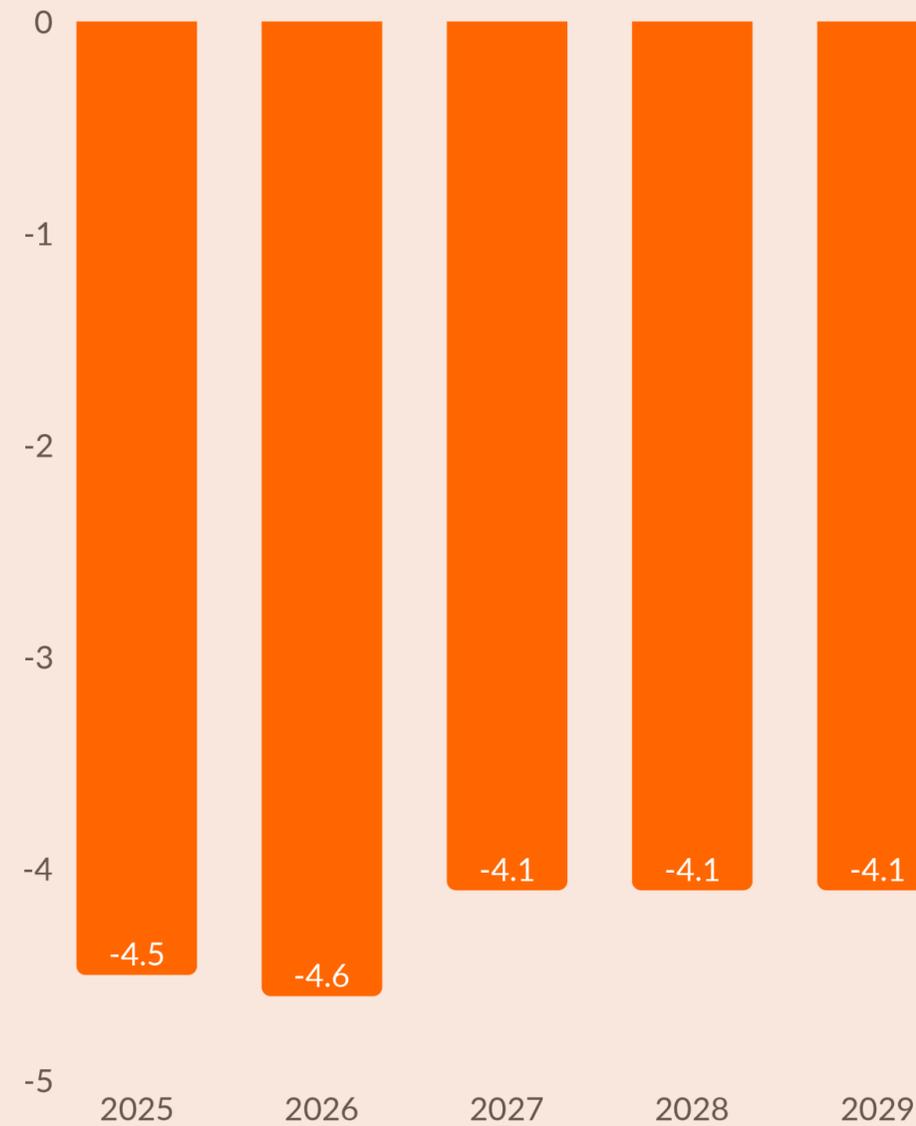
Realizando un **análisis de sensibilidad** se plantean distintos escenarios de crecimiento y de inflación hacia el final del período a los efectos de visualizar la dinámica del resultado fiscal y de la deuda.

**Escenario alternativo 1:**

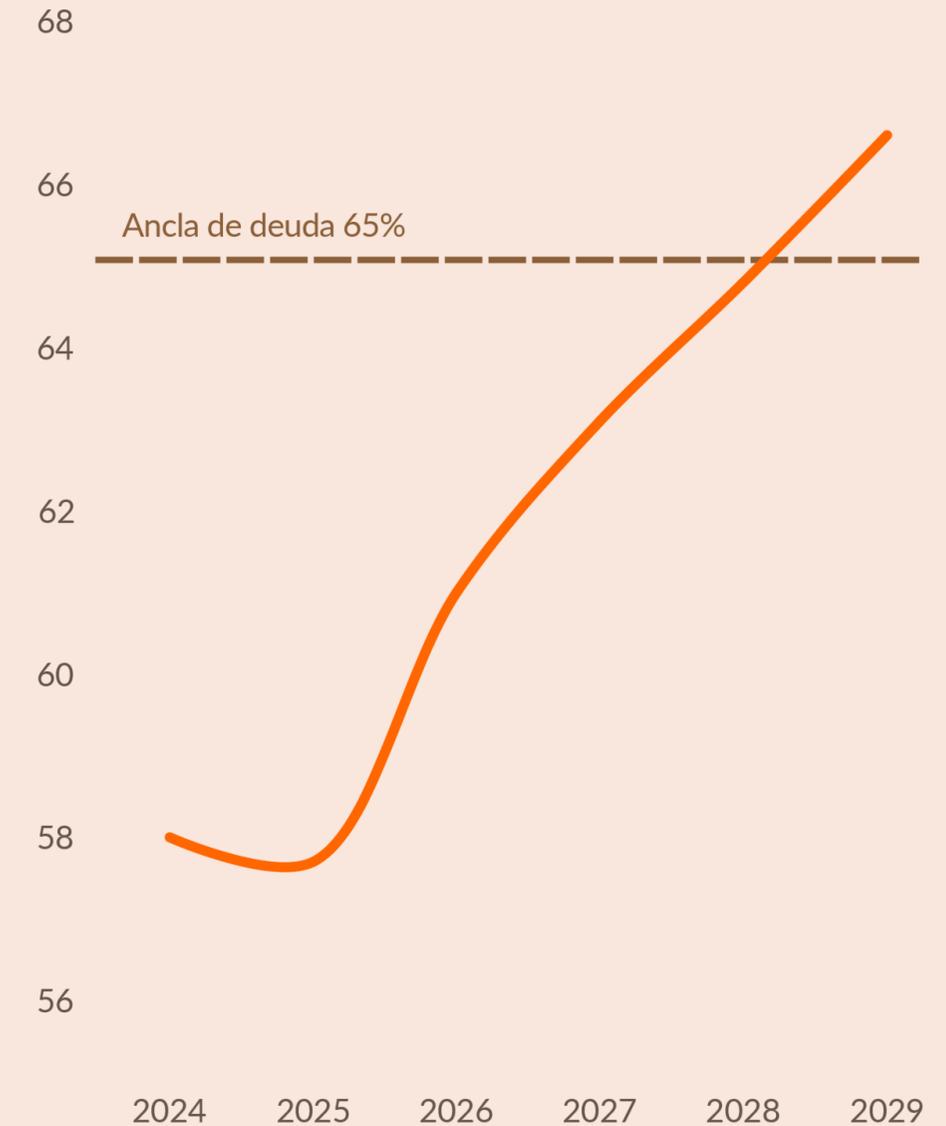
Crecimiento anual promedio de **2%** e inflación anual de **3%** a partir del 2028.

En este escenario se **alcanzaría el ancla de deuda en el 2028.**

**Resultado Global GC-BPS**  
(% del PIB, sin efecto cuarentones en 2025)



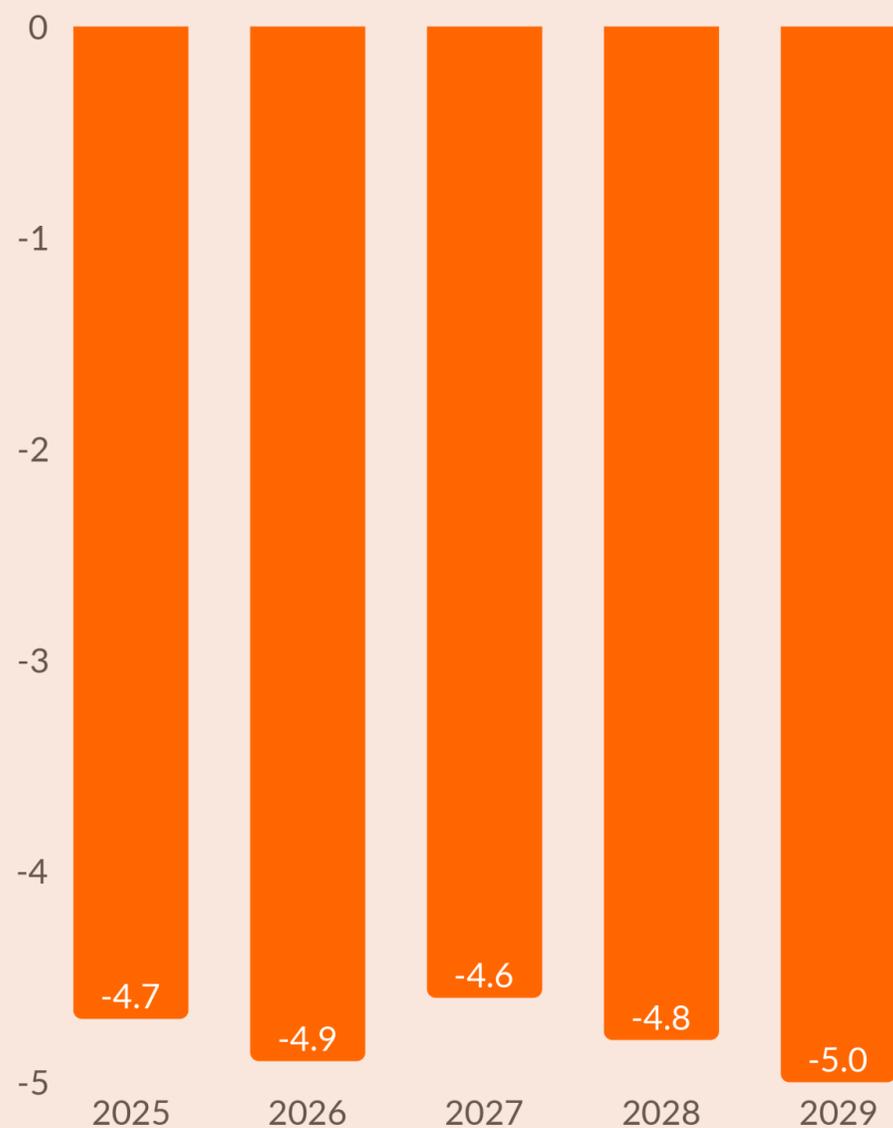
**Deuda neta GC-BPS**  
(% del PIB)





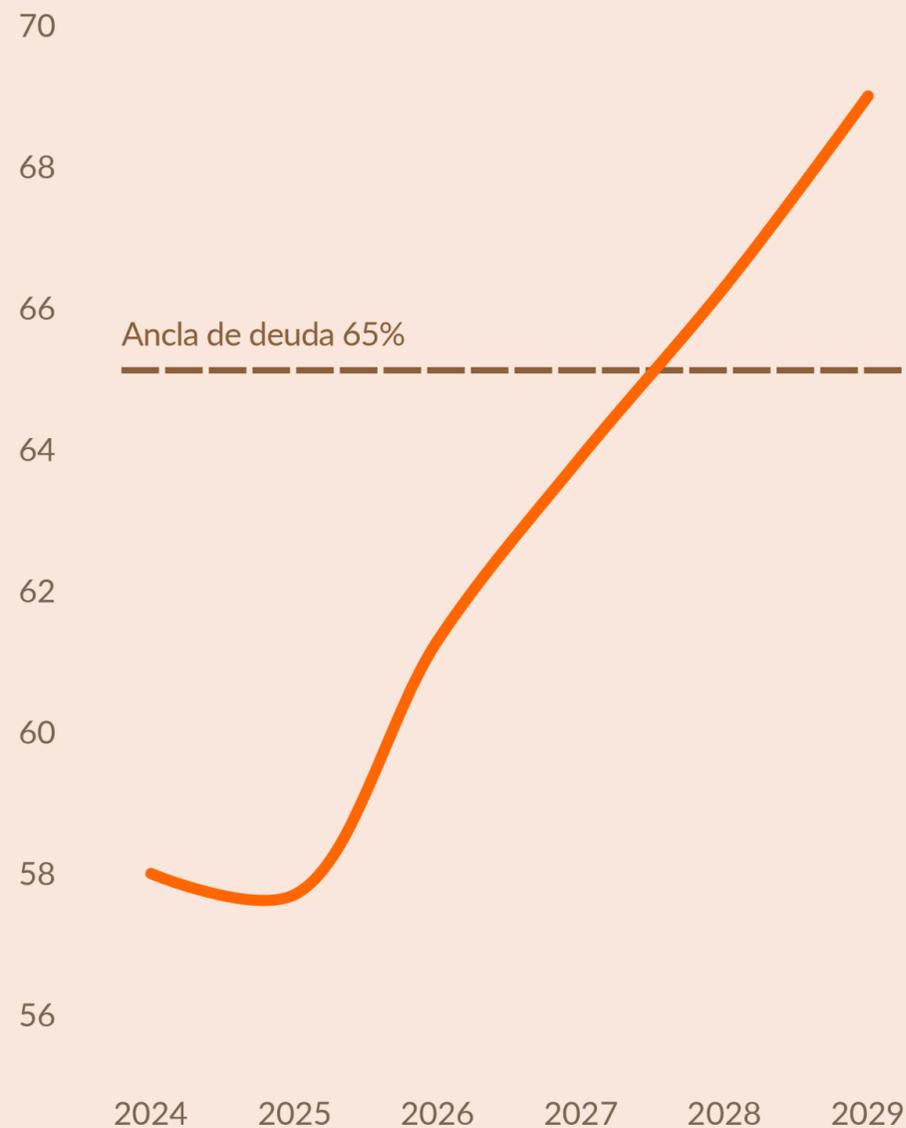
## Resultado Global GC-BPS

(% del PIB, sin efecto cuarentones en 2025)



## Deuda neta GC-BPS

(% del PIB)



### Escenario alternativo 2:

Crecimiento anual promedio de **1,4%** e inflación anual de **3%** a partir del 2028.

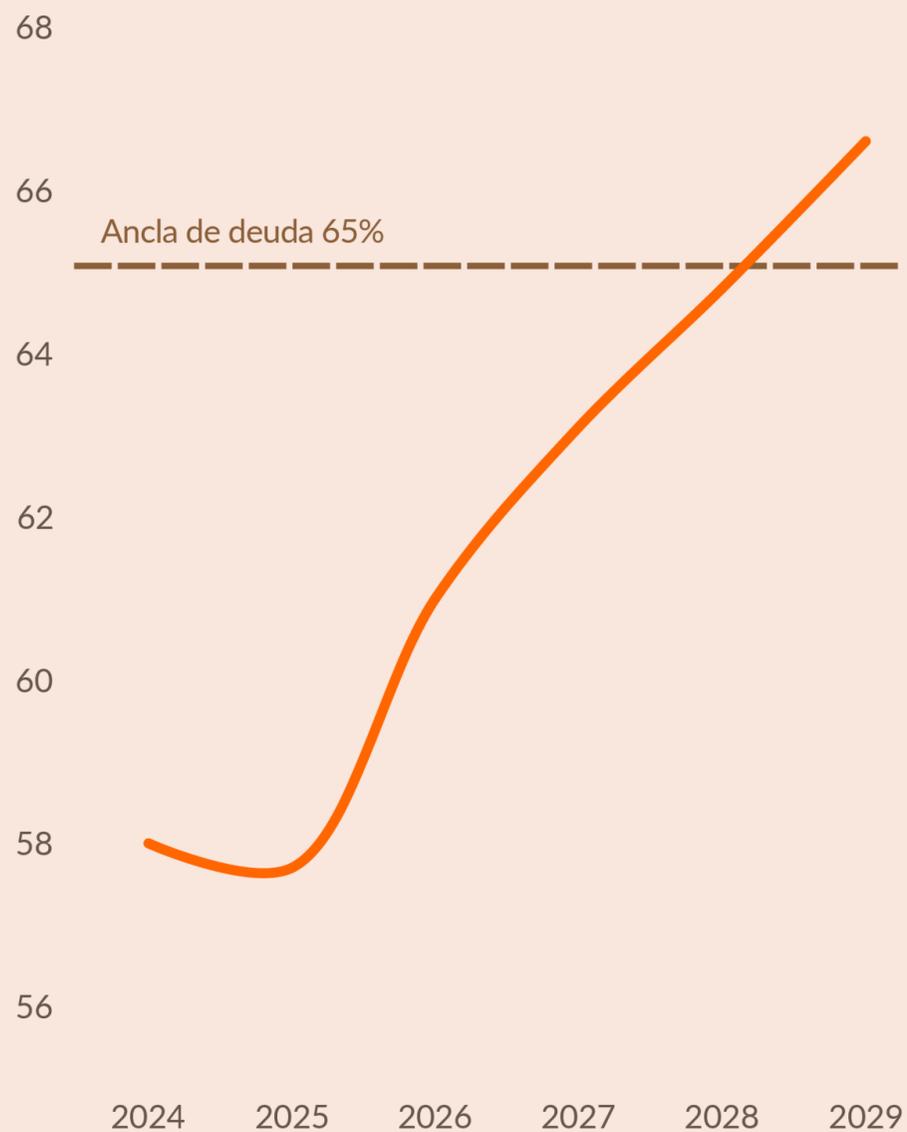
En este escenario se **alcanza el ancla de deuda en el 2027.**



En caso de cumplirse cualquiera de los dos escenarios planteados - o alternativas con incluso menor crecimiento- **el gobierno debería implementar un nuevo ajuste fiscal** a los efectos de evitar una **trayectoria insostenible de deuda.**

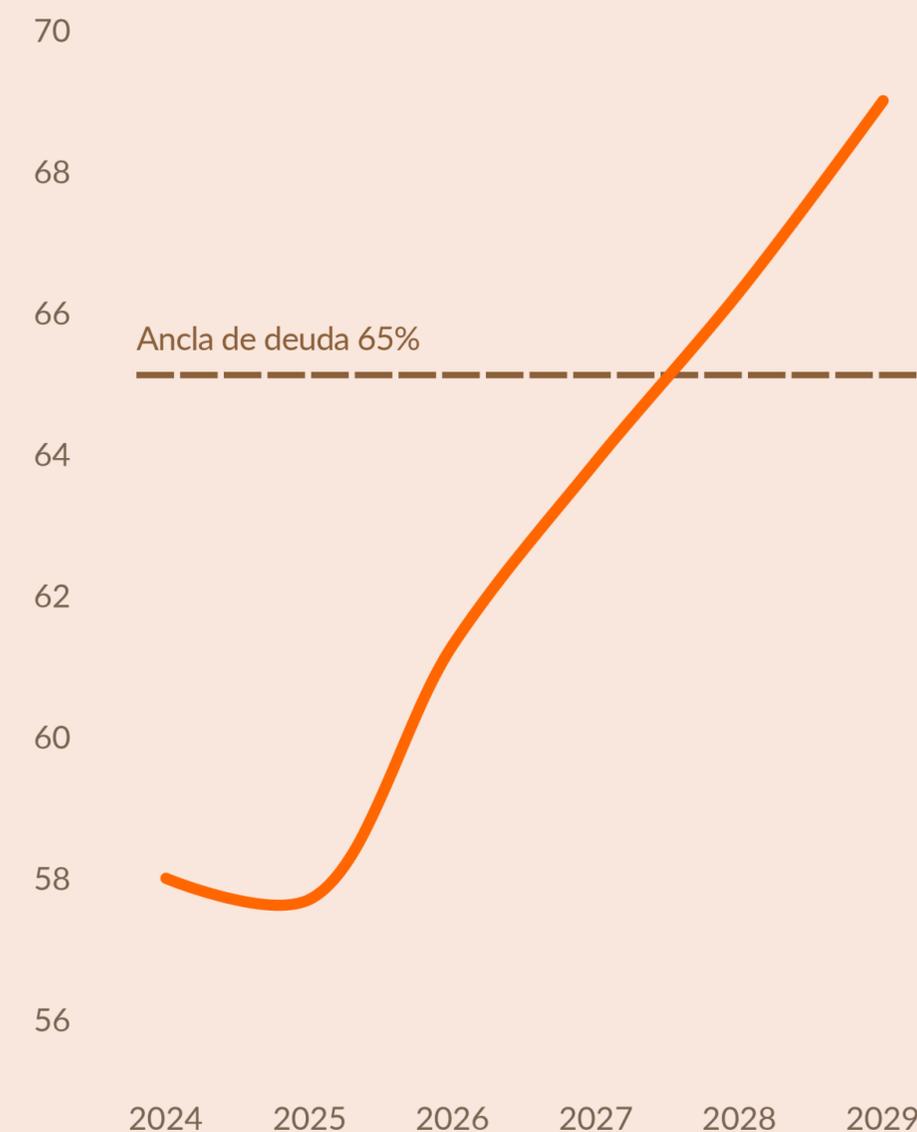
### Escenario 1: Deuda neta GC-BPS

(% del PIB)



### Escenario 2: Deuda neta GC-BPS

(% del PIB)



		Calificación Crediticia	Deuda Neta (% PIB)
Brasil		BB	65.8%
Uruguay		BBB	57.3%
Mexico		BBB-	53.5%
Colombia		BB+	52.1%
Republica Dominicana		BB-	46.9%
Panamá		BB+	41.9%
Paraguay		BB+	41.0%
Chile		A-	37.9%
Perú		BBB	24.5%

Uruguay presenta desde 2024 la **calificación crediticia más alta de su historia**, ubicándose un escalón por encima de la categoría más baja dentro del grado inversor.

En cuánto al nivel de endeudamiento, **nuestro país se ubica en los más altos de la región con 50% de la deuda nominada en moneda extranjera.**



# UN PRESUPUESTO FRÁGIL



Cambios en la regla fiscal la vuelven laxa, al dejar de limitar el gasto y, en los hechos no opera.



Ajuste fiscal por nuevos impuestos, a pesar de que Uruguay ya se ubica entre los países con mayor presión tributaria de Latinoamérica.



Se propone un cambio en la dinámica fiscal histórica: el deterioro se concentra en el primer bienio y disminuiría hacia final del período. Restringe la capacidad de reacción ante shocks externos.



Se observan insuficientes medidas procrecimiento prometidas en campaña.



Deuda dejaría de tener una trayectoria estable, por un incremento a lo largo de todo el período.



El presupuesto descansa sobre supuestos frágiles; de incumplirse, sería necesario un nuevo ajuste fiscal.