

GB



Informe especial

# Evaluación de Alternativas de Inversión para el Próximo Ciclo Fiscal

Informe realizado por **Ec. Adrián Moreira** · Analista Financiero – Trader

Setiembre de 2025

## Rendimientos Reales y Riesgo Macroeconómico: Evaluación de Alternativas de Inversión para el Próximo Ciclo Fiscal

Desde BENGOCHEA Inversiones, analizamos el Proyecto de Ley del Presupuesto Nacional 2025-2029. En este último se realizan estimaciones del gasto fiscal, el crecimiento del PBI, la inflación, la evolución del tipo de cambio, entre otras variables.

La **proyección de la inflación** del periodo, según el proyecto de ley:

Var. IPC	2025	2026	2027	2028	2029
	4,70%	4,10%	4,40%	4,50%	4,50%

---

IPC Promedio 4,44%  
IPC Acumulado 24,26%

---

La **proyección del tipo de cambio (USD/UYU)** del periodo, según el proyecto de ley:

Var. Dólar	2025	2026	2027	2028	2029
	3,30%	0,70%	2,10%	2,10%	2,10%

---

Var. USD 2,06%  
Var. USD Acumulada 10,72%

---

Si bien es sabido que, en el largo plazo, la Unidad Indexada (UI) tiende a superar la apreciación del dólar estadounidense (USD), si se cumplen los supuestos considerados, esta relación también se verificaría durante el período de análisis. Este análisis se enfoca inicialmente en la moneda, y a continuación se profundiza en los instrumentos financieros asociados.

Para obtener exposición a la UI, los instrumentos por excelencia en el mercado doméstico son las Notas de Tesorería emitidas por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Estos títulos tienen un valor nominal denominado en UI, y aunque las transacciones se realizan en pesos uruguayos, tanto el capital como los intereses se ajustan por el Índice de Precios al Consumo (IPC).

Existen diferentes series de notas en UI para diversos plazos, con tasas de rendimiento real que oscilan entre 2,80% y 3,12%, dependiendo del vencimiento. Estos instrumentos eliminan la incertidumbre asociada a la inflación, lo que implica una menor exposición al riesgo. Como es bien sabido en finanzas, a menor riesgo, menor rendimiento esperado.

Por otro lado, el MEF ha emitido recientemente dos nuevas Notas de Tesorería en pesos nominales. A diferencia de las notas en UI, estas no están indexadas a la inflación. En consecuencia, su rendimiento incorpora una expectativa inflacionaria: si la inflación efectiva resulta menor a la estimada, el rendimiento real será mayor; si es superior, será menor.

Por ejemplo, en la última licitación de la nota en pesos con vencimiento en 2030, la tasa de corte fue de 8,05%. Considerando la tendencia bajista en los rendimientos, es razonable suponer que en una próxima reapertura la tasa podría ubicarse en torno al 7,95%. Si se asume una inflación promedio de 4,5% —alineada con el objetivo del Banco Central del Uruguay (BCU)—, el rendimiento real sería del orden de 3,30%.

Comparativamente, la curva actual de notas en UI muestra un rendimiento real de aproximadamente 3,00% a cinco años, lo cual es consistente: la nota en UI elimina el riesgo inflacionario, mientras que la nota en pesos lo incorpora. En caso de que la inflación supere el 4,5%, el rendimiento real de la nota en pesos disminuiría, mientras que el de la nota en UI permanecería inalterado.

Si analizamos ahora los bonos globales emitidos en dólares, observamos que el bono con vencimiento en 2027 rinde en torno al 3,92%, y el de 2031

al 3,98%. Interpolando, estimamos un rendimiento de aproximadamente 3,97% para un bono con vencimiento en 2030. Para compararlo con las notas en UI y en pesos uruguayos, debemos expresarlo en términos reales.

Utilizando los supuestos del proyecto de ley —una inflación promedio de 4,5% y una apreciación anual del dólar de 2,06%—, se estima que el rendimiento nominal en pesos sería del 6,11%, lo que implica un rendimiento real de aproximadamente 1,54%. Este rendimiento es considerablemente inferior al de las notas en UI y en moneda local.

### **Conclusión de la sección:**

Bajo los supuestos de inflación promedio y apreciación del tipo de cambio considerados para el período, los rendimientos reales estimados serían los siguientes:

---

#### **Rendimiento Real**

UYU 2030 **3,30%**

UI 2030 **3,00%**

USD 2030 **1,54%**

---

Cabe destacar que, para que la nota en pesos uruguayos con vencimiento en 2030 iguale en rendimiento real a su equivalente en UI, la inflación promedio durante el período debería ubicarse en 4,81%. Si la inflación resulta superior a este nivel, la nota en UI ofrecerá un rendimiento real más alto que la nota en pesos nominales.

En cuanto al crecimiento económico proyectado, la Ley de Presupuesto estima un aumento del Producto Bruto Interno (PBI) del 2,4% anual durante el período de gobierno. Sin embargo, este pronóstico está muy por encima de lo que se viene dando en periodos de gobiernos anteriores.

En relación con las finanzas públicas, la Ley de Presupuesto asume ciertos supuestos que impactan en el déficit fiscal, asumiendo un crecimiento del PBI acorde con las proyecciones oficiales (2.4%). Dado que la recaudación tributaria depende en gran medida del crecimiento económico, una menor expansión afectaría negativamente el resultado fiscal.

### **Impacto en los mercados financieros**

Un menor crecimiento económico y un déficit fiscal más elevado tienden a aumentar el riesgo país. Este mayor riesgo se traduce en una mayor exigencia de retorno real por parte de los inversores para adquirir deuda soberana (mayor riesgo implica mayor tasa de interés exigida).

Como consecuencia, las tasas de interés suben y los precios de los bonos caen. Esto puede representar una oportunidad para adquirir bonos a precios más bajos, pero también implica un riesgo para quienes ya poseen instrumentos de largo plazo: si necesitan vender antes del vencimiento, lo harán a precios más bajos, generando pérdidas de capital.

Por lo tanto, si se prevé necesitar el capital hacia el final del período de gobierno, se recomienda evitar inversiones en instrumentos de mayor plazo, ya que el riesgo de precio podría afectar significativamente su valor de reventa.



**Informe realizado por Ec. Adrián Moreira** · Analista Financiero – Trader  
Setiembre de 2025