

Escenario macro - Uruguay



7 de julio de 2026

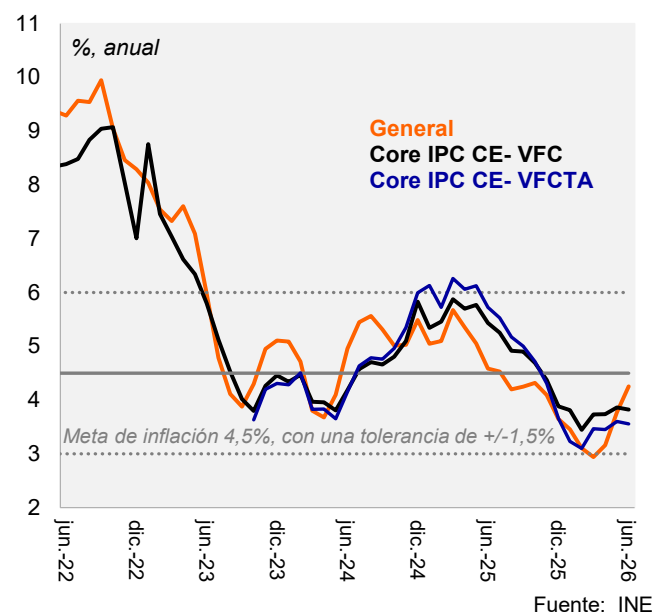
Inflación subyacente contenida

- ▶ **Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2026 en 1,2%, desacelerándose desde 1,8% en 2025, principalmente como reflejo de los efectos negativos de la sequía de este año.**
- ▶ **Nuestra proyección de inflación para fines de 2026 se mantiene en 4,9% y en 4,5% para fines de 2027, con expectativas de inflación relevadas por encuestas que permanecen prácticamente sin cambios a pesar de las fluctuaciones en los precios internacionales del petróleo.**
- ▶ **Revisamos nuestra proyección de tipo de cambio para fines de 2026 a UYU/USD 40,5 desde 39,5, reflejando una mayor fortaleza global del dólar.** Hacia adelante, ahora esperamos un tipo de cambio de UYU/USD 41,0 para fines de 2027 (antes 40,0), lo que implica un tipo de cambio real ampliamente estable a lo largo del horizonte de proyección.
- ▶ **Mantenemos nuestra proyección para la tasa de política monetaria en 5,75%, en terreno expansivo en términos reales ex ante, en un contexto de expectativas de inflación ancladas, inflación subyacente bien comportada y una desaceleración en la actividad económica.**

La inflación general se acelera, mientras las medidas subyacentes continúan moderándose

El IPC de junio aumentó 0,37% mensual, ligeramente por debajo de nuestra proyección y de las expectativas del mercado (ambas en 0,5%), impulsado principalmente por el aumento de los precios del transporte tras el ajuste al alza de los combustibles domésticos. Los alimentos registraron un incremento moderado, ya que el aumento en los precios de las verduras fue parcialmente compensado por menores precios de las frutas, mientras que los restaurantes también contribuyeron positivamente al registro mensual. En términos interanuales, la inflación general aumentó a 4,25% desde 3,77% en mayo. En contraste, la inflación subyacente anual descendió a 3,83% y el IPC CE VFCTA a 3,56%, ambas medidas dentro del rango de tolerancia de la meta del BCU. En el margen, las medidas ajustadas por estacionalidad apuntan a una aceleración de la inflación general (7,3% anualizado a tres meses), mientras que las medidas subyacentes se moderaron hacia niveles cercanos a 4,1%, sugiriendo que las presiones inflacionarias subyacentes permanecen contenidas.

Inflación anual

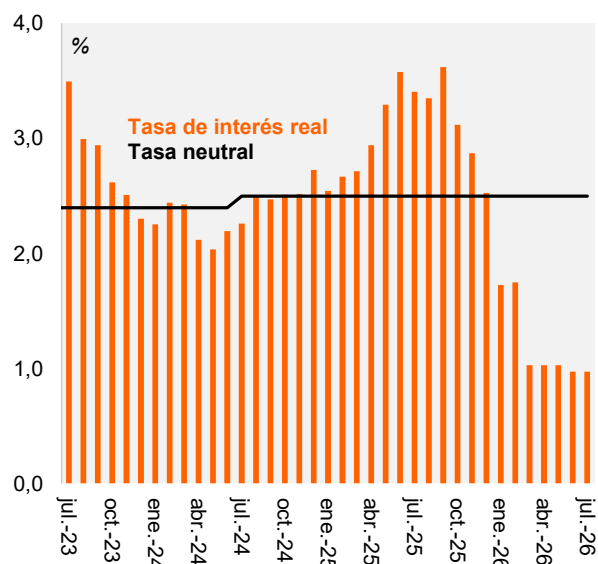


El BCU mantiene la tasa y adopta un tono más equilibrado

En su reunión de política monetaria de julio, el BCU decidió por unanimidad mantener la tasa de política monetaria sin cambios en 5,75% por tercer mes consecutivo, tal como esperaba el mercado. El comunicado adoptó un tono menos restrictivo y más equilibrado, otorgando mayor énfasis a la resiliencia de las expectativas de inflación y al carácter transitorio de las recientes presiones de precios, mientras redujo el foco sobre los riesgos inflacionarios externos. El BCU destacó que las expectativas de inflación a dos años continúan bien ancladas, con las expectativas de analistas estables en 4,5%, las del mercado financiero aumentando apenas marginalmente a 4,67% y las de las empresas sin cambios en 5,0%.

A nuestro juicio, esto refuerza la evaluación del Directorio de que los shocks temporales de oferta difícilmente desencadenen dinámicas inflacionarias más persistentes. Estimamos la tasa de política monetaria real ex ante en 0,98%, todavía muy por debajo de la estimación de tasa neutral real del BCU (2,5%), lo que sugiere que la postura monetaria sigue siendo expansiva. En cuanto al balance de riesgos para la inflación, el Directorio señaló los conflictos internacionales y posibles disrupciones climáticas asociadas al fenómeno de El Niño como riesgos al alza, mientras que un dólar más débil y menores precios de commodities fueron identificados como riesgos a la baja.

Tasa de interés real ex-ante



Fuente: BCU, INE, Bevsa

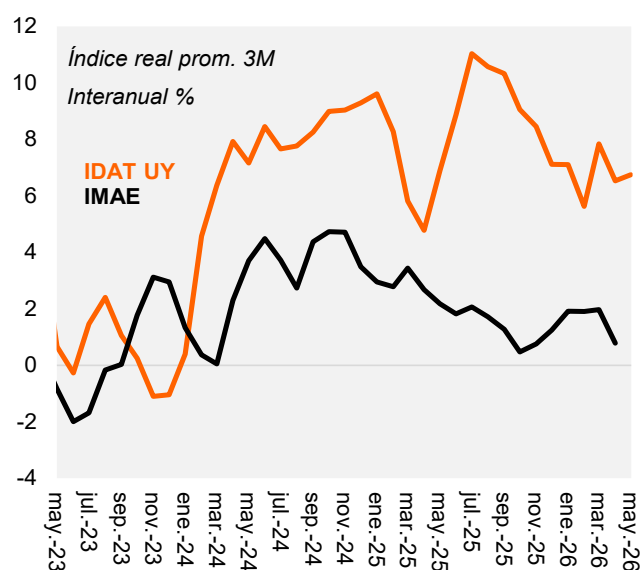
Pérdida gradual de dinamismo en los indicadores de actividad

El indicador mensual de actividad económica del Banco Central (IMAE) cayó 1,6% mensual desestacionalizado en abril, llevando el crecimiento trimestral desestacionalizado a 0,5% en el trimestre cerrado en abril (desde 0,8% en el 1T26). En términos interanuales, el IMAE retrocedió 1,3% en abril y registró un crecimiento de 0,2% en el trimestre cerrado en ese mes (desde 0,9% interanual en el 1T26). El arrastre estadístico para 2026 se ubicó en 0,1%. Nuestra proyección de crecimiento para 2026 se mantiene en 1,2%, por debajo del 1,8% observado en 2025, principalmente debido al impacto de la sequía sobre el sector primario.

Sin embargo, el Índice Líder CERES (ILC) aumentó 0,3% mensual en mayo, registrando su segundo incremento consecutivo, algo que no ocurría desde comienzos de año.

Por su parte, nuestro indicador de actividad (IDAT-UY) muestra una moderación de la dinámica de consumo tras el fuerte impulso observado a comienzos del año. El indicador creció 6,7% interanual (promedio móvil de tres meses) en los tres meses finalizados en mayo, por debajo del 7,8% del 1T26 y levemente inferior al 7,1% registrado en el 4T25. La desaceleración estuvo explicada principalmente por el menor dinamismo del gasto en bienes, cuyo crecimiento se moderó a 5,2% interanual desde 7,2% en el 1T26 y 7,5% en el 4T25, reflejando una expansión más débil en varias categorías de bienes durables y semidurables. Los servicios crecieron 6,9% interanual, por debajo del 7,5% del 1T26, aunque aún por encima del 6,2% registrado en el 4T25.

IDAT UY vs. IMAE



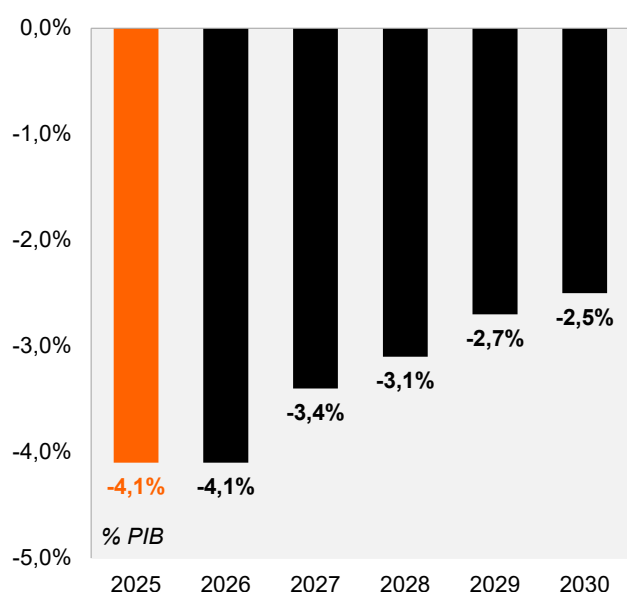
Fuente: Itaú, BCU

Rendición de Cuentas: menor crecimiento, pero se preservan las anclas fiscales

La Rendición de Cuentas actualiza las proyecciones macroeconómicas oficiales, revisando a la baja el crecimiento del PIB para 2026 a 1,6% (desde 2,2%) en un contexto de menor demanda interna, mientras eleva la proyección de inflación para fines de 2026 a 4,8% (desde 4,4%), convergiendo luego a 4,5% a partir de 2027. También se redujo la proyección de crecimiento del consumo de los hogares, reflejando un panorama de actividad más débil.

En el frente fiscal, el gobierno mantiene una trayectoria gradual de consolidación, con un déficit del Gobierno Central que se reduciría desde 4,1% del PIB en 2025-2026 hasta 2,5% en 2030, aunque a un ritmo algo más lento que el previsto anteriormente. El proyecto incorpora aumentos focalizados del gasto social —principalmente destinados a primera infancia y hogares vulnerables— que se espera sean financiados íntegramente mediante reasignaciones presupuestarias y ganancias de eficiencia, preservando las metas fiscales y la estrategia de deuda vigente, sin cambios en las anclas fiscales ni en las medidas referidas al sistema previsional y las AFAP.

Resultado Fiscal (Gob. Central - BPS)



Fuente: Rendición de Cuentas

El BCU continúa en pausa

Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2026 en 1,2%, por debajo del 1,8% registrado en 2025, principalmente debido al shock negativo de oferta provocado por la sequía de este año. Más allá de los factores climáticos, el contexto externo se ha vuelto algo menos favorable, con un dólar más fuerte y condiciones financieras globales más restrictivas que generan vientos en contra para la demanda interna.

Mantenemos nuestra proyección de inflación para fines de 2026 en 4,9%, con convergencia hacia 4,5% para fines de 2027. Si bien la reciente caída de los precios de los combustibles ha reducido parte de las presiones de costos externas, los riesgos asociados al fenómeno de El Niño han ganado relevancia. Condiciones climáticas adversas podrían afectar la producción agropecuaria y los precios de los alimentos, generando potenciales efectos de segunda vuelta y retrasando la convergencia de la inflación.

Asimismo, mantenemos nuestra proyección para la tasa de política monetaria en 5,75%, en terreno expansivo en términos reales ex ante, en un contexto de expectativas de inflación ancladas, inflación subyacente bien comportada y una desaceleración en la actividad económica.

Andrés Pérez M.
Diego Ciongo
Soledad Castagna

Uruguay | Proyección

	2022	2023	2024	2025	2026P		2027P	
					Actual	Anterior	Actual	Anterior
Actividad económica								
Crecimiento real del PIB - %	4,6	0,8	3,3	1,8	1,2	1,2	1,5	1,5
PIB nominal - USD mil millones	70,7	78,0	81,3	85,0	92,3	92,4	96,3	96,5
Población (millones de habitantes)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
PIB per cápita - USD	20.253	22.276	23.174	24.192	26.201	26.220	27.338	27.382
Tasa de Desocupación (promedio anual - %)	7,9	8,3	8,2	7,4	7,6	7,6	7,6	7,6
Inflación								
IPC - %	8,3	5,1	5,5	3,6	4,9	4,9	4,5	4,5
Tasa de interés								
Tasa de referencia - final del año - %	11,50	9,00	8,75	7,50	5,75	5,75	6,50	6,50
Balanza de pagos								
UYU/USD - final del período	39,9	38,9	44,1	39,0	40,5	39,5	41,0	40,0
Balanza comercial registrada - USD mil millones	-0,8	-2,5	-1,5	-0,9	-2,0	-2,0	-1,3	-1,3
Cuenta corriente - % PIB	-3,6	-3,0	-0,8	-0,4	-1,2	-1,2	-0,5	-0,5
Inversión extranjera directa - % PIB	4,1	4,0	-3,2	0,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Reservas internacionales - USD mil millones	15,1	16,2	17,4	19,0	19,5	19,5	19,5	19,5
Finanzas públicas								
Resultado Nominal Gob. Central (*) - % del PIB	-3,0	-3,3	-3,4	-4,1	-4,1	-4,0	-3,4	-3,5
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	56,7	58,3	62,3	60,5	61,2	61,2	61,4	61,4

Fuente: FMI, Haver, Bloomberg, BCU, Itaú.
(*) Excluidos los ingresos extraordinarios al Fondo Fiduciario

Estudio macroeconómico - Itaú
Diego Guillen – Economista Jefe

Para acceder a nuestros informes por favor visite nuestro website:
<https://www.itaubba-pt/macroeconomic-analysis>

Información relevante

1. Este informe fue elaborado y publicado por el Departamento de Investigación Macroeconómica de Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este informe no es un producto del Departamento de Análisis de Acciones de Itaú Unibanco o Itaú Corretora de Valores SA y no debe considerarse como un informe de análisis a los efectos del artículo 1 de la Instrucción CVM 20/2021.
2. Este informe está destinado únicamente a proporcionar información macroeconómica y no constituye y no debe interpretarse como una oferta de compra o venta o como una solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier instrumento financiero o para participar en una estrategia determinada de negocios en cualquier jurisdicción. La información contenida en este informe fue considerada razonable al momento de su publicación y se obtuvo de fuentes públicas que se consideraron confiables. Sin embargo, Itaú Unibanco no ofrece ninguna seguridad o garantía, ya sea expresa o implícita, en cuanto a la integridad, confiabilidad o exactitud de esta información. Este informe tampoco pretende ser una lista completa o resumida de los mercados o desarrollos que se abordan en él. Las opiniones, estimaciones y proyecciones expresadas en este informe reflejan la opinión actual del analista responsable del contenido de este informe en la fecha de su publicación y, por lo tanto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Itaú Unibanco no tiene la obligación de actualizar, modificar o enmendar este informe e informar al lector.
3. Las opiniones expresadas en este informe reflejan con precisión, única y exclusivamente las visiones y opiniones personales del analista a cargo y fueron producidas de manera independiente e autónoma, incluso en relación con Itaú Unibanco, Itaú Corretora de Valores SA y otras compañías del grupo económico de Itaú Unibanco.
4. Este informe no puede reproducirse ni redistribuirse a ninguna otra persona, en su totalidad o en parte, para ningún propósito sin el consentimiento previo por escrito de Itaú Unibanco. Información adicional sobre los instrumentos financieros discutidos en este informe está disponible a pedido. Itaú Unibanco y / o cualquier otra compañía de su grupo económico no es responsable y no será responsable de ninguna decisión, inversión o de otro tipo, basada en los datos aquí divulgados.

Nota adicional: Este material no tiene en cuenta los objetivos específicos, la situación financiera o las necesidades de ningún cliente en particular. Los clientes deben obtener asesoramiento financiero, legal, contable, económico, crediticio y de mercado individual en función de sus objetivos y características personales antes de tomar cualquier decisión basada en la información aquí contenida. Al acceder a este material, usted reconoce que conoce las leyes de su jurisdicción con respecto a la provisión y venta de productos de servicios financieros. Usted reconoce que este material contiene información de propiedad exclusiva y acepta conservar esta información únicamente para su uso exclusivo. También confirma que comprende los riesgos relacionados con el mercado discutidos en este material.

Por consultas, sugerencias, quejas, críticas y cumplidos, comuníquese con el SAC de Itaú: 0800 728 0728. O contáctenos a través de nuestro portal <https://www.itaubba-pt/macroeconomic-analysis>. Si no está satisfecho con la solución propuesta, comuníquese con el Defensor del Pueblo Corporativo de Itaú: 0800 570 0011 (de lunes a viernes de 9.00 a 18.00 hs.) o a nuestro correo postal a 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos los días, las 24h, al 0800 722 1722.

