

## Continúa la recuperación de la actividad ante la proximidad de las elecciones

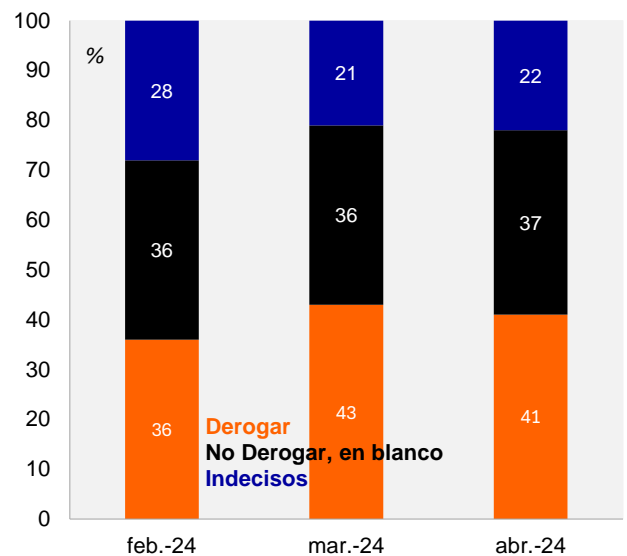
- ▶ A medida que se aproximan las elecciones generales de este año, un plebiscito sobre cuestiones de seguridad social podría, de llegar a aprobarse, aumentar significativamente la presión sobre las cuentas fiscales y afectar la confianza empresarial. Dicho esto, nuestro escenario base parte de la premisa de no aprobación del plebiscito, por lo que no esperamos impactos en la economía por este tema.
- ▶ Mientras tanto, la inflación sigue comportándose bien a pesar de una sorpresa al alza en abril. Seguimos previendo una inflación de 5,50% para 2024, a pesar de las posibles presiones inflacionistas derivadas del exceso de lluvias. No esperamos nuevos recortes de tasas este año.
- ▶ Mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2024 en 3,5%. Aunque seguimos previendo una normalización de la actividad agrícola tras la grave sequía de 2023, el exceso de lluvias en el segundo trimestre podría tener un impacto negativo transitorio en la producción.

### Camino a las elecciones

**La carrera presidencial comienza mientras se filtran los riesgos de un plebiscito.** Las elecciones primarias se celebrarán el 30 de junio para determinar los candidatos a las elecciones generales del 27 de octubre. Se celebraría una segunda vuelta el 24 de noviembre si ninguno de los candidatos obtiene el 50% + 1 de los votos, que es el escenario más probable según las encuestas. Junto con las elecciones generales, los uruguayos también votarán en un plebiscito que tiene como objetivo revocar la reforma de la seguridad social promulgada en 2023. Cabe destacar que tanto el mercado financiero como la economía aún no se vieron afectados debido a que la mayoría de los candidatos y la mayor parte del empresariado e inversionistas no apoya dicha propuesta. Caso contrario, el plebiscito tendría importantes impactos dado que reduciría la edad de jubilación de nuevo a 60 años (desde 65 años), igualaría la pensión mínima con el salario mínimo y estatizaría los ahorros privados para la jubilación (AFAP). En nuestra opinión, el costo fiscal de rebajar la edad de jubilación llevaría a un gasto en pensiones insostenible a largo plazo, mientras que igualar la pensión mínima con el salario mínimo tendría un costo fiscal de alrededor del 1,5% del PIB al año. Dicho esto, las encuestas disponibles no son conclusivas.

Según una pesquisa publicada por la consultora Cifra, el 41% de los encuestados apoya la derogación de la reforma, el 37% no la apoya y el 22% sigue indeciso. Es importante señalar que el plebiscito requiere un 50% + 1 de los votos para derogar la reforma. Nuestro escenario base parte de la premisa de no aprobación del plebiscito, por lo que no esperamos impactos en la economía por este tema.

### Intención de voto para derogar la reforma de la seguridad social

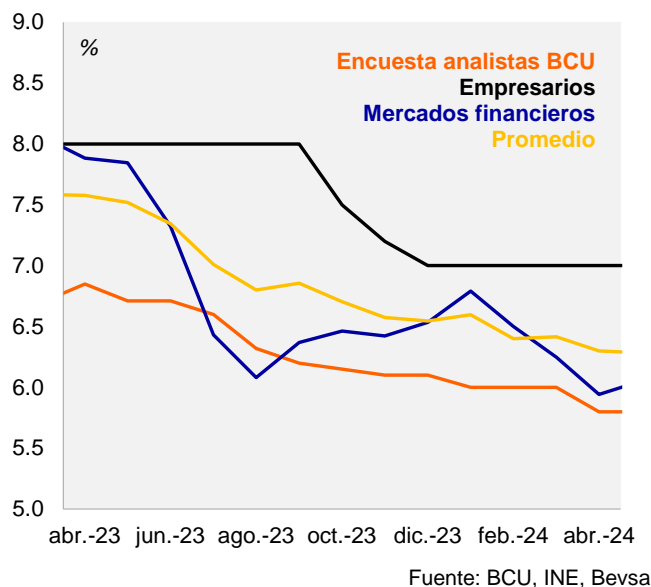


Fuente: Cifra

## La inflación anual volvió a caer en abril, mientras que las expectativas retroceden

**La inflación general se situó en abril en el 0,63% mensual (frente al 0,75% de hace un año y una cifra media de cinco años de 0,4%).** La inflación general reflejó el aumento de los precios de los alimentos (incidencia de 0,4 puntos porcentuales), en particular los precios volátiles (hortalizas y legumbres, 11,6% mensual). La inflación subyacente (excluidas las frutas y hortalizas y los precios de los combustibles) aumentó un 0,52% mensual, sin cambios respecto a abril de 2023. Sobre una base interanual, la inflación general se desaceleró al 3,7% desde 3,8% de marzo, mientras que la inflación subyacente se mantuvo prácticamente sin cambios en 4,00%, ambas dentro del rango objetivo de inflación del Banco Central (3-6%). Por otra parte, las expectativas de inflación para los próximos 24 meses (según la encuesta del Banco Central) cayeron por primera vez en 2024 a 5,80% interanual desde 6,00% anteriormente.

### Expectativas de inflación a 24 meses



## Sin bajas de tasas a la vista

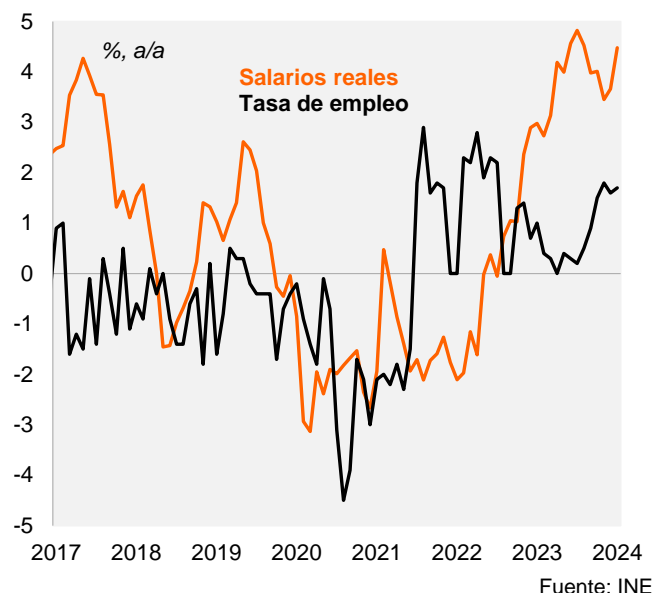
**En vísperas de la tercera reunión de política monetaria del año, no esperamos nuevos recortes de tasas.** En la reunión anterior, celebrada en abril, el comité de política monetaria del banco central recortó inesperadamente la tasa de referencia en 50 puntos básicos, hasta 8,50%, acumulando un total de 300 puntos básicos en el ciclo. Actualmente estimamos

que la tasa de política real ex ante se sitúa en el 2,1% (utilizando las expectativas para el horizonte de la política monetaria), por debajo de la estimación de la tasa real neutral estimada por el BCU de 2,4%, lo que desplaza ligeramente la política monetaria hacia un terreno expansivo, aun cuando las expectativas de inflación se mantienen por encima del objetivo de inflación del BCU del 3%-6%.

## Los indicadores adelantados apuntan a un crecimiento en el 2T24

**La actividad seguirá creciendo en el 2T24.** El indicador adelantado de actividad publicado por el grupo de expertos Ceres aumentó un 0,3% mensual en abril, marcando la séptima expansión mensual consecutiva. El índice de difusión (número de sectores que evolucionan favorablemente) subió a 72% en abril, frente a 62,5% de marzo. En nuestra opinión, la solidez del mercado laboral (el empleo aumentó 1,3 pp. interanual y los salarios reales crecieron 3,9% interanual en el 1T24) y el mayor gasto del turismo interno, que a su vez refleja principalmente los efectos indirectos de la apreciación del tipo de cambio paralelo en Argentina, son los principales impulsores de la favorable evolución de la actividad.

### Mercado laboral



## Apetito por la deuda uruguaya

**El gobierno emitió un total de 1.800 millones de dólares de deuda en los mercados mundiales, repartidos entre bonos vinculados al IPC y bonos en moneda local.** Aproximadamente 1.550 millones de dólares correspondieron a nuevos fondos, mientras que 250 millones de USD correspondieron a gestión de pasivos. El precio estuvo en línea con el mercado secundario, refinanciando y cubriendo parcialmente las necesidades de financiación del soberano para 2024. En nuestra opinión, los resultados positivos reflejan la confianza de los inversores en Uruguay.

**El déficit fiscal nominal acumulado en 12 meses del gobierno central-BPS aumentó levemente a 3,4% del PIB en el 1T24, comparado con 3,3% a fines de 2023.** Esta medida del saldo fiscal excluye los ingresos extraordinarios del organismo de seguridad social (transferencias de activos de particulares que pasan del sistema privado de pensiones al sistema público de pensiones).

## Las fuertes lluvias trajeron riesgos para la actividad y la inflación en el corto plazo

**Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2024 en 3,5%, a la luz de las cifras positivas del 1T24.** Aunque seguimos previendo una normalización de la actividad agrícola tras la grave sequía de 2023, unas lluvias excesivas e inesperadas en abril podrían afectar a la cosecha de soja en 2024.

**Mantenemos nuestra estimación de inflación para diciembre de 2024 en 5,50%.** Sin embargo, el exceso de precipitaciones podría afectar a la inflación a corto plazo, especialmente en artículos volátiles como frutas y verduras, probablemente debido a problemas de suministro de dichos productos.

**También mantenemos nuestra previsión de tasa de política monetaria en 8,50% para fin de año.** Aunque no esperamos nuevos recortes en 2024, el BCU podría recortar aún más si la inflación sigue comportándose bien o si las expectativas de inflación siguen corrigiéndose hacia el objetivo de inflación del BCU.

**Finalmente, mantuvimos nuestra estimación de déficit fiscal nominal para 2024 en 3,0% del PIB, en línea con las previsiones del Ministerio de Economía.** La disciplina del Gobierno en la gestión fiscal a lo largo de los años respalda nuestro pronóstico.

**Andrés Pérez M.  
Diego Ciongo  
Soledad Castagna**

## Uruguay | Proyección

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P	
						Actual	Anterior	Actual	Anterior
<b>Actividad económica</b>									
Crecimiento real del PIB - %	0,9	-7,4	5,6	4,7	0,4	<b>3,5</b>	3,5	<b>3,0</b>	3,0
PIB nominal - USD mil millones	62,1	53,7	61,4	71,3	77,3	<b>84,4</b>	84,4	<b>91,7</b>	91,7
Población (millones de habitantes)	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	<b>3,6</b>	3,6	<b>3,6</b>	3,6
PIB per cápita - USD	17.650	15.221	17.324	20.058	21.665	<b>23.589</b>	23.589	<b>25.550</b>	25.550
Tasa de Desocupación (promedio anual - %)	8,9	10,4	9,3	7,9	8,3	<b>8,0</b>	8,0	<b>7,8</b>	7,8
<b>Inflación</b>									
IPC - %	8,8	9,4	8,0	8,3	5,1	<b>5,5</b>	5,5	<b>5,5</b>	5,5
<b>Tasa de interés</b>									
Tasa de referencia - final del año - %	8,57	4,50	5,75	11,50	9,00	<b>8,50</b>	8,50	<b>8,00</b>	8,00
<b>Balanza de pagos</b>									
UGY/USD - final del período	37,35	42,35	44,69	39,9	38,9	<b>39,5</b>	39,5	<b>41,5</b>	41,5
Balanza comercial registrada - USD mil millones	-0,1	-0,2	0,0	-0,8	-2,5	<b>1,0</b>	1,0	<b>1,0</b>	1,0
Cuenta corriente - % PIB	1,2	-0,8	-2,5	-3,7	-3,6	<b>-1,0</b>	-1,0	<b>-1,0</b>	-1,0
Inversión extranjera directa - % PIB	2,2	1,9	2,4	4,5	5,5	<b>2,0</b>	2,0	<b>1,5</b>	1,5
Reservas internacionales - USD mil millones	14,5	16,2	17,0	15,1	16,2	<b>18,0</b>	18,0	<b>18,5</b>	18,5
<b>Finanzas públicas</b>									
Resultado Nominal Gob. Central (*) - % del PIB	-4,0	-5,8	-4,2	-3,0	-3,3	<b>-3,0</b>	-3,0	<b>-2,7</b>	-2,7
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	48,0	61,2	57,8	57,4	57,2	<b>55,2</b>	55,0	<b>53,4</b>	52,0

Fuente: FMI, Haver, Bloomberg, BCU, Itaú.

(\*) Excluidos los ingresos extraordinarios al Fondo Fiduciario de la Seguridad Social por

## Estudio macroeconómico - Itaú

## Mario Mesquita – Economista Jefe

To access our reports and forecast visit our website:

<https://www.itaubba-pt/macroeconomic-analysis>

## Información relevante

- 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.
- 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.
- 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.
- 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/atenda-itaubba-para-voce/>. 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.