

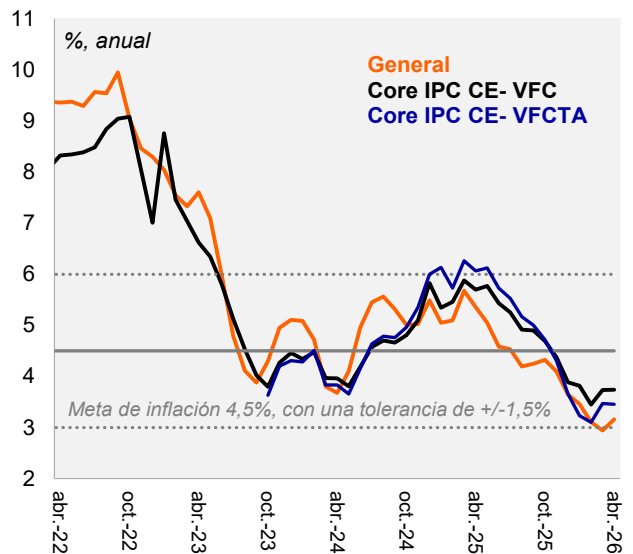
El sistema previsional vuelve al centro de la escena

- ▶ Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2026 en 1,2%, desacelerándose desde el 1,8% registrado en 2025, lo que refleja principalmente los efectos negativos de la sequía de este año.
- ▶ Nuestra proyección de inflación para fines de 2026 fue revisada al alza a 4,9% desde 4,5% en el escenario anterior, impulsada principalmente por dinámicas internacionales recientes. El ajuste refleja fundamentalmente el impacto de mayores precios del petróleo sobre los componentes de la canasta del IPC, junto con sus efectos indirectos y rezagados sobre la inflación en los meses siguientes.
- ▶ En materia de política monetaria, prevemos que la tasa de política se mantenga en 5,75% durante el resto de 2026, mientras el Banco Central equilibra los riesgos inflacionarios con una actividad doméstica aún moderada. No obstante, no puede descartarse completamente una suba de tasas en 2026, dependiendo del grado de traspaso de los mayores precios del petróleo a la inflación general y — más críticamente — a las expectativas de inflación.

El shock de combustibles impulsa el IPC de abril

La inflación aumentó 0,54% mensual en abril, en línea con nuestra proyección y con la mediana de la encuesta del BCU, ambas en 0,6% mensual. El principal aporte al alza provino de Transporte, que subió 2,98% mensual (+0,31 p.p. de incidencia), impulsado por un aumento de 7% en los precios de los combustibles y un fuerte incremento en las tarifas aéreas (+17,94%). Los precios de Vestimenta también aumentaron (+1,88%; +0,04 p.p.), al igual que Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (+0,66%; +0,09 p.p.). Por el lado bajista, Recreación, deportes y cultura cayó 0,23% mensual, mientras que los precios de las verduras bajaron 0,63% y los de las frutas registraron una fuerte caída (-5,40%), compensando parcialmente el aumento del índice general. En términos interanuales, todas las mediciones de inflación permanecen dentro del rango de tolerancia del BCU de la meta de 4,5% \pm 1,5%. La inflación interanual se ubicó en 3,16% en abril, frente a 2,94% en marzo.

Inflación

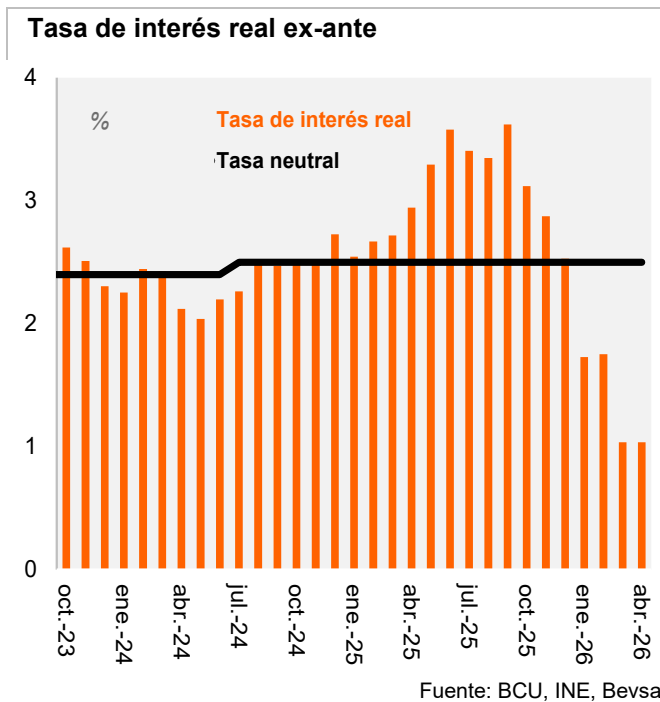


Fuente: INE

El BCU frena el ciclo de recortes en un contexto de mayor incertidumbre global

En su reunión de política monetaria de abril, el Banco Central del Uruguay (BCU) decidió mantener sin cambios la tasa de política en 5,75%. La decisión estuvo en línea con nuestras expectativas y con el consenso del mercado, reflejando el fuerte aumento de la incertidumbre global tras la escalada del conflicto en

Medio Oriente, que empujó significativamente al alza los precios de la energía. Esta pausa se produce luego de un recorte acumulado de 350 puntos básicos desde julio de 2025. Las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas en torno a la meta a lo largo del horizonte de política, pese a las persistentes tensiones geopolíticas. Analistas y mercados financieros continúan proyectando una inflación anual de 4,5%, mientras que las expectativas de las empresas se mantienen estables en 5%. Las expectativas promedio a 24 meses se ubican en 4,67%, sin cambios respecto a la reunión anterior y dentro del rango de tolerancia por décimo mes consecutivo. En este contexto, estimamos la tasa de política real ex ante en 1,04%, aún muy por debajo de la estimación del BCU para la tasa real neutral (2,5%), lo que indica que la postura monetaria sigue siendo expansiva.



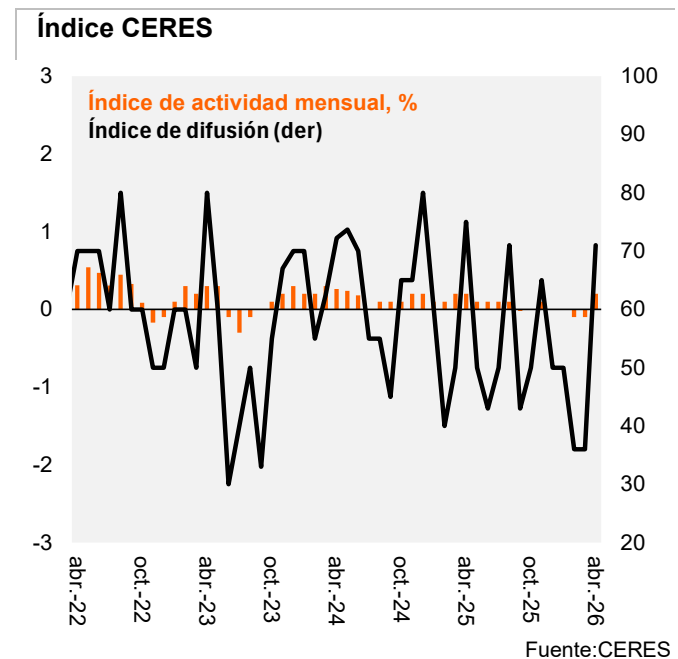
Leve mejora, pero la actividad sigue por debajo de la tendencia

El indicador mensual de actividad del BCU (IMAE) creció 0,1% interanual en febrero, desacelerándose desde el 0,4% registrado el mes previo. Como resultado, el IMAE aumentó 1,0% interanual en el trimestre cerrado en febrero. En términos desestacionalizados, el índice subió 0,1% mensual en febrero, equivalente a un aumento de 0,1% trimestral.

Por su parte, el Índice Líder del CERES (ILC) registró una variación positiva de 0,2% en abril,

interrumpiendo la tendencia negativa de los dos meses previos y marcando el primer aumento desde octubre de 2025. El índice había mostrado crecimiento nulo en diciembre y enero, seguido de registros negativos (-0,1%) en febrero y marzo, antes de volver a terreno positivo en abril. No obstante, serán necesarias nuevas lecturas positivas para confirmar un alejamiento de la dinámica de estancamiento observada hasta el momento.

Nuestro indicador de actividad (IDAT-UY) ganó impulso en el primer trimestre de 2026, creciendo 7,7% interanual, frente a 7,1% en el cuarto trimestre de 2025, señalando un fortalecimiento generalizado de la actividad. El componente de bienes mantuvo un ritmo sólido, con una expansión real de 7,0% interanual, levemente por debajo del 7,5% del trimestre previo. Los servicios fueron el principal motor del crecimiento, con el componente de servicios del IDAT acelerándose a 7,3% interanual en el primer trimestre de 2026, desde 6,2% en el cuarto trimestre de 2025.



El sistema previsional vuelve a la agenda política

En abril se publicaron los resultados del Diálogo Social, que establecen lineamientos no vinculantes para eventuales cambios en el sistema de protección social. Las prioridades principales son ampliar la cobertura social, especialmente para la infancia, y habilitar el retiro voluntario a los 60 años, con los ajustes correspondientes, manteniendo la edad legal de jubilación en 65 años.

En materia previsional, la propuesta introduce una reconfiguración del rol de las AFAP: la custodia de los fondos de los afiliados pasaría a una agencia estatal, mientras que las AFAP quedarían limitadas a la gestión de inversiones mediante procesos competitivos de licitación, con énfasis en la minimización de costos.

Los resultados del Diálogo se encuentran bajo revisión del Poder Ejecutivo, y cualquier cambio propuesto requerirá aprobación legislativa. Si bien aún no se han informado los costos fiscales asociados, este paquete implicaría un riesgo adicional para el gasto público en un contexto de cuentas fiscales tensionadas. En consecuencia, la sostenibilidad de la propuesta dependerá críticamente de una gestión más estricta del gasto para evitar un mayor deterioro del perfil fiscal. En paralelo, el déficit fiscal nominal del gobierno central medido en 12 meses alcanzó 4,1% del PIB en marzo de 2026, sin cambios respecto al cierre de 2025.

Mayor inflación por suba de los precios del petróleo

Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2026 en 1,2%, por debajo del 1,8% de 2025, dado que se espera una desaceleración de la actividad tras el shock negativo de oferta generado por la sequía de este año. Más allá de los efectos climáticos, el contexto externo se ha vuelto menos favorable, con mayores precios de la energía actuando como un viento en contra adicional para la demanda interna en una economía con alta dependencia de las importaciones de combustibles.

Revisamos al alza nuestra proyección de inflación para fines de 2026 a 4,9% (desde 4,5%), reflejando

un entorno internacional menos benigno. Como importador neto de petróleo, Uruguay es particularmente vulnerable a aumentos en los precios del crudo, que se trasladan relativamente rápido a los costos de los combustibles y a los precios regulados, con posteriores efectos de segunda ronda sobre transporte, logística y componentes alimentarios de la canasta del IPC. Se espera que estos canales directos e indirectos ejerzan una presión alcista persistente sobre la inflación en los próximos trimestres.

En cuanto a la política monetaria, esperamos que la tasa de referencia se mantenga en 5,75% durante todo 2026, mientras el Banco Central continúa equilibrando los crecientes riesgos inflacionarios con una actividad económica aún moderada. Sin embargo, el reciente shock en los precios del petróleo introduce un perfil de riesgos asimétrico: si bien una suba de tasas en el corto plazo no es nuestro escenario base, no puede descartarse un sesgo contractivo en 2026 si el aumento de los costos de los combustibles se traduce en un traspaso mayor al esperado a la inflación general y, sobre todo, comienza a afectar las expectativas de inflación de mediano plazo.

Uruguay es un importador neto de combustibles (aproximadamente USD 1.500 millones anuales), lo que deja a las cuentas externas expuestas a un aumento prolongado de los precios internacionales del petróleo.

**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	92.2	92.2	98.2	98.2
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	26,165	26,165	27,858	27,858
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	4.5	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	39.5	39.5	40.0	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	-4.0	-4.0	-3.5	-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

Mario Mesquita – Economista Jefe

Para acceder a nuestros informes por favor visite nuestro website:

<https://www.itaubba.com.br/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.com.br/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.