

5 de marzo de 2026

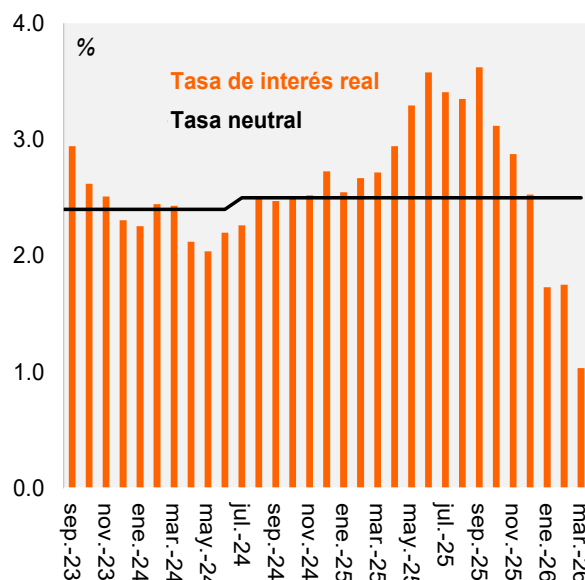
La política monetaria se mantiene en una postura expansiva

- ▶ Redujimos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2026 a 1,5%, frente a 1,8% del escenario previo, debido al arrastre estadístico negativo que sugieren los indicadores adelantados. La sequía afectará la producción de soja e introducirá riesgos a la baja en nuestra previsión de crecimiento para este año.
- ▶ Nuestra previsión de inflación para 2026 es de 4,5%, en línea con el objetivo del banco central, lo que implica una aceleración más adelante en el año. Nuestra previsión de tasa de interés terminal es de 5,50% para fin de 2026, suponiendo un recorte de 25 pbs en la próxima reunión. Actualmente, Uruguay tiene la tasa de interés real ex-ante más baja de la región, reflejando la postura expansiva de la política monetaria.

La inflación controlada y la débil actividad llevan a la BCU a continuar su ciclo de relajación

En la reciente reunión de política monetaria, el **Comité de Política Monetaria del banco central recortó la tasa de interés en 75 pbs hasta 5,75%**. El ciclo de flexibilización ha acumulado 350 puntos básicos desde julio de 2025. Las perspectivas de inflación están bajo control y la actividad económica se ha ralentizado. De hecho, según el proxy mensual del PIB, la economía entró en recesión técnica en el cuarto trimestre de 2025. Las expectativas de inflación para el horizonte de política a dos años cayeron a 4,67% en promedio (desde 4,79% en la reunión anterior), dentro del rango de tolerancia por noveno mes consecutivo. Tras el recorte de marzo, la BCU está consolidando su postura expansiva al reducir la tasa de política real ex-ante hasta 1,04%, por debajo de la estimación neutral del BCU de 2,5%. En cuanto al frente externo, el comunicado destacó el reciente aumento de los precios del petróleo en medio del conflicto entre Estados Unidos e Irán y su posible impacto en la inflación. El comité mencionó que los riesgos de inflación parecen más equilibrados que en reuniones anteriores. Sin embargo, el BCU también mencionó que el principal riesgo es que la inflación permanezca por debajo del objetivo durante el horizonte de política monetaria.

Tasa de interés real ex-ante



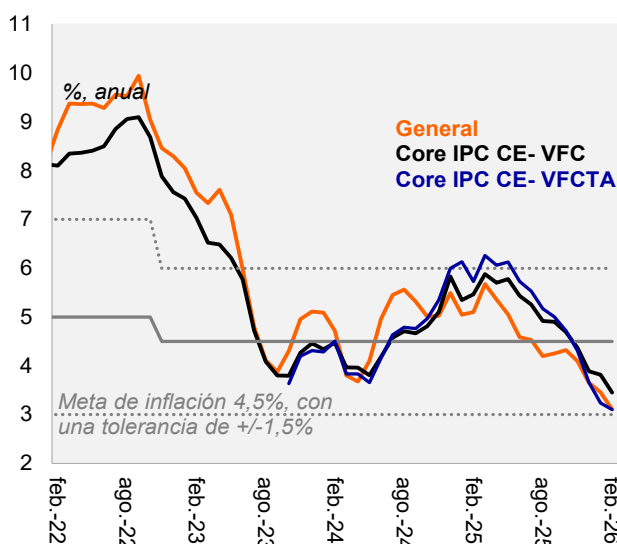
Fuente: BCU, INE, Bevsa

La inflación anual alcanzó un mínimo histórico

La inflación subió 0,35% mensual en febrero, muy por debajo de nuestra cifra y de la mediana de la encuesta de la BCU, ambas en 0,6% mensual. El principal impacto mensual vino de la vivienda, la electricidad y el agua, que aumentaron 1,52% mensual (incidencia de 0,20 p.p.), dado la reversión del descuento temporal en energía en diciembre y enero. Además, los muebles, artículos para el hogar y otros artículos domésticos habituales aumentaron 1,20% mensual y el cuidado personal, la protección social y los bienes diversos aumentaron 0,83% mensual. Por otro

lado, los precios del ocio, deportes y cultura cayeron 0,95% mensual, los precios de la ropa disminuyeron 1,60% mensual debido a la liquidación de la temporada primavera-verano, y los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas cayeron 0,06% mensual debido a la baja de los precios de frutas y carnes.

Inflación anual



Fuente: INE

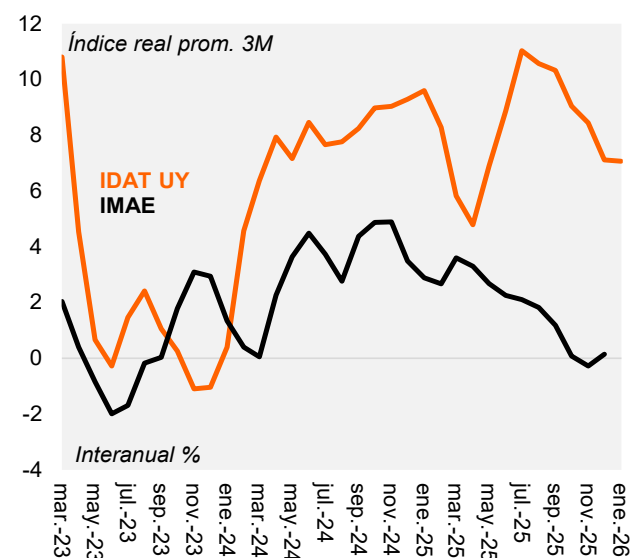
Los indicadores adelantados anticipan una recesión técnica en el cuarto trimestre de 2025

El proxy mensual del PIB (IMAE) del banco central subió 2,1% interanual en diciembre, tras caer 0,7% en el mes anterior. Así, el IMAEP subió 0,1% interanual en el cuarto trimestre de 2025. De forma secuencial, el índice subió 0,2% mensual desestacionalizado en diciembre tras caer 1,0% en noviembre. Así, el IMAE cayó 0,6% en términos desestacionalizados en el 4T25 tras caer 0,2% en el 3T25, marcando una recesión técnica. Según el IMAE, la actividad aumentó 1,8% interanual en 2025, dejando un arrastre estadístico de -0,5% para 2026.

Nuestro propio indicador de actividad (IDAT-UY) se desaceleró en el trimestre finalizado en enero en términos anuales. El IDAT-UY subió 7,1% interanual en términos reales en el periodo, sin cambios respecto al 4T25 pero bajando respecto al 10,3% interanual del tercer trimestre de 2025. El IDAT Bienes creció 7,4% interanual en términos reales en el trimestre cerrado en enero, también sin cambios frente al 4T25 pero por debajo de la expansión del 9,2% en el 3T25. Además, el IDAT servicios aumentó 6,0% interanual a principios

de año, pasando de 6,2% interanual en el 4T25 y 11,1% interanual en el 3T25.

IDAT UY vs. IMAE



Fuente: Itaú, BCU

Enfoque fiscal a medida que el impulso económico se debilita

El déficit fiscal nominal a 12 meses del gobierno central alcanzó el 4,1% del PIB en enero de 2026, sin cambios desde finales de 2025. Los ingresos reales totales aumentaron 7,7% interanual en el trimestre cerrado en enero (6,9% interanual en el 4T25). En el lado del gasto, el gasto primario en términos reales aumentó 7,3% interanual, impulsado por el gasto en pensiones y gastos no personales (3,7% interanual y 19,4% interanual, respectivamente). La evolución del resultado fiscal llevó a que el crecimiento se revisara algo a la baja: en febrero de 2026, el Comité de Expertos revisó su proyección de crecimiento del PIB para 2026 a una mediana de 1,8%, a la baja desde 2,0% a mediados de 2025, citando una demanda externa más débil, una inversión privada más lenta y un arrastre estadístico negativo de 2025. El Comité de expertos también reafirmó que se espera que el posible crecimiento del PIB de Uruguay promedie 2,1% entre 2026 y 2029, ligeramente por debajo de las estimaciones anteriores.

Mayor flexibilización monetaria en medio de menor actividad

Redujimos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2026 a 1,5%, frente al 1,8% de nuestro

escenario anterior debido al arrastre estadístico negativo sugerido por los indicadores adelantados. La sequía afectará la producción de soja e introducirá riesgos a la baja en nuestra previsión de crecimiento para este año.

Nuestra previsión de inflación para finales de 2026 es de 4,5%, en línea con el objetivo del banco central, lo que implica una aceleración más adelante en el año. Aunque la inflación ha sorprendido a la baja recientemente y la actividad sigue siendo suave, las presiones recientes sobre los precios del petróleo y el peso más débil en medio del conflicto entre Estados Unidos e Irán podrían llevar a un aumento en las lecturas del IPC en los próximos meses.

Nuestra previsión de tasa terminal de política monetaria es de 5,50% para fines de 2026, asumiendo un recorte de 25 puntos básicos en la próxima reunión prevista para el 21 de abril. Actualmente, Uruguay tiene la tasa de interés real ex-ante más baja de la región, reflejando la postura expansiva de la política monetaria.

Andrés Pérez M.
Diego Ciongo
Soledad Castagna

Uruguay | Proyección

	2022	2023	2024	2025P		2026P		2027P	
				Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
Actividad económica									
Crecimiento real del PIB - %	4.8	0.7	3.1	1.8	2.0	1.5	1.8	1.5	2.0
PIB nominal - USD mil millones	70.7	78.0	81.3	85.2	85.2	94.9	95.4	98.3	99.2
Población (millones de habitantes)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
PIB per cápita - USD	20,253	22,282	23,174	24,241	24,241	26,937	27,083	27,893	28,151
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	-	4.5	4.5	4.5	4.5
Tasa de interés									
Tasa de referencia - final del año - %	11.50	9.00	8.75	7.50	-	5.50	6.50	5.50	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	-1.4	-1.5	-	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
Cuenta corriente - % PIB	-3.7	-3.4	-1.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Inversión extranjera directa - % PIB	4.5	5.5	2.0	1.5	1.5	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	58.2	58.5	57.2	61.0	61.5	61.7	61.4	61.9	60.7

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.itaú.com.br/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.itaui.com.br/atenda-itaui/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.