

## Se esperan más recortes

- ▶ Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 se mantiene en 2,3%. Sin embargo, redujimos nuestra previsión para 2026 de 2,5% a 2,0% en nuestro escenario anterior, principalmente debido a un contexto externo más débil.
- ▶ Mantuvimos nuestra previsión de inflación para fines de 2025 en 4,5%, pero ahora con riesgos a la baja debido a la serie de datos inferiores a los esperados.
- ▶ Ahora anticipamos más recortes este año, lo que llevaría a una tasa de 8.0% para fines de 2025. Este nuevo pronóstico se basa en la orientación de la reunión más reciente, la tendencia a la baja en las expectativas de inflación y las cifras de inflación inferiores a las esperadas.

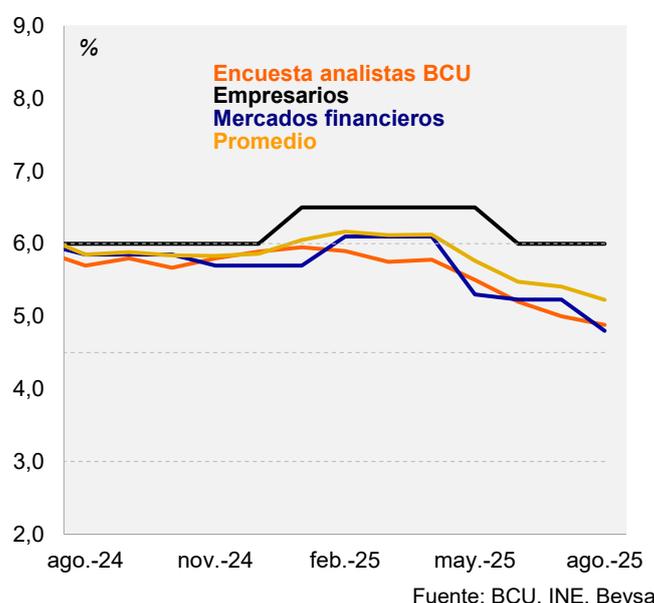
### Todo tranquilo en lo que refiere a la inflación

**La inflación volvió a sorprender a la baja en julio, al subir 0,05% mensual, muy por debajo de nuestra previsión y de las expectativas del mercado según la encuesta del BCU (0,2% y 0,3%, respectivamente).** En particular, esta fue la cuarta sorpresa consecutiva a la baja de la inflación con respecto al consenso del mercado. El principal impacto mensual en julio provino de los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas, que subieron 0,31% mensual (incidencia 0,08 p.p.) debido al aumento de los precios de las verduras y legumbres (4,95% mensual), mientras que los precios del cuidado personal y la protección social aumentaron 1,03% mensual (incidencia de 0,045 p.p.). Por el contrario, los precios de la vivienda, el agua, la electricidad y el gas bajaron 0,56% (incidencia de -0,07 p.p.), mientras que los precios de la ropa y el calzado de temporada bajaron 2,0% (incidencia de 0,05 p.p.). La inflación subyacente (excluyendo frutas y verduras y precios de combustible) aumentó 0,03% mensual. **En términos interanuales, la inflación general cayó a 4,53% en julio (desde 4,59% de junio), acercándose al objetivo de inflación de 4,5%, mientras que la subyacente disminuyó a 5,25% desde 5,43% el mes anterior.**

**En el contexto de la serie de sorpresas inflacionarias a la baja, las expectativas de inflación basadas en encuestas en el horizonte de política monetaria a 2 años también han disminuido, con un promedio de 5,23% en agosto, por debajo de más de 6% a principios de año, continuando así convergiendo hacia la meta de**

**inflación de 4,5% del BCU.** Como se puede ver en el siguiente gráfico, los analistas redujeron sus pronósticos de inflación antes y más rápido que otros participantes del mercado.

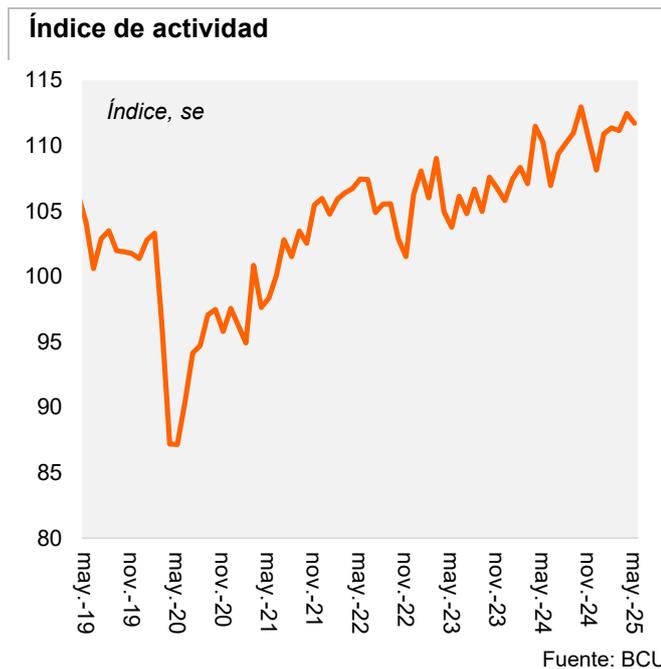
Expectativas de inflación a 24 meses



## Indicadores adelantados sugieren una desaceleración de la actividad económica en el 2T25

El proxy mensual del PIB (IMAE) del banco central aumentó 1,6% interanual en mayo, lo que llevó a una expansión de 2,2% en el trimestre que finalizó ese mes (3,4% interanual en el 1T25). En términos desestacionalizados, el índice disminuyó 0,7% mensual en mayo, tras un aumento de 1,2% mensual desestacionalizado en abril. Así, el IMAE subió 1,5% en términos desestacionalizados en el trimestre finalizado en mayo. El arrastre estadístico para 2025 se situó en 1,9%.

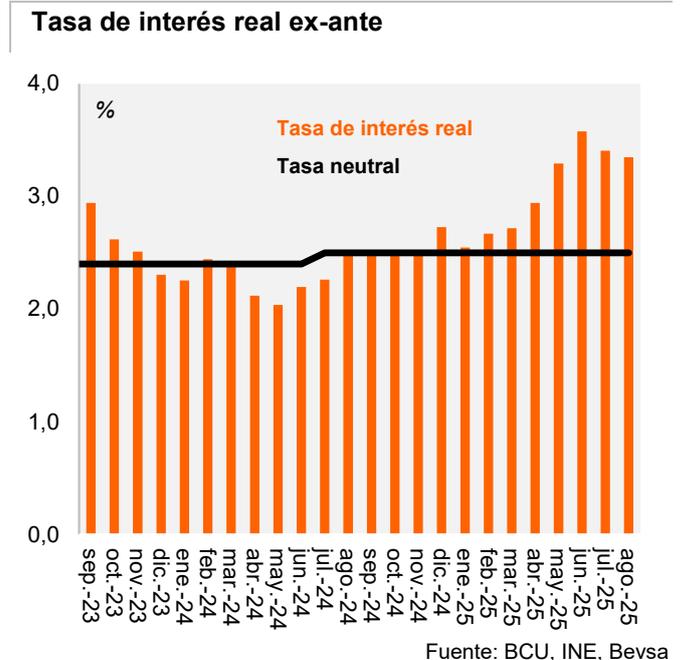
Mientras tanto, el último indicador económico del Ceres muestra que la actividad fue ligeramente positiva en julio, aumentando 0,1% mensual y completando así un año de tasas positivas. El índice de difusión, que mide el número de sectores que se desempeñan favorablemente, subió a 50% en julio desde 43% en junio.



## Otro recorte de 25 puntos básicos

En la reunión de política monetaria celebrada en agosto, el banco central (BCU) recortó por unanimidad la tasa de política monetaria en 25 p. b. hasta 8,75%. El comunicado del banco central destacó que las expectativas de inflación promedio se ubican en 5,23%, dentro del rango de tolerancia por cuarto mes consecutivo. En consecuencia, estimamos la tasa de

política real ex ante en 3,35% (incluyendo también las expectativas de los empresarios), por encima del centro de la estimación del rango de tasa real neutral del BCU de 2,5%. El Banco Central mencionó que puede haber espacio para continuar revisando la tasa de política a la baja si la inflación y las expectativas de inflación continúan disminuyendo, particularmente entre la de los empresarios.



## Déficit fiscal se amplió en el 2T25

El déficit fiscal nominal a 12 meses del gobierno central aumentó a 3,7% del PIB en junio de 2025, en comparación con 3,4% de hace un año. Los ingresos reales totales cayeron 2,1% interanual en el 2T25 (por debajo de +5,4% en el 1T25), reflejando la desaceleración de la actividad económica. Por el lado del gasto, el gasto primario real aumentó 6,3% interanual, impulsado por el gasto no personal, que aumentó 15% interanual en el 2T25.

## Se vislumbra una tasa de política más baja

Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 se mantiene en 2,3%. Ahora esperamos un crecimiento del PIB de 2,0% para 2026, frente a 2,5% de nuestro escenario anterior. Los indicadores adelantados y los datos de las cuentas nacionales muestran que la economía está operando algo por debajo de su potencial. Además, el ajuste a la baja en el pronóstico del PIB para 2026 se justifica por un menor

crecimiento en socios comerciales clave, como Argentina y Brasil.

**Mantuvimos nuestra previsión de inflación para fines de 2025 en 4,5%, pero ahora con riesgos a la baja debido a unos datos inferiores a los esperados.**

**Ahora esperamos que el BCU reduzca la tasa de política durante las próximas reuniones de política monetaria, bajando la tasa a 8% para fines de 2025. Además, hemos ajustado la tasa de política monetaria para fines de 2026 a 7,5%. El objetivo de**

reducir gradualmente la tasa de política monetaria en este escenario es sostener la recuperación de la actividad económica sin comprometer la estabilidad macroeconómica y asegurar que las expectativas de inflación continúen convergiendo hacia la meta de inflación de 4,5%.

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

## Uruguay | Proyección

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P		
						Actual	Anterior	Actual	Anterior	
<b>Actividad económica</b>										
Crecimiento real del PIB - %	-7,4	5,6	4,8	0,7	3,1	<b>2,3</b>	2,3	<b>2,0</b>	2,5	
PIB nominal - USD mil millones	53,6	60,7	70,7	78,0	81,3	<b>84,6</b>	84,6	<b>89,1</b>	89,3	
Población (millones de habitantes)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	<b>3,5</b>	3,5	<b>3,5</b>	3,5	
PIB per cápita - USD	15.426	17.424	20.253	22.282	23.174	<b>24.050</b>	23.431	<b>25.286</b>	24.611	
Tasa de Desocupación (promedio anual - %)	10,4	9,3	7,9	8,3	8,2	<b>7,8</b>	7,8	<b>7,6</b>	7,6	
<b>Inflación</b>										
IPC - %	9,4	8,0	8,3	5,1	5,5	<b>4,5</b>	4,5	<b>4,5</b>	4,5	
<b>Tasa de interés</b>										
Tasa de referencia - final del año - %	4,50	5,75	11,50	9,00	8,75	<b>8,00</b>	8,50	<b>7,50</b>	8,00	
<b>Balanza de pagos</b>										
UYU/USD - final del período	42,35	44,69	39,9	38,9	44,1	<b>41,7</b>	41,7	<b>42,5</b>	42,5	
Balanza comercial registrada - USD mil millones	-0,2	0,0	-0,8	-2,5	-1,4	<b>-1,0</b>	-1,0	<b>-1,0</b>	-1,0	
Cuenta corriente - % PIB	-0,7	-2,4	-3,7	-3,4	-1,0	<b>-0,2</b>	-0,2	<b>-0,2</b>	-0,2	
Inversión extranjera directa - % PIB	1,9	2,4	4,5	5,5	2,0	<b>1,5</b>	1,5	<b>1,5</b>	1,5	
Reservas internacionales - USD mil millones	16,2	17,0	15,1	16,2	17,4	<b>19,5</b>	19,5	<b>19,5</b>	19,5	
<b>Finanzas públicas</b>										
Resultado Nominal Gob. Central (*) - % del PIB	-5,8	-4,2	-3,0	-3,3	-3,4	<b>-4,0</b>	-4,0	<b>-3,5</b>	-3,5	
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	61,3	58,5	58,2	58,5	<b>57,2</b>	<b>61,2</b>	61,2	<b>60,5</b>	60,5	

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

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

## 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.itaubr.com.br/atenda-itaubr/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.