

## Buen comportamiento de la inflación

- ▶ Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 se sitúa en 2,3%, con riesgos a la baja en un contexto de crecimiento algo inferior al esperado en 1T25.
- ▶ Revisamos a la baja nuestro pronóstico del tipo de cambio a UYU/USD 42,6 para fin de año, en comparación con UYU/USD 43,0 en nuestro escenario anterior debido a un USD global más débil. También revisamos nuestra previsión de inflación para el 2025 hasta 4,7%, frente a 5,1% en nuestro escenario anterior.
- ▶ Creemos que el BCU completó su ciclo de subas en la última reunión en 9,25%, mientras que el promedio de las expectativas de inflación se mantiene dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación.

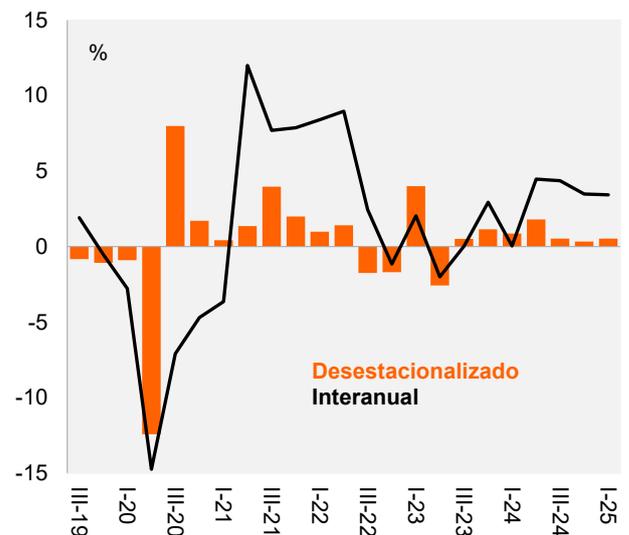
## La actividad se expandió en 1T25

**El PIB creció 3,4% interanual en 1T25, ligeramente por debajo del 4T24 (3,5%).** En el margen, utilizando la serie desestacionalizada del banco central, el PIB creció 0,5% en el 1T25, mientras que el indicador mensual del PIB (IMAE) apuntaba a un crecimiento de 0,3% desestacionalizado, expandiéndose secuencialmente por séptimo trimestre consecutivo.

Así, el arrastre estadístico para 2025 se sitúa en 1,5%. La demanda interna creció 3,8% interanual en el 1T25 (3,3% en el 4T24), liderada por la formación bruta de capital que creció 4,2% interanual. El consumo privado se expandió 2,1% interanual, debido al mayor gasto en bienes de consumo importados, como prendas de vestir y otros bienes duraderos. Además, el consumo público aumentó 4,3% interanual.

Finalmente, las exportaciones de bienes y servicios crecieron 4,2% interanual (desde 4,4% en el 4T24), debido al aumento del turismo receptivo en medio de los efectos indirectos de Argentina. Las importaciones de bienes y servicios crecieron 5,6% interanual (desde 3,8% interanual en el 4T24) debido a mayores importaciones de bienes duraderos, vehículos automotores y prendas de vestir. Por otro lado, debido a la reapertura de la refinera, hubo una disminución en las importaciones de combustibles y gasolina y un menor aumento en las compras de petróleo.

### PIB



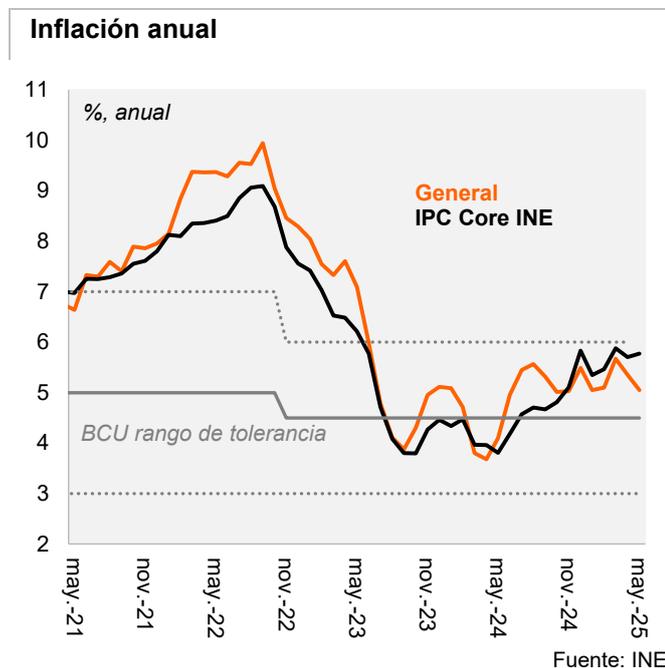
Fuente: BCU

## La inflación anual se desaceleró en mayo

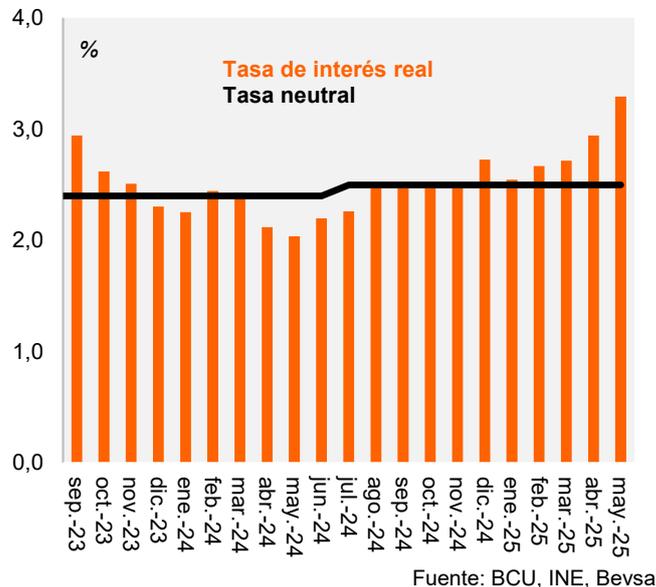
**La inflación subió 0,11% mensual en mayo (desde 0,40% de hace un año y una mediana de 5 años de 0,38%).** El principal impacto mensual en mayo provino de la vivienda (0,26% mensual, incidencia de 0,03 p.p.) debido a los aumentos en los impuestos a los servicios de construcción y a la vivienda en Montevideo. Por su parte, los restaurantes y hoteles aumentaron 0,66% mensual con una incidencia de 0,06 p.p., debido al aumento de los precios de los cafés y restaurantes. Por su parte, los precios del transporte descendieron 0,55% mensual (incidencia de -0,06 p.p.) debido a los menores precios de

automóviles y camiones (-1,49% mensual), el diésel (-1,49% mensual) y los menores billetes de avión (-3,91% mensual). La inflación subyacente (excluyendo los precios de las frutas y verduras y los combustibles) aumentó 0,22% mensual, frente a 0,15% mensual de mayo de 2024. En términos interanuales, la inflación general bajó a 5,05% en mayo (desde 5,36% en abril), mientras que la inflación subyacente subió a 5,77% desde 5,70% en el mes anterior. Observamos que ambas lecturas se mantienen dentro del rango de tolerancia de la inflación del Banco Central de 4,5% +/- 1,5%. Además, las expectativas de inflación promedio para los próximos 24 meses se ubican en 5,77%, cerca del límite superior del rango de tolerancia.

(incluyendo también las expectativas de los empresarios), por encima de la estimación de la tasa real neutral del BCU de 2,5%.



Tasa de interés real ex-ante



Aunque el déficit fiscal se ha reducido este año, el pronóstico oficial para fin de año fue revisado al alza

**El déficit fiscal nominal a 12 meses del gobierno central cayó a 3,1% del PIB en abril de 2025, frente a 3,4% de finales de 2024.** Los ingresos reales totales crecieron 4,1% interanual en el trimestre finalizado en abril (frente a 5,4% del 1T25), lo que refleja la desaceleración de la actividad económica. Por el lado del gasto, el gasto primario aumentó 3,4% interanual en términos reales, impulsado por el gasto no personal, que aumentó 5,9% interanual en el trimestre finalizado en abril.

**En la rendición de cuentas para 2024 se revisó el pronóstico de déficit fiscal para 2025 a aproximadamente 4,0% del PIB, desde 2,9% del PIB en la rendición de cuentas presentada por el gobierno anterior a mediados de 2024.** El documento del Ministerio de Economía presentado al Parlamento refleja los pagos de pasivos heredados y los resultados de ingresos más débiles.

## BCU pausa el ciclo de endurecimiento

En la última reunión, el Comité de Política Monetaria del Banco Central mantuvo la tasa de política monetaria en 9,25%, haciendo una pausa en el ciclo de endurecimiento que comenzó en diciembre de 2024, después de tres aumentos consecutivos de 25 puntos básicos. El banco central destacó que la inflación interanual se ha mantenido dentro del rango de tolerancia (3%-6%) durante casi dos años. Las expectativas de inflación para los siguientes veinticuatro meses (horizonte de política monetaria) cayeron a 5,5% en la encuesta de analistas (desde 5,8%) y a 5,3% en los mercados financieros (desde 6,1%). Como resultado, estimamos la tasa de política monetaria real ex ante en 3,30%

## Cifras más bajas desde el lado nominal

Revisamos a la baja nuestra previsión de inflación para 2025 hasta 4,7%, desde 5,1% de nuestro escenario anterior, debido a los recientes datos de inflación inferiores a lo esperado y a un UYU más sólido. Además, revisamos nuestro pronóstico del tipo de cambio para fines de 2025 a 42,6 UYU/USD desde 43,0 UYU/USD en nuestro escenario anterior debido a un USD global más débil.

Esperamos que el BCU mantenga la tasa de política monetaria en 9,25% por lo que resta del año. Sin embargo, si las expectativas de inflación continúan relajándose hacia el objetivo de 4,5%, creemos que el banco central podría recortar las tasas en la segunda mitad del año.

Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 se sitúa en 2,3%, pero ahora con riesgos a la baja en medio de un crecimiento algo inferior al esperado en el 1T25. Una cosecha récord de soja también respalda nuestra proyección.

Por último, revisamos nuestra previsión para el resultado fiscal nominal del gobierno central en 2025 a -4,0% del PIB, desde -3,4% en el escenario anterior, en línea con los cambios en la previsión del Ministerio de Economía para 2025, después de la última rendición de cuentas. Tendremos más información sobre la senda del equilibrio fiscal para los próximos años cuando el Ministerio de Economía presente el presupuesto quinquenal al parlamento en los próximos meses. En nuestra opinión, este documento será clave para determinar las perspectivas fiscales de mediano plazo y las necesidades de financiamiento.

**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	2,3	2,3	2,5	2,5
PIB nominal - USD mil millones	53,6	60,7	70,7	78,0	81,3	82,4	82,4	86,7	86,7
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	15.426	17.424	20.253	22.282	23.174	23.431	23.431	24.611	24.611
Tasa de Desocupación (promedio anual - %)	10,4	9,3	7,9	8,3	8,2	7,8	7,8	7,6	7,6
<b>Inflación</b>									
IPC - %	9,4	8,0	8,3	5,1	5,5	4,7	5,1	4,7	5,0
<b>Tasa de interés</b>									
Tasa de referencia - final del año - %	4,50	5,75	11,50	9,00	8,75	9,25	9,50	9,00	9,50
<b>Balanza de pagos</b>									
UYU/USD - final del período	42,35	44,69	39,9	38,9	44,1	42,6	43,0	43,5	44,3
Balanza comercial registrada - USD mil millones	-0,2	0,0	-0,8	-2,5	-1,4	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Cuenta corriente - % PIB	-0,7	-2,4	-3,7	-3,4	-1,0	-0,2	-2,0	-0,2	-2,0
Inversión extranjera directa - % PIB	1,9	2,4	4,5	5,5	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5
Reservas internacionales - USD mil millones	16,2	17,0	15,1	16,2	17,4	19,5	19,5	19,5	19,5
<b>Finanzas públicas</b>									
Resultado Nominal Gob. Central (*) - % del PIB	-5,8	-4,2	-3,0	-3,3	-3,4	-4,0	-3,4	-3,5	-2,9
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	61,3	58,5	58,2	58,5	57,2	61,2	59,9	60,5	59,6

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.itaubba.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.itaubba.com.br/atenda-itaubba-pt/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.