

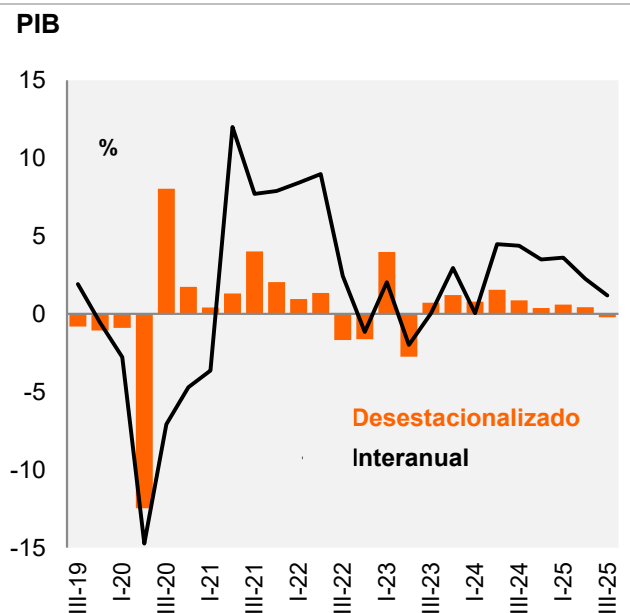
Actividad más débil en el margen

- ▶ Revisamos nuestra previsión de PIB para el cierre de 2025 a 2,0%, frente a 2,3% del escenario anterior, debido a cifras más débiles en el margen. Sin embargo, mantuvimos nuestra previsión para 2026 en 1,8%, dada nuestra perspectiva positiva para la temporada turística del primer trimestre de 2026.
- ▶ Hemos revisado nuestra previsión del tipo de cambio a 39,5 UYU/USD para el cierre de 2025, frente a 40,5 de nuestro escenario anterior, en un contexto externo benigno y de debilidad del dólar a nivel mundial. Para 2026 y 2027, esperamos que el UYU se mantenga estable en términos reales.
- ▶ Nuestra previsión de inflación para 2025 se mantiene en 3,9% y en 4,5% para el año siguiente. Esperamos que el Banco Central de Uruguay (BCU) recorte la tasa de política monetaria en otros 25 puntos básicos en la reunión de diciembre, hasta situarla en 7,75%. Para fin de 2026, prevemos que la tasa de política monetaria se sitúe en 7,25%, asumiendo que las expectativas de inflación se mantengan en torno al objetivo del BCU.

La actividad se contrajo secuencialmente en el tercer trimestre de 2025

El PIB creció 1,2% interanual en el tercer trimestre de 2025, frente al 2,3% del segundo trimestre. En términos marginales, el PIB cayó 0,2% trimestral/desestacionalizado en el tercer trimestre, tras ocho trimestres consecutivos de expansión secuencial. Además, la BCU ajustó los datos anteriores, especialmente en el primer trimestre, con un aumento del PIB de 0,60% trimestral/desestacionalizado, ligeramente por debajo de la estimación anterior (0,68%). Así, el arrastre estadístico para 2025 se sitúa en 1,9%. Paralelamente, otros indicadores adelantados también apuntan a una actividad débil en términos marginales. El índice adelantado CERES fue ligeramente positivo (0,1% mensual/ desestacionalizado) en noviembre, tras dos tasas neutras, lo que confirma la desaceleración a lo largo del año. Por otra parte, nuestro indicador de actividad (IDAT-UY) cayó 0,4% mensual/ desestacionalizado en noviembre, con un aumento de los bienes de 0,1% y una caída de los servicios de 0,2%.

El IDAT-UY se mantuvo estable en términos secuenciales en el trimestre que finalizó en noviembre. Para más detalles, consulte nuestro informe [aquí](#).

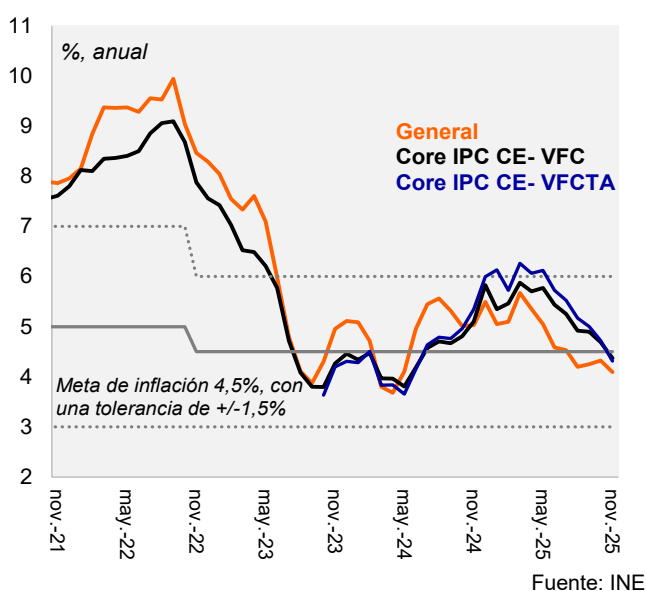


Fuente: BCU

Inflación menor a la prevista en noviembre

La inflación aumentó 0,14% mensual en noviembre, por debajo de nuestra previsión y de las expectativas del mercado según la encuesta de la BCU (ambas de 0,30% mensual). El principal impacto mensual en noviembre provino del transporte (0,65% mensual, incidencia de 0,07 p. p.), debido al aumento de las tarifas de los taxis y las aplicaciones de transporte y al incremento de los precios de los tickets de avión. Los precios de los restaurantes y hoteles subieron 0,46% mensual, mientras que los de los alimentos y bebidas no alcohólicas bajaron 0,23% mensual debido a los precios de las verduras (-5,62% mensual). Todas las lecturas del IPC se mantienen dentro del rango de tolerancia de inflación de $4,5\% \pm 1,5\%$. La inflación general cayó a 4,09% interanual en noviembre desde 4,32% de octubre, mientras que la lectura subyacente disminuyó a 4,38% desde 4,69% el mes anterior. La inflación general acumulada en el año alcanza 3,74%.

Inflación anual



El foco está en la inflación

En la última reunión de política monetaria celebrada en noviembre, el Comité de Política Monetaria (Copom) del banco central redujo por unanimidad la tasa de política monetaria en 25 puntos básicos, hasta 8,00%, lo que supone una reducción del ritmo con respecto a la reunión anterior (-50 puntos básicos). La declaración del banco central reiteró que la política monetaria está ganando credibilidad en un contexto de expectativas de inflación históricamente bajas. La media de las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria (24 meses) se situaron en 4,98% (4,95% en la reunión anterior), en la mitad superior del rango de tolerancia del objetivo de inflación por sexto mes consecutivo. Estimamos que la tasa de interés real ex ante es de 2,87%, algo por encima de la estimación de tasa real neutral del BCU, que es del 2,5%.

La economía muestra signos de desaceleración

Revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 hasta 2,0% (desde 2,3% de nuestro escenario anterior), reflejando la revisión a la baja de los datos y los indicadores adelantados. Para 2026, seguimos esperando un crecimiento de 1,8%, respaldado por el consumo privado y los efectos indirectos del ajuste macroeconómico de Argentina.

Nuestra perspectiva de inflación se mantiene sin cambios, con una previsión para fines de 2025 de 3,9% y de 4,5% para fines de 2026, en consonancia con el objetivo del BCU y respaldada por la fortaleza del UYU. El descuento estacional en la electricidad, junto con la fortaleza del UYU, introduce riesgos a la baja en nuestra previsión de 2025.

Nuestro escenario considera que el BCU aplicará un recorte de 25 puntos básicos en la tasa en su próxima reunión del 23 de diciembre, lo que lo situará a la tasa de referencia en 7,75%. Nuestra previsión para fines de 2026 se mantiene en 7,25%, suponiendo que las expectativas de inflación sigan convergiendo hacia el objetivo.

Por último, hemos revisado nuestra previsión del tipo de cambio a 39,5

UYU/USD para fines de 2025 (desde 40,5 anteriormente), en un entorno externo favorable y de debilidad del dólar a nivel mundial. Para 2026, prevemos que el UYU se mantenga estable en términos reales.

Andrés Pérez M.
Diego Ciongo
Soledad Castagna

Uruguay | Proyección

	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P		2027P
					Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
Actividad económica									
Crecimiento real del PIB - %	5.6	4.8	0.7	3.1	2.0	2.3	1.8	1.8	2.0
PIB nominal - USD mil millones	60.7	70.7	78.0	81.3	85.4	85.2	93.5	91.2	98.9
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	17,424	20,253	22,282	23,174	24,304	24,227	26,520	25,888	28,069
Tasa de Desocupación (promedio anual - %)	9.3	7.9	8.3	8.2	7.8	7.8	7.6	7.6	7.6
Inflación									
IPC - %	8.0	8.3	5.1	5.5	3.9	3.9	4.5	4.5	4.5
Tasa de interés									
Tasa de referencia - final del año - %	5.75	11.50	9.00	8.75	7.75	7.75	7.25	7.25	7.25
Balanza de pagos									
UYU/USD - final del período	44.69	39.9	38.9	44.1	39.5	40.5	40.0	41.0	40.5
Balanza comercial registrada - USD mil millones	0.0	-0.8	-2.5	-1.4	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
Cuenta corriente - % PIB	-2.4	-3.7	-3.4	-1.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Inversión extranjera directa - % PIB	2.4	4.5	5.5	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Reservas internacionales - USD mil millones	17.0	15.1	16.2	17.4	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5
Finanzas públicas									
Resultado Nominal Gob. Central (*) - % del PIB	-4.2	-3.0	-3.3	-3.4	-4.1	-4.1	-4.0	-4.0	-3.5
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	58.5	58.2	58.5	57.2	61.5	61.5	61.4	61.4	60.7

Fuente: FMI, Haver, Bloomberg, BCU, Itaú.
(*) Excluidos los ingresos extraordinarios al Fondo Fiduciario de la

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.itaú.com.br/atenda-itaú/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.