

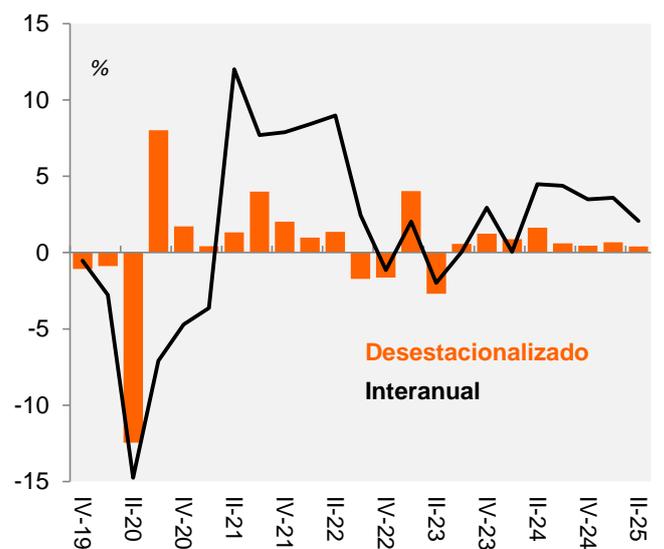
## Revisión a la baja de la inflación

- ▶ Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 se mantiene en 2,3%. Sin embargo, redujimos nuestro pronóstico para 2026 desde 2,0% en nuestro escenario anterior a 1,8%, principalmente debido a los efectos de contagio de Argentina.
- ▶ Redujimos nuestro pronóstico de inflación para fin de 2025 a 3,6% desde 4,5% en nuestro escenario anterior, luego de las persistentes sorpresas de inflación a la baja y nuestra proyección de un UYU aún más fuerte. Revisamos nuestro pronóstico del tipo de cambio UYU/USD 40,5, desde UYU/USD 41,7 en nuestro escenario anterior en medio de un escenario externo benigno y una debilidad generalizada del dólar.
- ▶ Seguimos esperando una tasa de política monetaria de 8,0% para fines de 2025. Aunque ahora esperamos para fines de 2026 una tasa de política monetaria de 7,25%, por debajo del 7,5% en nuestro escenario anterior.

## La actividad se desaceleró secuencialmente en el 2T25

**El PIB aumentó 2,1% interanual en el 2T25, frente a 3,6% del 1T25.** En el margen, el PIB se desaceleró a 0,4% en el 2T25, por debajo del 0,68% revisado en el 1T25, marcando el octavo trimestre consecutivo de expansión secuencial. Así, el arrastre estadístico para 2025 se sitúa en 2,0%. La demanda interna aumentó 2,2% interanual en el 2T25 (3,9% en el 1T25). Este aumento fue liderado por un aumento del consumo de 1,7% interanual, impulsado por el gasto privado (2,3% interanual), parcialmente compensado por un menor gasto público (-0,5%). Además, la formación bruta de capital aumentó 4,7%, debido a una mayor acumulación de existencias, principalmente de granos, como resultado de una mayor cosecha de cultivos de verano. Las exportaciones de bienes y servicios aumentaron apenas 0,5% interanual (desde 3,8% en el 1T25), debido al aumento de las ventas de celulosa, soja y carne, mientras que las ventas de arroz y electricidad disminuyeron. Cabe destacar el aumento de la exportación de servicios empresariales y el turismo, este último asociado a una mayor afluencia de turistas argentinos. Las importaciones de bienes y servicios aumentaron 0,7% interanual (desde 4,9% interanual del 1T25) debido a mayores importaciones de bienes duraderos, productos farmacéuticos, prendas de vestir y carne.

### PIB



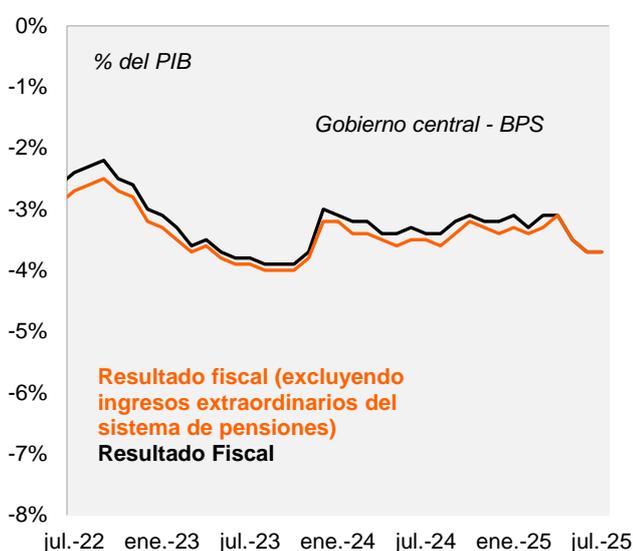
Fuente: BCU

**Los indicadores adelantados sugieren un nuevo crecimiento secuencial a principios del 3T25.** Los préstamos totales aumentaron 8,3% interanual en términos reales en julio, mientras que las importaciones aumentaron 4,1%. La tasa de empleo alcanzó 59,8% en julio, 1,0 puntos porcentual más que en el mismo mes del año pasado. El índice adelantado Ceres muestra que la actividad económica se mantuvo prácticamente sin cambios en agosto (0,1% mensual desestacionalizado).

## El déficit fiscal debería ampliarse gradualmente en el 4T25

**El déficit fiscal nominal a 12 meses del gobierno central aumentó a 3,7% del PIB en julio de 2025, sin cambios desde junio.** Los ingresos reales totales cayeron 2,3% interanual en el trimestre finalizado en julio (-2,1% en el 2T25), en línea con la desaceleración marginal de la actividad económica. Por el lado del gasto, el gasto primario real aumentó 6,9% interanual, impulsado por el gasto no personal, que aumentó 11,2% interanual en el trimestre finalizado en julio.

### Resultado fiscal financiero



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

En línea con el marco institucional de Uruguay, el gobierno presentó el proyecto de ley de presupuesto para el período 2025-2029 al Congreso el 31 de agosto, delineando tres grandes prioridades: 1) mayor crecimiento para fomentar mejores empleos, 2) fortalecimiento de la protección social y 3) mejora de la seguridad. El documento describe la hoja de ruta fiscal quinquenal del gobierno, basada en ciertos supuestos macroeconómicos. La política fiscal se gestionará considerando como ancla a medio plazo una deuda neta de 65% del PIB, en consonancia con la sostenibilidad de las cuentas fiscales. La deuda neta alcanzó 59,5% del PIB en el 2T25. En nuestra opinión, el escenario macroeconómico incluido en el proyecto de ley de Presupuesto parece ambicioso pero factible, considerando nuestra visión de un menor crecimiento esperado en los principales

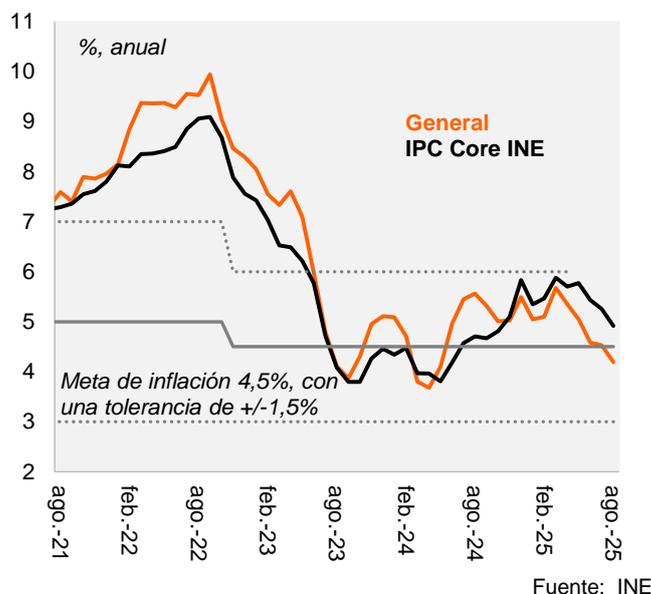
<sup>1</sup> Vea nuestra nota sobre el tema en inglés [aquí](#).

socios comerciales de Uruguay y el crecimiento observado en la última década, que promedió 1,2% anual. Finalmente, el resultado fiscal en el proyecto de ley asume la consolidación fiscal a partir de 2027, basada en una mayor recaudación de impuestos a través de una mayor eficiencia de la autoridad fiscal general y nuevos impuestos.<sup>1</sup>

## Las sorpresas a la baja de la inflación parecen ser la nueva normalidad

**La inflación ha sorprendido constantemente a la baja durante los últimos cinco meses.** El IPC cayó 0,03% mensual en agosto (desde +0,29% de hace un año y una mediana de 5 años de +0,54%), probablemente respaldado por un UYU más fuerte.<sup>2</sup> Utilizando nuestras propias cifras desestacionalizadas, la inflación general anualizada de tres meses cayó a 3,4% en agosto (frente a 3,8% de julio), mientras que la inflación subyacente fue de 3,1% (frente al 3,8% del mes anterior). En términos interanuales, la inflación general cayó a 4,2% en agosto (desde 4,53% de julio), mientras que la subyacente disminuyó a 4,92% desde 5,25% del mes anterior. La inflación acumulada en el año hasta agosto alcanza 2,75%. Ambas lecturas se han mantenido dentro de la meta de inflación del Banco Central de 4,5% ± 1,5% durante los últimos dos años.

### Inflación anual

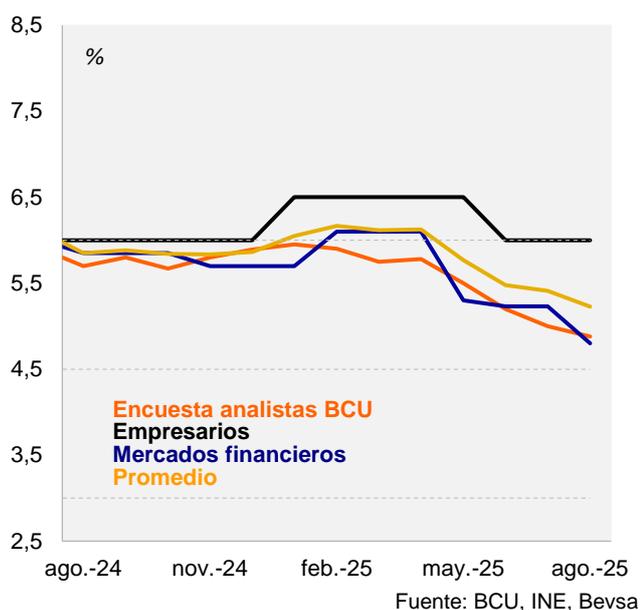


Fuente: INE

<sup>2</sup> Nuestro informe sobre el IPC de agosto está disponible [aquí](#).

**La inflación bien comportada, junto con otros factores, está contribuyendo a una disminución gradual y bienvenida de las expectativas de inflación.** Las expectativas de inflación basadas en encuestas a dos años, medidas por la encuesta de analistas del BCU, volvieron a caer en agosto a 4,88%, el nivel más bajo registrado. Sin embargo, las expectativas de inflación de las empresas se han estancado en 6,0% durante varios meses, un tema que fue destacado por el BCU en la última reunión del COPOM.

**Expectativas de inflación a 24 meses**



### Más recortes por venir

**En la última reunión de política monetaria celebrada en agosto, el banco central (BCU) recortó por unanimidad la tasa de política monetaria en 25 pb por segunda reunión consecutiva, 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. Estimamos la tasa de política real ex ante en 3,35% (incluyendo también las expectativas de los empresarios), colocando la tasa de política aún en territorio contractivo, 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 las empresas.

### Revisando la inflación a la baja

**Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 se sitúa en 2,3%.** La revisión al alza de los datos del PIB del 1T25 reduce los riesgos a la baja para nuestra proyección dado un mayor arrastre estadístico. Sin embargo, redujimos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2026 a 1,8%, desde 2,0%, en parte debido a los efectos de contagio de Argentina (efectos de un ARS más débil).

**Redujimos nuestro pronóstico de inflación para fin de 2025 a 3,6%, por debajo del 4,5% en nuestro escenario anterior, porque las últimas cifras fueron significativamente más bajas de lo esperado, combinadas con nuestra visión de un UYU aún más fuerte para fin de año.**

**Revisamos nuestro pronóstico de tipo de cambio a UYU/USD 40,5 para fin de 2025, desde 41,7 en nuestro escenario anterior en medio de un escenario externo benigno y debilidad del dólar global.**

**Nuestro pronóstico de BCU considera recortes continuos durante lo que resta del 2025, terminando el año en 8,0%.** Revisamos ligeramente nuestra tasa de política monetaria para fin de 2026 a la baja a 7,25% desde 7,5% en nuestro escenario anterior.

**Revisamos la previsión de déficit fiscal de nuestro gobierno central para 2025 y 2026 a 4,1% del PIB y 4,0% para 2026, respectivamente (-4,0% y -3,5% en nuestro escenario anterior).** Las cifras están en línea con las estimaciones incluidas en el proyecto de ley de Presupuesto presentado recientemente al Parlamento.

**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>1,8</b>	2,0	
PIB nominal - USD mil millones	53,6	60,7	70,7	78,0	81,3	<b>85,1</b>	84,6	<b>90,9</b>	89,1	
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>24.193</b>	24.050	<b>25.798</b>	25.286	
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>3,6</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>	8,00	<b>7,25</b>	7,50	
<b>Balanza de pagos</b>										
UYU/USD - final del período	42,35	44,69	39,9	38,9	44,1	<b>40,5</b>	41,7	<b>41,0</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>-4,1</b>	-4,0	<b>-4,0</b>	-3,5	
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	61,3	58,5	58,2	58,5	<b>57,2</b>	<b>61,5</b>	61,2	<b>61,4</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.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-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.