

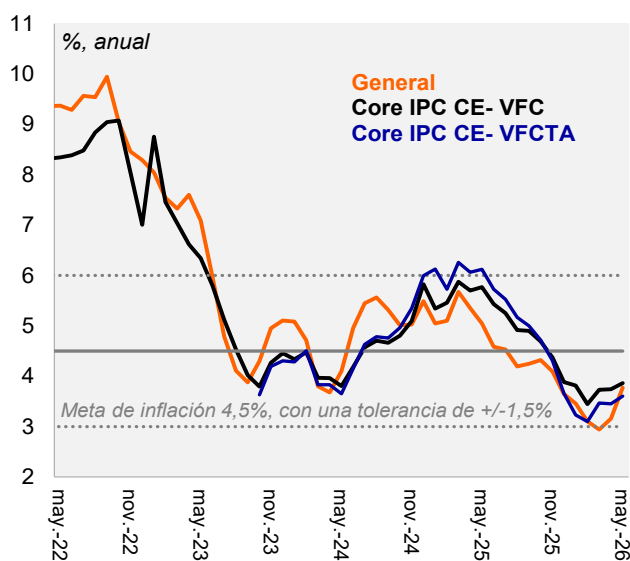
## La inflación toma impulso por alza de combustibles

- ▶ **Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2026 en 1,2%, desacelerándose desde 1,8% en 2025, reflejando principalmente los efectos negativos de la sequía de este año.**
- ▶ **Nuestra proyección de inflación a fines de 2026 se ubica en 4,9%.** Los precios del petróleo y los ajustes de precios internos serán determinantes en los próximos meses.
- ▶ **En materia de política monetaria, esperamos que la tasa de referencia se mantenga en 5,75% durante el resto de 2026, ya que el Banco Central equilibra los riesgos inflacionarios con una actividad interna aún moderada.** No obstante, no puede descartarse una suba de tasas en 2026, dependiendo del grado de traslado de mayores precios del petróleo a la inflación general y —más críticamente— a las expectativas de inflación.

### Se acelera la inflación por mayores precios de combustibles

La inflación subió **0,70% mensual en mayo, frente a 0,11% de hace un año y a una mediana de cinco años de 0,28%**. La principal contribución al alza provino del sector del transporte, que subió 2,87% mensual (+0,31 p.p. de incidencia), impulsado por un aumento de los precios internos de combustibles. Los precios de los alimentos y las bebidas no alcohólicas también aumentaron (+0,56 % mensual; +0,15 p.p. de incidencia), al igual que los de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (+0,73% mensual; +0,10 p.p. de incidencia). Por otro lado, los precios de las frutas cayeron 4,19% mensual y los de las bebidas alcohólicas un 0,17%, lo que compensó parcialmente el aumento del resto de los rubros. Así, la inflación general subió a 3,77% interanual en mayo, frente a 3,16% en abril. Dicho esto, todos los indicadores del IPC se mantienen dentro del rango de tolerancia del BCU (objetivo de 4,5% +/-1,5%).

Inflación anual

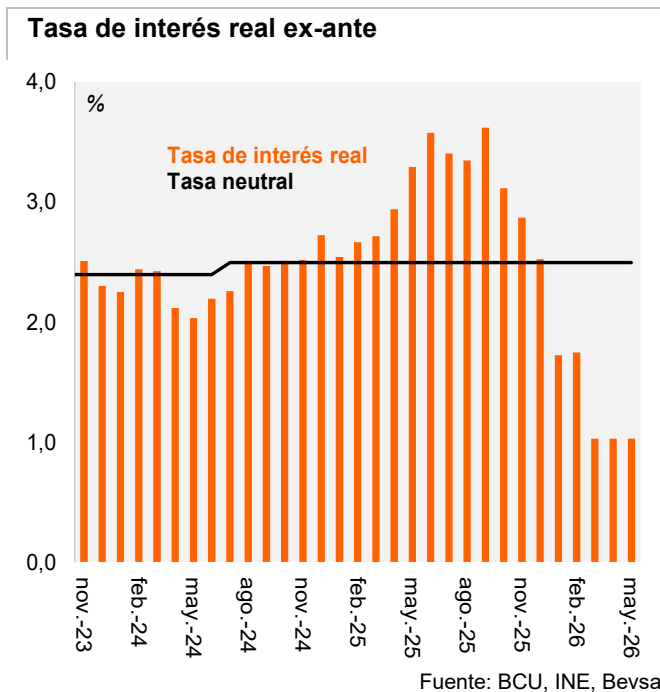


Fuente: INE

### El BCU mantiene tasas en un contexto de incertidumbre global

En su reunión de política monetaria de mayo, el Banco Central del Uruguay (BCU) decidió de forma unánime mantener la tasa de referencia en 5,75%, por segundo mes consecutivo. La inflación y las expectativas de inflación se mantienen alineadas con la meta del BCU (4,5%). Las expectativas promedio a 24 meses se ubican en 4,67%, sin cambios respecto a la reunión anterior y dentro del rango de tolerancia por decimotercer mes consecutivo. En este contexto,

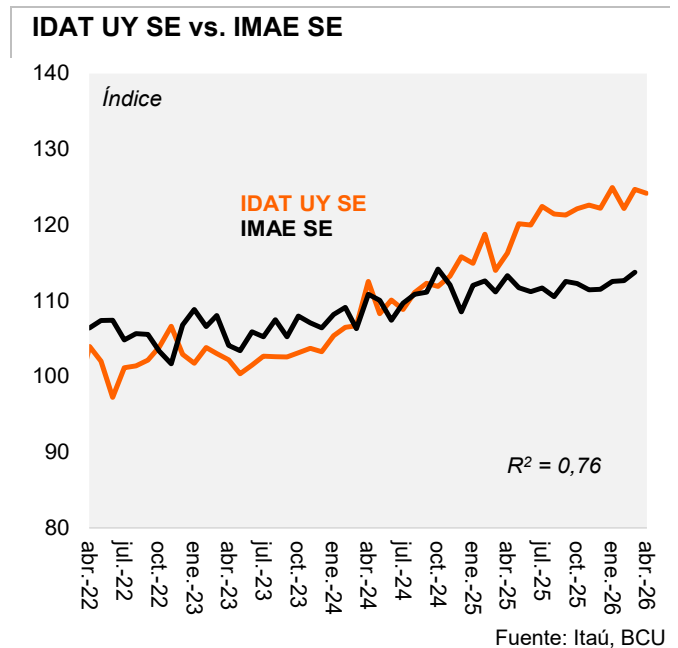
estimamos la tasa de política real ex ante en 1,04%, por debajo de la tasa real neutral estimada por el BCU (2,5%), lo que indica que la postura monetaria sigue siendo expansiva. En cuanto a la actividad, el BCU destacó una recuperación en el primer trimestre de 2026, aunque las perspectivas para el resto del año apuntan a un crecimiento moderado. El conflicto en Medio Oriente mantiene elevados los precios de la energía en un entorno de volatilidad y presiones inflacionarias. Además, las tasas de interés internacionales de largo plazo están subiendo, generando un entorno financiero menos favorable para las economías emergentes. En consecuencia, el Copom concluyó que el balance de riesgos para la inflación se ha inclinado levemente al alza debido a que los precios del petróleo se mantienen en niveles superiores a los previstos en la reunión anterior.



### La actividad creció en el primer trimestre de 2026

El indicador mensual de actividad (IMAE) creció 1,0% mensual desestacionalizado en marzo, lo que llevó a una expansión de 1,1% trimestral desestacionalizada en el primer trimestre de 2026 (desde 0,1% en el cuarto trimestre de 2025). En términos interanuales, el IMAE creció 2,2% en marzo y 0,8% en el primer trimestre de 2026 (0,1% interanual en el cuarto trimestre de 2025). El arrastre estadístico para 2026 se ubicó en 1,1%. Por otro lado, nuestro indicador de actividad (IDAT-UY) se

desaceleró en abril. El índice creció 4,7% interanual, llevando el promedio trimestral a 6,4% interanual, por debajo del 7,8% registrado en el primer trimestre de 2026. En términos desestacionalizados, el IDAT-UY cayó 0,4% mensual en abril. En los tres meses finalizados en abril se observó una desaceleración tanto en servicios como en bienes. Dentro de servicios, los viajes se destacaron como principal motor de crecimiento, mientras que en bienes sobresalieron los vinculados a la salud.



### El déficit fiscal mejora levemente en abril

El déficit fiscal nominal del gobierno central a 12 meses alcanzó 3,9% del PIB en abril de 2026, levemente mejor que el 4,1% de fines de 2025. Los ingresos reales totales crecieron 8,4% interanual en el trimestre cerrado en abril (desde 2,2% en el primer trimestre de 2026). Por el lado del gasto, el gasto primario real aumentó 20,6% interanual, impulsado por salarios y transferencias.

### Riesgos al alza para las tasas de interés

Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 1,2% para 2026, por debajo del 1,8% de 2025, ya que se espera una moderación de la actividad pese al repunte del primer trimestre, mientras que los indicadores adelantados de abril ya muestran pérdida de impulso. Se proyecta una desaceleración adicional tras el shock negativo de oferta causado por la sequía de este año. Más allá del clima, el contexto externo se ha vuelto menos favorable, con mayores

precios de la energía que añaden presión sobre la demanda interna en una economía altamente dependiente de la importación de combustibles.

**Nuestra proyección de inflación para fines de 2026 se mantiene en 4,9%.** Como país importador neto de petróleo, Uruguay sigue siendo particularmente vulnerable a aumentos en los precios del crudo, que se trasladan a los costos de combustible y precios regulados. Desde abril, la inflación ha estado presionada por el aumento en los precios de combustibles, y se espera que estos shocks continúen en los próximos meses. A través de efectos directos y de segunda ronda —incluyendo transporte, logística y alimentos— esta dinámica probablemente mantenga la inflación algo elevada en el corto plazo.

**Esperamos que la tasa de política se mantenga en 5,75% durante 2026, mientras el BCU equilibra los crecientes riesgos inflacionarios con una actividad económica aún moderada.** Sin embargo, el reciente shock petrolero introduce un perfil de riesgos asimétrico: aunque una suba de tasas en el corto plazo no es nuestro escenario base, no puede descartarse un sesgo

contractivo en 2026 si el aumento de los costos de combustibles se transmite más de lo esperado a la inflación general y, especialmente, a las expectativas de mediano plazo.

**Se espera la evolución del fenómeno climático El Niño.** Un aumento significativo de las precipitaciones representaría un riesgo a la baja para 2027, dada la probabilidad de inundaciones y interrupciones en los ciclos de siembra y cosecha, además de daños localizados a cultivos e infraestructura. Las lluvias excesivas también podrían afectar la actividad de la construcción. No obstante, un aumento moderado de las precipitaciones por encima de los promedios históricos sería favorable, apoyando una recuperación de los rendimientos agrícolas tras las severas condiciones de sequía de los últimos años. En definitiva, el impacto neto de El Niño dependerá de la intensidad y distribución de las precipitaciones a lo largo del año.

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

## Uruguay | Proyección

	2022	2023	2024	2025	2026P		2027P	
					Actual	Anterior	Actual	Anterior
<b>Actividad económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	4,6	0,8	3,3	1,8	<b>1,2</b>	1,2	<b>1,5</b>	1,5
PIB nominal - USD mil millones	70,7	78,0	81,3	85,0	<b>92,5</b>	92,3	<b>98,2</b>	98,2
Población (millones de habitantes)	3,5	3,5	3,5	3,5	<b>3,5</b>	3,5	<b>3,5</b>	3,5
PIB per cápita - USD	20.253	22.276	23.174	24.192	<b>26.241</b>	26.202	<b>27.875</b>	27.875
Tasa de Desocupación (promedio anual - %)	7,9	8,3	8,2	7,4	<b>7,6</b>	7,6	<b>7,6</b>	7,6
<b>Inflación</b>								
IPC - %	8,3	5,1	5,5	3,6	<b>4,9</b>	4,9	<b>4,5</b>	4,5
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de referencia - final del año - %	11,50	9,00	8,75	7,50	<b>5,75</b>	5,75	<b>6,50</b>	6,50
<b>Balanza de pagos</b>								
UYU/USD - final del período	39,9	38,9	44,1	39,0	<b>39,5</b>	39,5	<b>40,0</b>	40,0
Balanza comercial registrada - USD mil millones	-0,8	-2,5	-1,5	-0,9	<b>-2,0</b>	-2,0	<b>-1,3</b>	-1,3
Cuenta corriente - % PIB	-3,6	-3,0	-0,8	-0,4	<b>-1,2</b>	-1,2	<b>-0,5</b>	-0,5
Inversión extranjera directa - % PIB	4,1	4,0	-3,2	0,5	<b>1,5</b>	1,5	<b>1,5</b>	1,5
Reservas internacionales - USD mil millones	15,1	16,2	17,4	19,0	<b>19,5</b>	19,5	<b>19,5</b>	19,5
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado Nominal Gob. Central (*) - % del PIB	-3,0	-3,3	-3,4	-4,1	<b>-4,0</b>	-4,0	<b>-3,5</b>	-3,5
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	56,7	58,3	62,3	60,5	<b>61,2</b>	61,2	<b>61,4</b>	61,4

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.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-pt/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.