

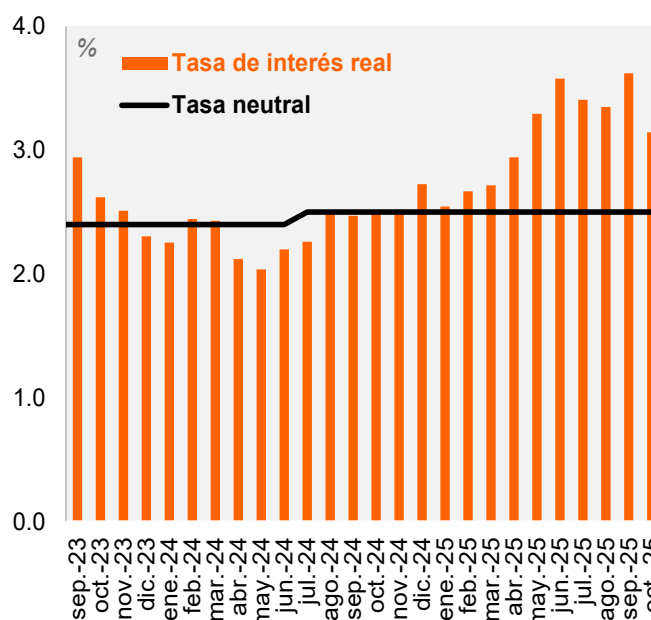
Continúan los recortes en la tasa de política monetaria

- ▶ Mantuvimos nuestro pronóstico de inflación para fin de 2025 en 3,6% y nuestro pronóstico de tipo de cambio en 40,5 UYU/USD para fin de 2025, ayudados por un dólar global más débil.
- ▶ Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 se mantiene en 2,3% a pesar de las señales de una actividad más débil en el margen.

BCU sorprende con un recorte mayor en octubre

El Comité de Política Monetaria del banco central recortó por unanimidad la tasa de política en 50 puntos básicos hasta el 8,25% en octubre, reduciendo la restricción de la postura contractiva de la política monetaria. El comunicado del banco central enfatizó que la política monetaria está ganando credibilidad en el contexto de expectativas de inflación históricamente bajas, destacando particularmente la revisión a la baja de las expectativas de inflación de los empresarios a 5,5% (desde 6,0%), que entró en el rango de tolerancia por primera vez. Así, las expectativas de inflación promedio en el horizonte de política (HP) se ubican en 4,95%, dentro del rango de tolerancia por quinto mes consecutivo. En consecuencia, estimamos la tasa de política real ex ante en 3,14%, por encima del centro de la estimación del rango de tasa real neutral del BCU de 2,5%. Además, el BCU señaló que las proyecciones de actividad económica dentro del HP se redujeron ligeramente debido a la situación regional, aunque se mantienen dentro del potencial. El BCU espera que la inflación esté ligeramente por debajo del pronóstico del trimestre anterior, aunque convergerá hacia la meta en el HP.

Tasa de interés real ex ante



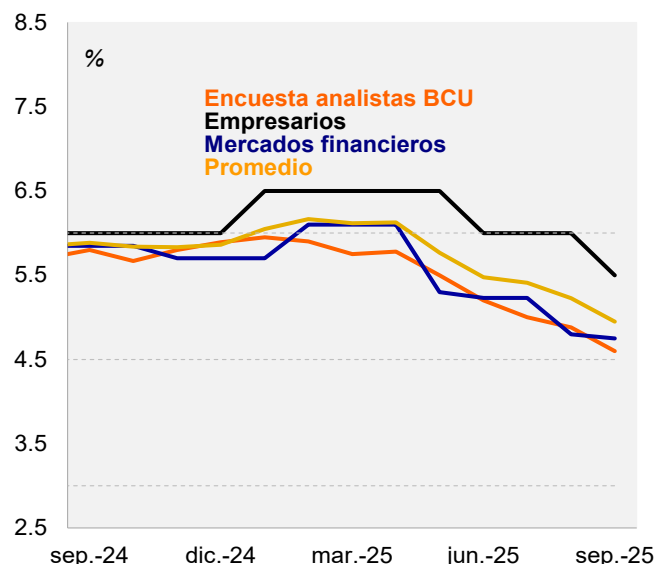
Fuente: BCU, INE, Bevsa

Se trata de reducir las expectativas de inflación

Una sorpresa al alza de la inflación en setiembre. La inflación aumentó 0,42% mensual en setiembre, por encima de nuestro pronóstico y las expectativas del mercado según la encuesta del BCU (0,25% mensual y 0,33% mensual, respectivamente). La sorpresa positiva rompió una serie de sorpresas a la baja de la inflación en los últimos meses. La inflación subyacente (excluyendo frutas y verduras y precios de combustible) aumentó 0,32% mensual, desde 0,34% mensual de setiembre de 2024. En términos interanuales, la inflación general aumentó ligeramente a 4,25% en setiembre (desde 4,20% de agosto), mientras que la subyacente disminuyó a 4,90% desde 4,92% del mes anterior. Ambas lecturas se mantienen dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación de 4,5% $\pm$ 1,5% del Banco Central. Utilizando nuestras propias cifras

desestacionalizadas, la inflación general anualizada a tres meses aumentó a 4,0% en septiembre (frente al 3,5% de agosto), mientras que la inflación subyacente fue de 3,5% (frente a 3,2% del mes anterior). Además de la buena conducta de la inflación interanual, las expectativas de inflación basadas en encuestas siguen convergiendo gradualmente hacia la meta, como se mencionó anteriormente.

Expectativas de inflación a 24 meses



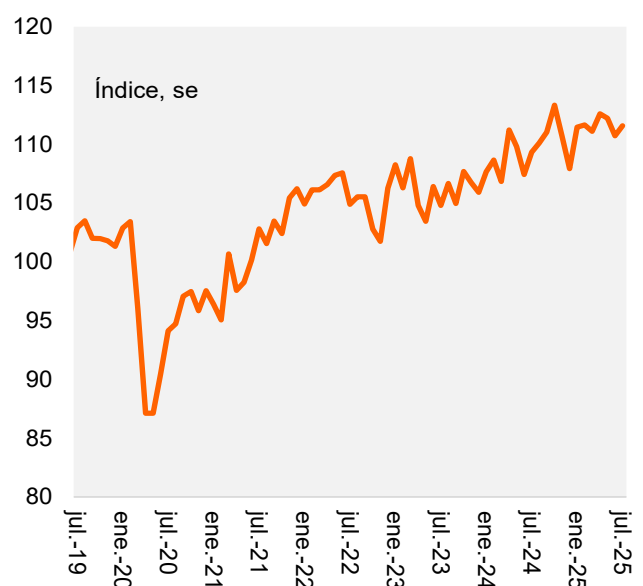
Fuente: BCU, INE, Bevsa

Los indicadores adelantados apuntan a un comienzo más suave para el 3T25

El proxy mensual del PIB (IMAE) del banco central aumentó 1,8% interanual en julio, lo que llevó a una expansión de 2,2% en el trimestre finalizado en julio (2,1% interanual en el 2T25). En términos desestacionalizados, el índice subió 0,8% mensual en julio después de caer 1,3% mensual en junio. Sin embargo, el IMAE cayó 0,3% en términos desestacionalizados en el trimestre finalizado en julio. El arrastre estadístico para 2025 se situó en 2,0%.

Los indicadores de actividad principales se enfriaron. El índice adelantado CERES (ILC) volvió a ser esencialmente plano en septiembre (-0,02% mensual), marcando la primera tasa no positiva del año. La desaceleración inicial y la tasa neutral en setiembre son signos de cierto enfriamiento en la economía. El Índice de Difusión (ID) fue de 43% en setiembre, lo que indica que menos de la mitad de las variables que componen el ILC crecieron.

Índice de actividad (IMAE)



Fuente: BCU

Déficit fiscal mejora en agosto

El déficit fiscal nominal a 12 meses del gobierno central cayó a 3,4% del PIB en agosto de 2025, desde un déficit de 3,7% en julio. Los ingresos reales totales aumentaron 3,8% interanual en el trimestre terminado en agosto (-2,1% en el 2T25). Por el lado del gasto, el gasto primario real aumentó 3,7% interanual, impulsado por el gasto no personal, que aumentó 7,4% en el trimestre finalizado en agosto. Teniendo en cuenta la previsión de déficit fiscal incluida en el proyecto de presupuesto recientemente enviado, que prevé un déficit de 4,1% del PIB para fin de año, los datos recientes fueron mejores de lo esperado. Dicho esto, no podemos descartar una aceleración del gasto en el 4T25.

Más recortes este año

Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 se sitúa en 2,3%, a pesar de las señales de una actividad más débil en el margen. Mantuvimos nuestro pronóstico de inflación para fin de 2025 en 3,6% en medio de un UYU más fuerte.

Mantuvimos nuestro pronóstico de tipo de cambio en 40,5 UYU/USD para fin de 2025 dado un dólar global persistentemente más débil.

Ahora esperamos que el BCU reduzca la tasa de política a 7,75% para fines de 2025, por debajo del 8,0% en nuestro escenario anterior. Sin embargo, mantuvimos nuestra tasa de política monetaria para fin de 2026 en 7,25%, suponiendo que las expectativas de inflación caigan aún más hacia la meta.

Andrés Pérez M.
Diego Ciongo
Soledad Castagna

Uruguay | Proyección

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P	
						Actual	Anterior	Actual	Anterior
Actividad económica									
Crecimiento real del PIB - %	-7.4	5.6	4.8	0.7	3.1	2.3	2.3	1.8	1.8
PIB nominal - USD mil millones	53.6	60.7	70.7	78.0	81.3	85.1	85.1	91.0	90.9
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	15,426	17,424	20,253	22,282	23,174	24,199	24,193	25,828	25,798
Tasa de Desocupación (promedio anual - %)	10.4	9.3	7.9	8.3	8.2	7.8	7.8	7.6	7.6
Inflación									
IPC - %	9.4	8.0	8.3	5.1	5.5	3.6	3.6	4.5	4.5
Tasa de interés									
Tasa de referencia - final del año - %	4.50	5.75	11.50	9.00	8.75	7.75	8.00	7.25	7.25
Balanza de pagos									
UYU/USD - final del período	42.35	44.69	39.9	38.9	44.1	40.5	40.5	41.0	41.0
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	-0.2	-0.2	-0.2
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
Finanzas públicas									
Resultado Nominal Gob. Central (*) - % del PIB	-5.8	-4.2	-3.0	-3.3	-3.4	-4.1	-4.1	-4.0	-4.0
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	61.3	58.5	58.2	58.5	57.2	61.5	61.5	61.4	61.4

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.itaui.com.br/atenda-itaui/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.