

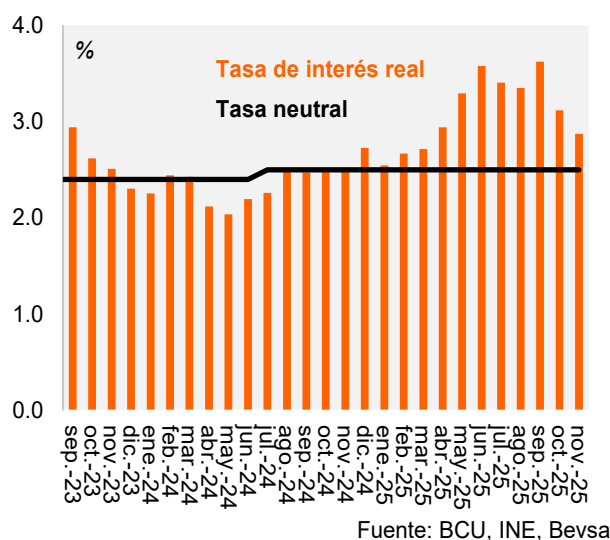
La política monetaria sigue cayendo hacia la instancia neutral

- ▶ Hemos revisado nuestra previsión de IPC para el cierre de 2025 desde 3,6% en nuestro escenario anterior hasta 3,9%, debido a datos mayores a lo esperado en el margen. Sin embargo, hemos mantenido nuestra previsión para el cierre de 2026 en 4,5%, en línea con el objetivo del Banco Central de Uruguay (BCU).
- ▶ El comité de política monetaria redujo la tasa de política monetaria en 25 puntos básicos, hasta 8,00% en noviembre. Esperamos que el Banco Central de Uruguay reduzca la tasa de política monetaria en otros 25 puntos básicos en diciembre. Para el cierre de 2026, preveemos que la tasa de política monetaria se sitúe en 7,25%, asumiendo que las expectativas de inflación sigan cayendo hasta el objetivo.
- ▶ Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 se mantiene en 2,3%, a pesar de los indicios de una menor actividad marginal. Para 2026, esperamos un crecimiento del PIB de 1,8%.

El BCU recortó la tasa de política monetaria, acercándose al nivel neutral

El Comité de Política Monetaria (Copom) del banco central recortó por unanimidad la tasa de política monetaria en 25 puntos básicos (p.b.), hasta 8,00% en noviembre, reduciendo el ritmo de la reunión anterior (-50 p.b.). La declaración del banco central reiteró que la política monetaria está ganando credibilidad en medio de expectativas de inflación históricamente bajas. Las proyecciones de inflación a corto plazo se mantienen estables en comparación con la anterior reunión del Copom. Las expectativas de inflación media para el horizonte de política monetaria (24 meses) se sitúan en 4,98% (4,95% en la reunión anterior), lo que se encuentra dentro del rango de tolerancia por sexto mes consecutivo. En consecuencia, estimamos que la tasa de política real ex ante es de 2,87%, algo por encima de la estimación de la tasa real neutral del BCU, que es de 2,5%.

Tasa de interés real ex-ante

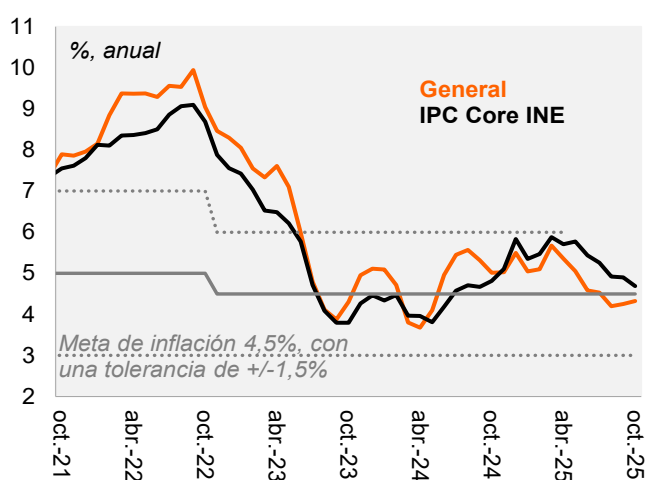


Inflación superior a la prevista en octubre

La inflación aumentó un 0,40% mensual en octubre (desde 0,33% de hace un año y una mediana quinquenal de +0,55%). La cifra superó nuestras previsiones y las expectativas del mercado según la encuesta de la BCU (0,24% mensual y 0,30% mensual, respectivamente). El principal impacto mensual en octubre provino de los precios de los alimentos y las bebidas no alcohólicas, que subieron un 0,85% mensual debido al aumento de los precios de la carne y las frutas. Por otro lado, los precios de la vestimenta y el

calzado subieron un 2,07% debido al inicio de la temporada primavera-verano. En términos interanuales, la inflación general subió hasta 4,32% en octubre (desde 4,25% de septiembre), mientras que la subyacente descendió hasta 4,69% desde 4,90% del mes anterior. Cabe señalar que ambas lecturas se mantienen dentro del rango de tolerancia del Banco Central para su objetivo de inflación del $4,5\% \pm 1,5\%$. La inflación general acumulada en el año alcanza el 3,60%.

Inflación anual



Fuente: INE

Varios indicios apuntan a una desaceleración de la actividad en el margen

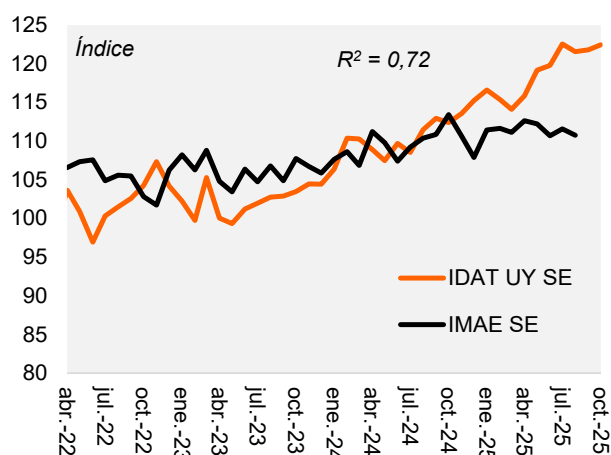
El indicador mensual de actividad (IMAE) del banco central subió un 0,2% interanual en agosto, lo que supuso una expansión del 1,6% en el trimestre que finalizó en agosto (2,1% interanual en el segundo trimestre de 2025). En términos secuenciales, el índice cayó un 0,8% mensual/desestacionalizado (SE) en agosto, tras aumentar un 0,8% mensual/desestacionalizado en julio. Así, el IMAE cayó un 0,9% trimestral/SE en el trimestre que finalizó en agosto. El arrastre estadístico para 2025 se situó en el 1,8%.

El índice adelantado CERES (ILC) se mantuvo sin cambios en octubre (0,0%). La desaceleración y esta

tasa neutral en octubre son señales de un cierto enfriamiento de la economía. El índice de difusión fue del 50% en octubre, lo que indica que solo la mitad de las variables que componen el ILC mostraron crecimiento.

Por su parte, nuestro propio indicador de actividad se desaceleró marginalmente en el trimestre que finalizó en octubre. El índice IDAT UY aumentó 0,5% mensual en octubre, pero se mantuvo sin cambios en el trimestre que finalizó en octubre (0,0% trimestral/SE). Observamos señales mixtas tanto en bienes como en servicios. El IDAT – Bienes aumentó 0,7% trimestral/SE, acelerándose en comparación con el crecimiento de 0,1% trimestral/SE registrado en el tercer trimestre de 2025. Por otro lado, el índice IDAT – Servicios disminuyó 0,9% trimestral/SE, en comparación con el crecimiento de 0,5% trimestral/SE registrado en el tercer trimestre de 2025. En términos interanuales (serie no ajustada estacionalmente), el índice IDAT UY creció 8,9% en octubre y 8,6% en el trimestre que finalizó en octubre. Para más detalles, consulte nuestro informe [aquí](#).

IDAT UY SE vs. IMAE SE



Fuente: Itau, BCU

El déficit fiscal aumentó en septiembre

El déficit fiscal nominal del gobierno central-BPS en los últimos 12 meses alcanzó 3,6% del PIB a

septiembre de 2025, frente al déficit de 3,4% registrado en agosto. Los ingresos reales totales aumentaron 4,1% interanual en el tercer trimestre de 2025 (-2,1% en el segundo trimestre de 2025). En cuanto al gasto, el gasto primario real aumentó 3,0% interanual, impulsado por las pensiones y las transferencias sociales (3,3% interanual y 4,7% interanual, respectivamente). Los datos coincidieron con la previsión de déficit fiscal incluida en el proyecto de presupuesto, que prevé un déficit de 4,1% del PIB para finales de año.

Más recortes de tasas por delante

Hemos revisado nuestra previsión del IPC para finales de 2025 de 3,6% en nuestro escenario anterior a 3,9%, debido a unas lecturas superiores a las previstas. Sin embargo, hemos mantenido nuestra previsión para finales de 2026 en 4,5%, en línea con el objetivo del BCU, respaldado por un UYU fuerte.

Esperamos que el BCU recorte la tasa de política monetaria en 25 puntos básicos en la próxima reunión, prevista para el 23 de diciembre, situándola en 7,75%. Mantenemos nuestra previsión de la tasa de política monetaria para el cierre del ejercicio 2026 en 7,25%, suponiendo que las expectativas de inflación sigan cayendo hasta alcanzar el objetivo.

Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 se sitúa en 2,3%, a pesar de los indicios de una menor actividad marginal. Seguimos esperando un crecimiento del PIB de 1,8% en 2026, respaldado por el consumo privado en medio de los efectos secundarios del ajuste macroeconómico en Argentina.

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	85.2	85.1	91.2	91.0
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	24,227	24,199	25,888	25,828
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	3.9	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	7.75	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.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.