

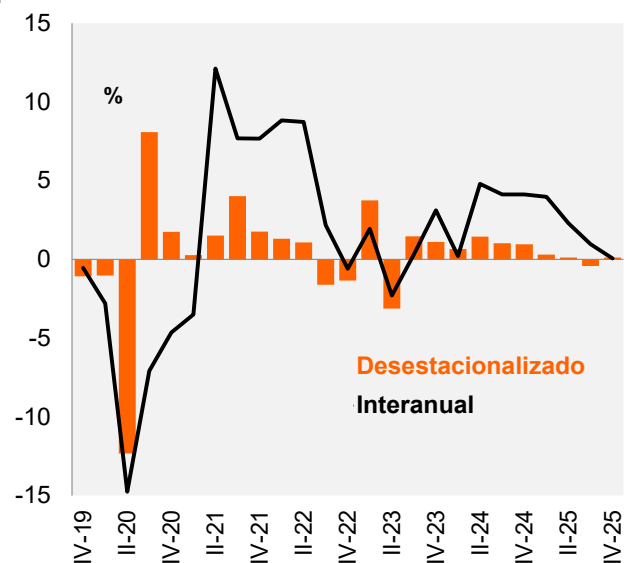
Se intensifican los riesgos externos, mientras la inflación se mantiene estable

- ▶ Revisamos a la baja nuestra proyección de crecimiento del PIB para fines de 2026 a 1,2% (desde 1,5%), reflejando un arrastre estadístico negativo (-0,1%) y mayores riesgos a la baja derivados del impacto de la sequía sobre la cosecha de soja.
- ▶ Nuestra proyección de inflación para fines de 2026 se mantiene sin cambios en 4,5%. En materia de política monetaria, ahora esperamos que el BCU haga una pausa en el ciclo de flexibilización, dadas las condiciones del entorno internacional y un panorama inflacionario más balanceado. Hacia 2027, anticipamos el inicio de un ciclo de endurecimiento, a medida que las condiciones se normalicen y la actividad muestre un dinamismo algo mayor. No descartamos una suba de tasas más adelante este año, dependiendo del impacto de precios del petróleo más elevados sobre la inflación y, sobre todo, sobre las expectativas.
- ▶ Uruguay es un importador neto de combustibles, por lo que un aumento prolongado en los precios del Brent podría afectar sus cuentas externas.

La actividad se expandió en el margen en el 4T25

El PIB creció 0,1% interanual en el cuarto trimestre de 2025, desacelerándose desde el 1,0% interanual registrado en el tercer trimestre de 2025. En términos trimestrales desestacionalizados, utilizando la serie del Banco Central, el PIB aumentó 0,1% en el cuarto trimestre, superando al proxy mensual de actividad, que había señalado una contracción de 0,6% trimestral desestacionalizada. Así, el PIB se expandió 1,8% en 2025, por debajo del crecimiento de 3,3% observado en 2024, dejando un arrastre estadístico negativo (-0,1%) para 2026. El indicador Líder publicado por Ceres cayó 0,1% mensual desestacionalizado en febrero, marcando la primera baja en dos años. En contraste, nuestro indicador de actividad (IDAT-UY) ganó impulso en el primer trimestre de 2026, creciendo 7,7% interanual, frente a 7,1% en el trimestre previo, lo que señala resiliencia en el consumo. La actividad vinculada a bienes mantuvo un ritmo sólido, con el componente de bienes del IDAT expandiéndose 7,0% interanual en términos reales, moderándose levemente respecto al 7,5% del trimestre anterior. Los servicios emergieron como el principal motor de crecimiento, con el componente de servicios del IDAT acelerándose a 7,3% interanual en el primer trimestre de 2026, una mejora frente al 6,2% observado en el cuarto trimestre de 2025.

PIB

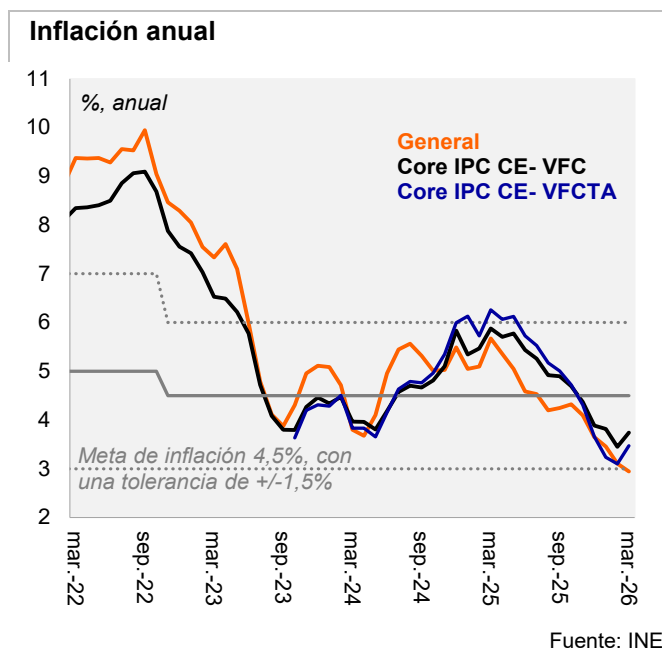


Fuente: BCU

Sorpresa alcista liderada por servicios, inflación en niveles históricamente bajos

La inflación aumentó 0,41% mensual en marzo, por encima de nuestra proyección (0,2% mensual), pero por debajo de la mediana de la encuesta del BCU (0,5% mensual). El principal impulso del mes provino educación que aumentaron cerca de 3% mensual

(incidencia de 0,12 puntos porcentuales), reflejando el efecto estacional del inicio del año lectivo. Además, transporte, cuyos precios aumentaron 0,94% mensual (con una contribución de 0,10 puntos porcentuales), en línea con la reciente depreciación del UYU, parcialmente compensada por menores precios de los combustibles. En contraste, los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas cayeron 0,05% mensual, liderados por menores precios de frutas y verduras, aportando un impulso desinflacionario significativo. La inflación núcleo (IPC CE VFC), que excluye frutas y verduras y combustibles, aumentó 0,63% mensual en marzo. En términos interanuales, todas las métricas de inflación continúan cercanas al límite inferior del rango de tolerancia de la meta del 4,5% ($\pm 1,5\%$), con la inflación general ubicándose ahora por debajo del piso del rango. La inflación interanual descendió a 2,94% en marzo, desde 3,46% en febrero, marcando un nuevo mínimo histórico.



Un balance de riesgos inflacionarios más equilibrado refuerza una postura de cautela

En su reunión de política monetaria de marzo, el Comité de Política Monetaria del BCU dispuso un recorte de 75 puntos básicos, llevando la tasa de política monetaria a 5,75%. El comunicado posterior destacó que tanto la inflación como las expectativas inflacionarias permanecen bien ancladas, mientras que los indicadores recientes de actividad sorprendieron a la baja, justificando la continuidad de una postura monetaria expansiva. Las expectativas de inflación a 24 meses descendieron a 4,67%, desde 4,79% en la

reunión previa, manteniéndose dentro del rango de tolerancia por noveno mes consecutivo. En base a estas expectativas, estimamos una tasa de interés real ex-ante de 1,04%, claramente por debajo de la tasa real neutral estimada por el BCU (2,5%), lo que confirma el sesgo expansivo de la política monetaria. En el frente externo, el BCU señaló riesgos inflacionarios al alza asociados a precios del petróleo más elevados, en un contexto de renovadas tensiones vinculadas al conflicto en medio oriente y su posible traslado a los precios domésticos. En conjunto, el Comité evaluó que los riesgos inflacionarios se han vuelto más equilibrados, lo que sugiere un enfoque más prudente a medida que el ciclo de flexibilización se aproxima a su madurez.

Perspectivas de crecimiento más débiles

Revisamos a la baja nuestra proyección de crecimiento del PIB para fines de 2026 a 1,2%, desde 1,5% previamente, reflejando un arrastre estadístico negativo (-0,1%) y mayores riesgos a la baja asociados al impacto de la sequía sobre la cosecha de soja. El panorama de crecimiento se volvió más desafiante, con posibles efectos de arrastre desde el sector agropecuario que probablemente pesen sobre el dinamismo de la actividad en los próximos trimestres.

Nuestra proyección de inflación para fines de 2026 se mantiene en 4,5%, en línea con la meta del BCU. En materia de política monetaria, ahora esperamos que el BCU pause el ciclo de recortes, dada la mayor complejidad del entorno externo y un panorama inflacionario más equilibrado. De cara a 2027, anticipamos el inicio de un ciclo gradual de endurecimiento, a medida que las condiciones globales se normalicen y la actividad doméstica gane tracción, traduciéndose en presiones de demanda algo más firmes. No obstante, no descartamos una suba de tasas este mismo año, dependiendo del impacto de precios del petróleo más elevados sobre la inflación y, especialmente, sobre las expectativas inflacionarias.

Los precios de la energía continúan siendo una vulnerabilidad clave. Uruguay es un importador neto de combustibles (aproximadamente USD 1.500 millones anuales), lo que deja expuestas las cuentas externas a un aumento prolongado de los precios internacionales del petróleo. Proyectamos ahora un déficit comercial de USD 2.000 millones en 2026, frente a USD 1.000 millones en el escenario anterior, reflejando también el impacto de la sequía sobre la cosecha de soja.

Andrés Pérez M.
Diego Ciongo
Soledad Castagna

Uruguay | Proyección

	2022	2023	2024	2025	2026P		2027P	
					Actual	Anterior	Actual	Anterior
Actividad económica								
Crecimiento real del PIB - %	4,8	0,7	3,1	1,8	1,2	1,5	1,5	1,5
PIB nominal - USD mil millones	70,7	78,0	81,3	85,0	93,6	94,0	97,7	98,1
Población (millones de habitantes)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
PIB per cápita - USD	20.253	22.282	23.174	24.179	26.552	26.673	27.721	27.838
Tasa de Desocupación (promedio anual - %)	7,9	8,3	8,2	7,4	7,6	7,6	7,6	7,6
Inflación								
IPC - %	8,3	5,1	5,5	3,6	4,5	4,5	4,5	4,5
Tasa de interés								
Tasa de referencia - final del año - %	11,50	9,00	8,75	7,50	5,75	5,50	6,50	5,50
Balanza de pagos								
UYU/USD - final del período	39,9	38,9	44,1	39,0	39,5	39,5	40,0	40,0
Balanza comercial registrada - USD mil millones	-0,8	-2,5	-1,4	-0,9	-2,0	-1,0	-1,3	-1,0
Cuenta corriente - % PIB	-3,7	-3,4	-1,0	-0,4	-1,2	-0,2	-0,5	-0,2
Inversión extranjera directa - % PIB	4,5	5,5	2,0	0,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Reservas internacionales - USD mil millones	15,1	16,2	17,4	19,0	19,5	19,5	19,5	19,5
Finanzas públicas								
Resultado Nominal Gob. Central (*) - % del PIB	-3,0	-3,3	-3,4	-4,1	-4,0	-4,0	-3,5	-3,5
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	58,2	58,5	57,2	60,5	61,2	61,7	61,4	61,9

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.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.itaubr.com.br/atenda-itaubr/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.