

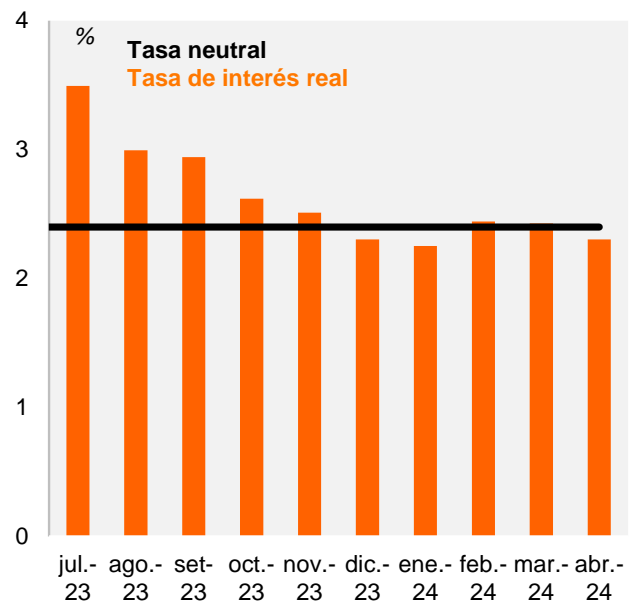
## Mejora de las perspectivas

- ▶ Un comienzo de año mejor de lo previsto nos llevó a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2024, hasta 3,5%, desde 3,0% anterior. La solidez del mercado laboral y el menor gasto en el exterior darían soporte para el consumo interno.
- ▶ Revisamos sustancialmente a la baja nuestra previsión de inflación para 2024, hasta 5,50% desde 6,50% de nuestro escenario anterior, como consecuencia de las sorpresas a la baja del 1T24 y de un UYU más fuerte de lo esperado. De hecho, también revisamos nuestra proyección de tipo de cambio para fines de 2024, situándolo en 39,50 UYU/USD, frente a los 40,50 UYU/USD de nuestro escenario previo.
- ▶ Tras un recorte total de 300 puntos básicos en el ciclo de flexibilización, no esperamos más recortes de tasas este año. Sin embargo, no podemos descartar nuevos recortes en el futuro si la inflación sigue una trayectoria benigna o si las expectativas de inflación a medio plazo siguen corrigiéndose hacia el objetivo del BCU.

## El banco central realizó un recorte inesperado en abril

En la segunda reunión de política monetaria del año, el Comité de Política Monetaria del Banco Central recortó la tasa de interés de referencia en 50 puntos básicos, hasta 8,50%. La decisión de flexibilizar 50 pb fue una sorpresa con respecto a nuestra estimación y a la encuesta de Bloomberg, teniendo en cuenta que el BCU parecía haber cerrado el ciclo de flexibilización en diciembre de 2023 con un recorte de 25 pb y manteniendo la tasa de política en 9% en la primera reunión del año, en febrero de 2024. Así, el BCU ha recortado un total de 300 puntos básicos en el ciclo. Estimamos que la tasa de interés real ex ante se situó en abril en 2,3% (utilizando las expectativas para el horizonte de la política monetaria), ligeramente por debajo de la estimación de tasa real neutral del BCU de 2,4%. Esto, desplaza la política monetaria hacia un terreno expansivo, incluso cuando las expectativas de inflación se mantienen por encima del rango meta de inflación del BCU del 3%-6%. En nuestra opinión, el BCU podría estar dando prioridad a los datos de inflación anteriores y a un fortalecimiento de la moneda frente a la preocupación por las expectativas de inflación por encima del objetivo.

## Tasa de interés real ex ante

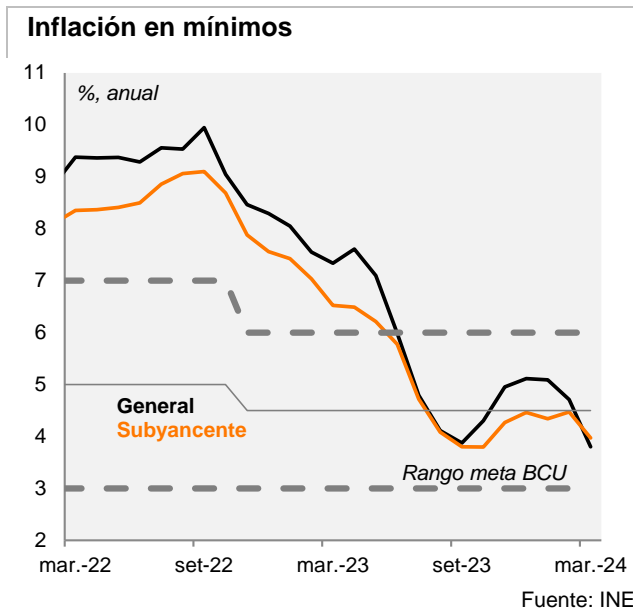


Fuente: BCU, INE, Bevsa

## La inflación alcanza niveles mínimos

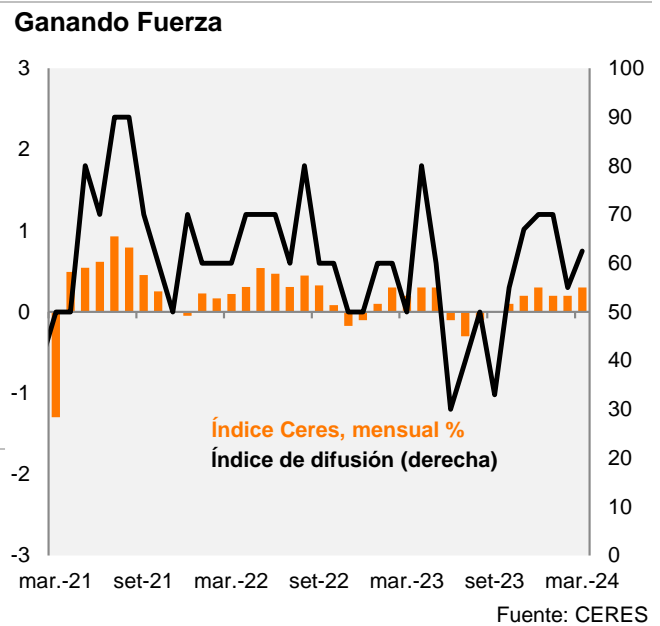
La inflación general fue de 0,02% mensual en marzo (frente al 0,90% de hace un año y la mediana de 5 años, también del 0,90%). La cifra refleja principalmente el descenso de los precios de la carne (-1,7% mensual), las frutas (-3,18%) y los bienes durables, afectados sobre todo por la apreciación del UYU durante el mes. Por otra parte,

los costos de la enseñanza y los precios del gas natural compensaron la presión a la baja. La inflación subyacente (excluidas las frutas y hortalizas y los precios de los combustibles) también se mantuvo prácticamente plana en marzo (-0,04% mensual; desde el 0,48% mensual de marzo de 2023). En términos interanuales, la inflación general descendió hasta 3,80% desde 4,71% de febrero, mientras que la subyacente se redujo hasta 3,97%, desde el 4,47% del mes anterior. Observamos que ambas lecturas se mantienen por debajo del centro del rango objetivo de inflación del banco central del 3%-6%.



## La actividad empezó el año con el pie derecho según los indicadores adelantados

**Los primeros indicios apuntan a un comienzo de año positivo para la actividad económica.** El indicador adelantado mensual del PIB (IMAE) del banco central aumentó un 1,4% interanual en el trimestre finalizado en enero, tras una expansión del 2,0% en el 4T23. En términos secuenciales, el índice creció un 0,8% mensual en enero, tras caer un 0,8% en diciembre. Por otro lado, el indicador adelantado de actividad publicado por Ceres aumentó un 0,3% mensual en marzo, lo que supone la sexta expansión mensual consecutiva. El índice de difusión (número de sectores que evolucionan favorablemente) se situó en el 62,5% en marzo, frente al 55% de febrero. En nuestra opinión, la solidez del mercado laboral (el empleo aumentó 1,4 puntos porcentuales interanuales y los salarios reales crecieron un 3,7% interanual en febrero) y una temporada turística positiva explican la favorable evolución de la actividad.



## El gasto primario vuelve a contraerse

**El déficit fiscal nominal a 12 meses de la Administración central aumentó ligeramente hasta 3,4% del PIB en febrero de 2024, frente al 3,3% de finales de 2023.** Éste indicador del saldo fiscal excluye los ingresos extraordinarios del organismo de seguridad social (transferencias de activos de particulares que pasan del sistema privado de pensiones al sistema público de pensiones). Los ingresos reales totales aumentaron un 5,8% interanual en el trimestre finalizado en febrero (frente al 4,0% del mes anterior), en consonancia con la recuperación de la actividad económica. Por otro lado, el gasto primario disminuyó 4,5% interanual en términos reales, impulsado por la reducción de los gastos no personales y de capital (-8% en el trimestre finalizado en enero).

## El punto ideal: Mayor crecimiento y menor inflación

**Revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2024 hasta 3,5% desde 3,0% en nuestro escenario anterior, a la luz de las cifras positivas del 1T24.** Si bien la normalización de la actividad agrícola tras la grave sequía de 2023 respalda la recuperación, también prevemos un año sólido para el crecimiento del consumo impulsado por la situación del mercado laboral y el mayor gasto previsto en turismo interno, que a su vez refleja principalmente los efectos indirectos de la apreciación del tipo de cambio paralelo en Argentina.

**Revisamos nuestra previsión de inflación para diciembre de 2024 hasta 5,50% desde 6,50% anterior, debido principalmente a las sorpresas a la baja del 1T24 y a un UYU más fuerte de lo esperado.** De hecho, también revisamos nuestra previsión de tipo de cambio para finales de 2024 a 39,50 UYU/USD desde los 40,50 UYU/USD de nuestro escenario anterior.

**Mantenemos nuestra estimación de tasa de política monetaria en 8,50% para fines de 2024, aunque llegamos a este nivel antes de lo previsto (anteriormente esperábamos este nivel para la segunda mitad del año).** Aunque no esperamos nuevos recortes en 2024, el BCU podría recortar más

si la inflación sigue comportándose bien o si las expectativas de inflación siguen corrigiéndose hacia el objetivo de inflación del BCU.

**Mantenemos nuestra proyección de déficit fiscal para 2024 en el -3,0% del PIB, en línea con las previsiones del Ministerio de Economía.** La disciplina del Gobierno en la gestión fiscal a lo largo de los años respalda nuestra estimación.

**Andrés Pérez M.  
Diego Ciongo**

## Uruguay | Proyección

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P	
							Actual	Anterior	Actual	Anterior
<b>Actividad económica</b>										
Crecimiento real del PIB - %	0,2	0,7	-6,3	5,3	4,9	0,4	<b>3,5</b>	3,0	<b>3,0</b>	3,0
PIB nominal - USD mil millones	65,3	62,1	53,7	61,4	71,3	77,3	<b>84,4</b>	86,1	<b>91,7</b>	90,8
Población (millones de habitantes)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	<b>3,6</b>	3,6	<b>3,6</b>	3,6
PIB per cápita - USD	18.630	17.650	15.221	17.324	20.058	21.665	<b>23.589</b>	24.058	<b>25.550</b>	25.308
Tasa de Desocupación (promedio anual - %)	8,4	8,9	10,4	9,3	7,9	8,3	<b>8,0</b>	8,0	<b>7,8</b>	7,8
<b>Inflación</b>										
IPC - %	8,0	8,8	9,4	8,0	8,3	5,1	<b>5,5</b>	6,5	<b>5,5</b>	6,0
<b>Tasa de interés</b>										
Tasa de referencia - final del año - %	8,25	8,57	4,50	5,75	11,50	9,00	<b>8,50</b>	8,50	<b>8,00</b>	8,00
<b>Balanza de pagos</b>										
UGY/USD - final del período	32,40	37,35	42,35	44,69	39,9	38,9	<b>39,5</b>	40,3	<b>41,5</b>	42,0
Balanza comercial registrada - USD mil millones	-0,8	-0,1	-0,2	0,0	-0,8	-2,5	<b>1,0</b>	1,0	<b>1,0</b>	1,0
Cuenta corriente - % PIB	-0,5	1,2	-0,8	-2,5	-3,9	-3,6	<b>-1,0</b>	1,0	<b>-1,0</b>	1,0
Inversión extranjera directa - % PIB	-1,1	2,2	1,9	2,4	4,5	5,5	<b>2,0</b>	2,0	<b>1,5</b>	1,5
Reservas internacionales - USD mil millones	15,6	14,5	16,2	17,0	15,1	16,2	<b>18,0</b>	18,0	<b>18,5</b>	18,5
<b>Finanzas públicas</b>										
Resultado Nominal Gob. Central (*) - % del PIB	-1,9	-4,0	-5,8	-4,2	-3,0	-3,3	<b>-3,0</b>	-3,0	<b>-2,7</b>	-2,7
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	45,0	45,1	48,0	61,2	58,5	58,3	<b>55,0</b>	55,2	<b>52,0</b>	53,4

Fuente: FMI, Haver, Bloomberg, BCU, Itaú.

(\*) Excluidos los ingresos extraordinarios al Fondo Fiduciario de la Seguridad Social por efecto

## Estudio macroeconómico - Itaú

### Mario Mesquita – Economista Jefe

To access our reports and forecast visit our 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.