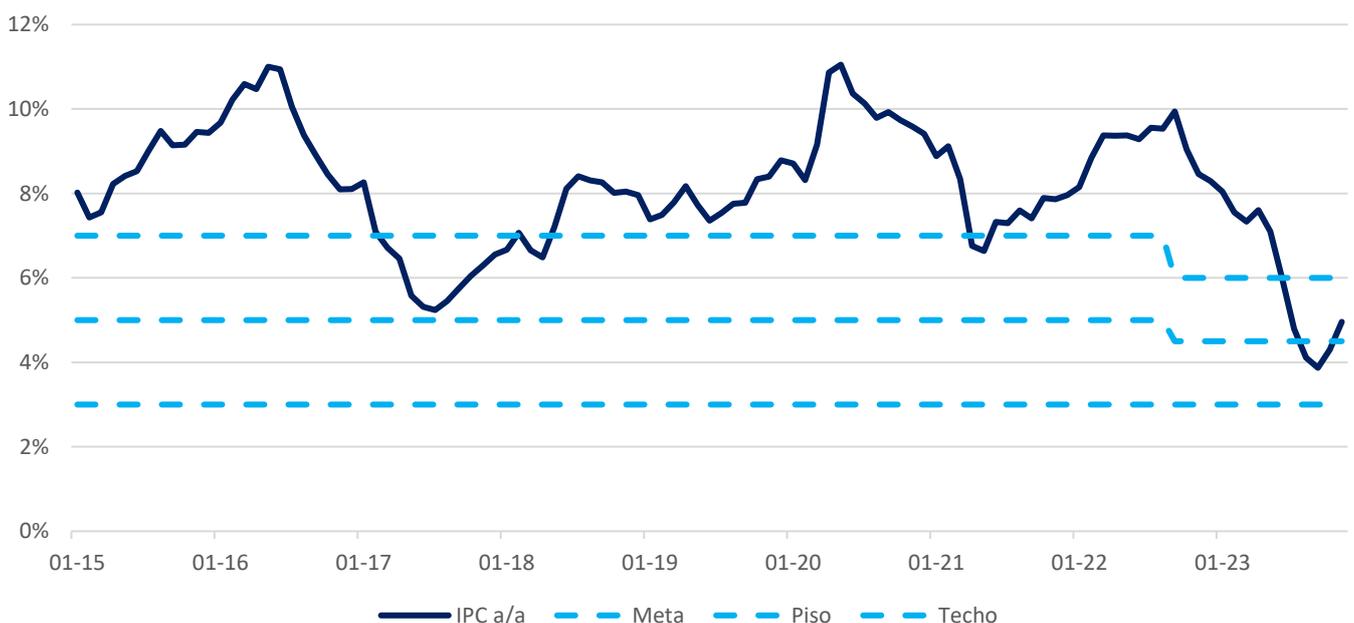


ESTRATEGIA URUGUAY

Mientras nos despedimos de 2023 y nos preparamos para un breve descanso de verano, es un momento oportuno para reflexionar y planificar el próximo año. 2024 se presenta con la promesa de ser, por falta de una mejor palabra, entretenido. Una serie de eventos significativos están programados para marcar el año, potencialmente estableciendo nuevos estándares. El anticipado cambio de paradigma bajo el nuevo liderazgo de Argentina, combinado con las elecciones presidenciales nacionales en octubre y las de Estados Unidos en noviembre, podrían potencialmente alterar el equilibrio actual. Al mismo tiempo, el sector agroexportador se esfuerza por recuperarse de los impactos de la sequía mientras tiene esperanzas en el resurgimiento económico de China. Reflexionando sobre el año pasado, presentó una mezcla de logros y desafíos. Los indicadores clave variaron notablemente entre la primera y la segunda mitad. La economía inicialmente se contrajo, pero mostró signos de recuperación en el tercer trimestre. La inflación, que había estado disminuyendo constantemente, ha mostrado recientemente signos de resurgimiento, lo que presenta nuevos desafíos al banco central. El resultado fiscal empeoró en octubre, tema que va a seguir siendo de discusión y debate durante el año, especialmente contra un gobierno que aboga por la prudencia fiscal y el cuidado de los fondos públicos. El empleo y el crecimiento de los salarios en se recuperaron de forma relevante en el año, fortaleciendo la búsqueda de la reelección del gobierno, incluso en ausencia de un candidato destacado. Recomendamos un cambio en las preferencias de deuda en moneda local, pasando de los títulos nominales a los vinculados a la inflación, ya que se espera que esta aumente y luche por mantenerse dentro del objetivo. La mayor duración de los bonos vinculados a la inflación se favorecería de posibles recortes de tasas, y podría proporcionar un colchón de volatilidad ante resultados electorales no deseados.

Anexo 1. La inflación aumentó en noviembre.

Inflación acumulada 12 meses y rango meta

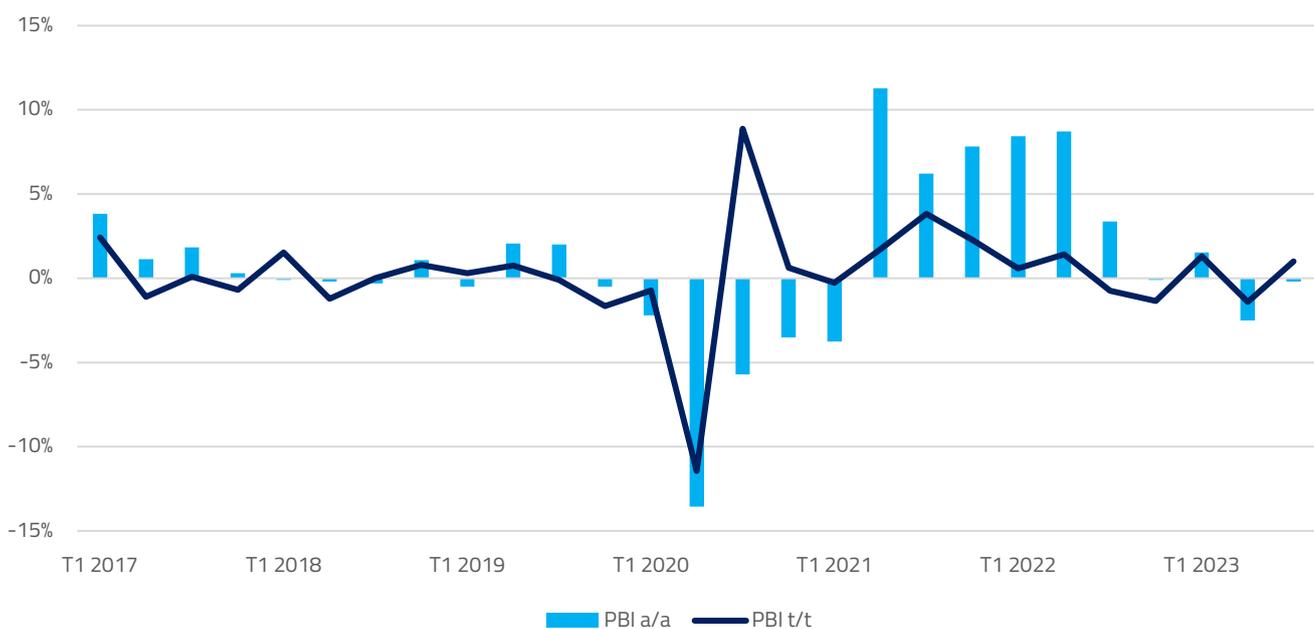


Fuente: INE

Se espera que la inflación cierre el año en los niveles más bajos desde 2005. Después de caer al 3.9% interanual en septiembre, la inflación se acercó al 5% en noviembre. El aumento de precios del mes pasado del 0.34% mensual se alineó con las predicciones de los analistas. De manera similar, la inflación subyacente subió un 0.31% mensual, acumulando un aumento del 4.26% en el último año. Esta tendencia sugiere que el manejo de la inflación ha sido un gran logro para el gobierno actual. Varios factores han llevado la inflación hacia esta cifra de fin de año de alrededor del 5%. La política monetaria del Banco Central de Uruguay (BCU) en los últimos 18 meses ha sido un factor crítico, a pesar de enfrentar críticas de la oposición y del sector exportador, el BCU mantuvo su curso, obteniendo resultados más rápidos de lo anticipado. La tasa de política monetaria escaló del 4.5% en agosto de 2021 al 11.5% en diciembre de 2022, reduciendo efectivamente la inflación desde 10%. Desde abril, el BCU ha estado reduciendo gradualmente la tasa de interés, terminando el año en 9.25%. El "dot plot" del informe de política monetaria anticipa aproximadamente 100 puntos básicos de recorte de tasas el próximo año. Sin embargo, con las expectativas de inflación aún por encima del límite superior del rango objetivo, un cambio de una política monetaria contractiva a una expansiva podría llevar a tasas de inflación más altas. El BCU planea continuar con su política de relajación, una tendencia que se espera que se refleje a nivel mundial, revirtiendo esencialmente el entorno favorable. Además, las tendencias desinflacionarias observadas a nivel global en 2023 es probable que disminuyan dado que el choque de oferta que inicialmente impulsó la inflación ha ido desapareciendo, al igual que su posterior reversión en los precios a nivel global. Aunque se ha logrado un progreso significativo, especialmente en la transición de agregados monetarios a la gestión de tasas de interés, los cambios estructurales aún no se han implementado completamente, como indican las expectativas de analistas y líderes empresariales. Enfrentando un cambio de vientos a favor a vientos en contra el próximo año, es probable que el BCU encuentre desafiante mantener la inflación dentro de los límites deseados, especialmente considerando las restricciones típicas de un año electoral contra las medidas necesarias para reducir la inflación.

Anexo 2. El PBI creció en comparación con el trimestre anterior, pero se mantiene por debajo del nivel del año pasado.

Crecimiento PBI a/a y t/t



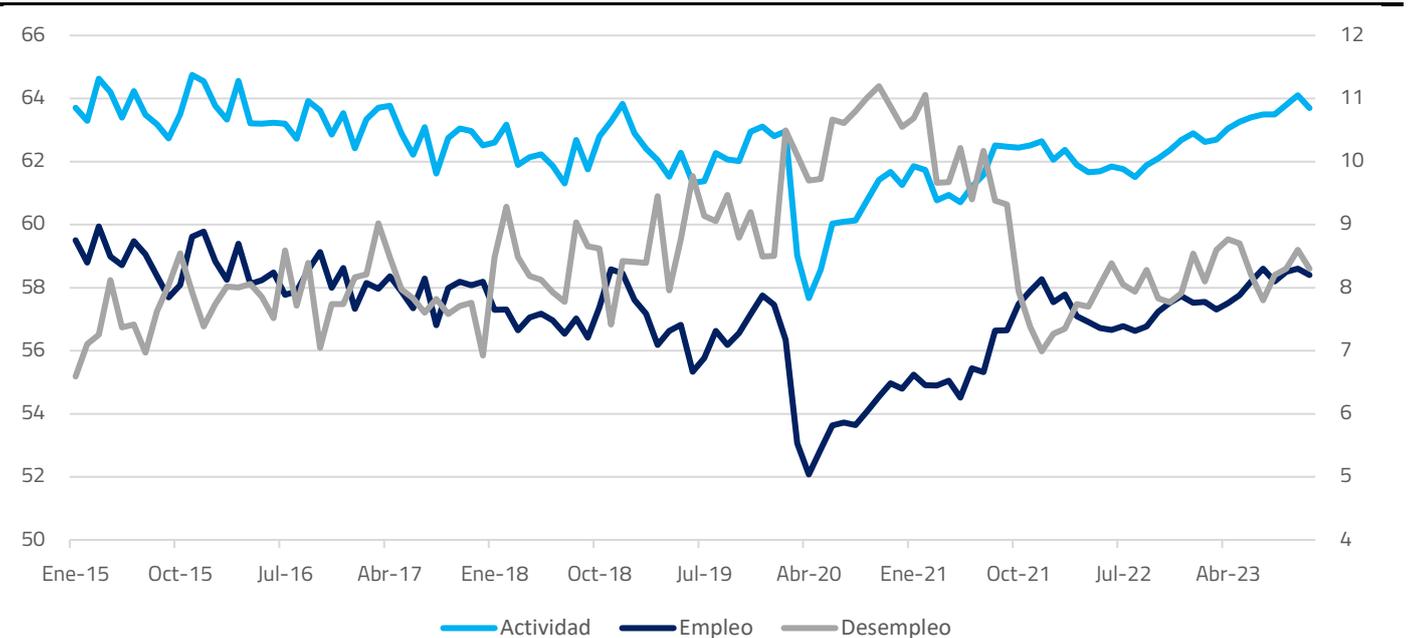
Fuente: BCU

La actividad económica continuará su recuperación al menos durante la primera mitad del año. La actividad económica se recuperó, creciendo un 1% trimestral en el tercer trimestre, después de caer en el segundo trimestre. Aunque hubo una mejora en el último, los niveles del PIB siguen siendo un 0.2% inferiores al tercer trimestre de 2022 y se espera que el crecimiento promedio durante el año sea inferior al 1%. Las exportaciones crecieron por segunda vez consecutiva en comparación con el mismo mes del año anterior, mostrando que el sector avanza después de la sequía que tuvo lugar entre el tercer trimestre de 2022 y el primer trimestre de 2023. Además, los datos avanzados de diciembre apuntan a un crecimiento de dos dígitos durante el mes. Durante el tercer trimestre, las exportaciones de bienes y servicios cayeron un 9.2% interanual, mientras que las importaciones crecieron un 5%, contribuyendo a un crecimiento negativo del PIB de -4.3% durante ese período. En el lado positivo, el consumo continuó su sólida trayectoria, a pesar de la diferencia en la tasa de cambio con los países vecinos. El consumo de los hogares creció un 3.4%, mientras que el del gobierno aumentó un 2.7%. Esperamos que esta tendencia continúe a lo largo del año, ya que el empleo mantiene una trayectoria sólida, con salarios aumentando por encima de la inflación. Además, el consumo transfronterizo con Argentina se beneficiará del gobierno recién elegido en el país vecino. El tipo de cambio oficial se depreció un 55% la semana después de las elecciones, y los precios de los bienes y servicios que estaban fijos se liberaron, llevando la inflación al 1% diario durante las primeras dos semanas de diciembre. Esto debería ayudar a corregir el desequilibrio de precios en las ciudades fronterizas que estaba afectando gravemente a los minoristas en la zona. La inversión se recuperó, ya que la formación bruta de capital aumentó un 9.1% interanual después de caer un 7.1% el trimestre anterior.

Las cifras de empleo retrocedieron en noviembre, pero cerrarán el año con una nota positiva. En el pasado mes, la tasa de actividad disminuyó del 64.1% al 63.7%, marcando su punto más bajo desde agosto. Simultáneamente, la tasa de empleo experimentó una ligera disminución del 58.6% al 58.4%, aunque la tasa de desempleo también bajó del 8.6% al 8.3%. A pesar de estos contratiempos en noviembre, el mercado laboral ha mantenido en general un rendimiento robusto a lo largo del año, incluso cuando el crecimiento económico ha sido decepcionante. En

Anexo 3. El mercado laboral tuvo un leve deterioro en noviembre.

Tasas de empleo, actividad y desempleo (der)



Fuente: BCU

promedio, se espera que el año genere alrededor de 40,000 nuevos empleos, una cifra similar a la de 2022. Tras la pandemia, las tasas de actividad se han recuperado, alcanzando sus niveles más altos desde 2016. El próximo objetivo debería ser reducir la tasa de desempleo alrededor del 7%, reflejando las tasas más bajas del ciclo electoral anterior. Además, la masa salarial está actualmente en su punto más alto, evidenciado por el número más alto de personas empleadas y un aumento del salario real del 4.6% en el último año. Mirando hacia 2024, anticipamos una recuperación continuada en los niveles de empleo, aunque a un ritmo más lento, junto con un crecimiento continuo del salario real, lo que podría contribuir a presiones inflacionarias más elevadas.

El déficit fiscal aumentó al 4.4% en octubre. Aunque esperamos que el déficit fiscal mejore de manera inercial debido a una mayor inflación y mayores ingresos fiscales durante el año, el nivel actual iguala al de diciembre de 2019 y podría ser utilizado como un argumento potente por la oposición durante la campaña electoral. Uno de los enfoques más fuertes del gobierno actual en la campaña electoral de 2019 fue la mala gestión y el excesivo gasto de las administraciones anteriores. No solo las auditorías internas no han encontrado nada ilegal en el uso de los fondos públicos, sino que el déficit fiscal está en camino de mostrar poca o ninguna mejora en todo el ciclo. Aunque eventos extraordinarios como la pandemia primero y la sequía después hicieron que el gobierno incurriera en gastos temporales y llevara a una menor recaudación de impuestos, será muy difícil convencer al electorado de que el PIB está funcionando por debajo de su nivel potencial y que el resultado fiscal estructural está funcionando a un nivel mucho más bajo.

En conclusión, el próximo año electoral representa una prueba crítica del compromiso del gobierno con la prosperidad a largo plazo del país. Dado que las encuestas actuales favorecen abrumadoramente a la oposición en las elecciones de octubre, la tentación de adoptar medidas populistas será fuerte. Históricamente, los años electorales tienden a ver un declive en el resultado fiscal de más del 1% del PIB en promedio. El CBU pronostica recortes de tasas de 100 puntos básicos, con expectativas que permanecen por encima del límite superior del rango objetivo y la tasa actual de política monetaria cerca de su nivel neutral estimado. A la luz de estos factores, aconsejamos dar preferencia a los valores vinculados a la inflación sobre los bonos de moneda local nominal. La madurez promedio más larga de estos enlaces inflacionarios los posiciona bien para beneficiarse de posibles recortes de tasas y ofrece una salvaguarda contra la posibilidad de niveles de inflación elevados el próximo año. En última instancia, anticipamos que la moneda local se alineará con la tendencia general de aumentos de precios en la economía, depreciándose a una tasa comparable a la inflación. Tras un rendimiento sólido en 2022 y una estabilidad en 2023, es probable que las tendencias de cambio extranjero cambien a medida que el atractivo de los instrumentos de moneda local disminuye en comparación con su atractivo hace 12 meses, reduciendo su demanda en el mercado doméstico.

Anexo 4. Proyecciones

Inflación	2022	2023	2024	2025
MEF	8.1%	6.7%	5.8%	n/a
BCU	8.1%	5.7%	5.0%	n/a
Consenso del Mercado	8.1%	5.2%	6.5%	6.1%
Latin Securities	8.1%	5.1%	5.5%	5.4%

Crecimiento (PIB)	2022	2023	2024	2025
MEF	4.9%	1.3%	3.7%	3.1%
BCU	4.9%	1.0%	4.0%	4.0%
Consenso del Mercado	4.9%	0.8%	3.1%	2.5%
Latin Securities	4.9%	1.0%	3.0%	3.0%

Tipo de Cambio	2022	2023	2024	2025
MEF	40.1	41.9	44.5	n/a
Consenso del Mercado	40.1	39.8	42.0	44.8
Latin Securities	40.1	40.0	42.5	45.0

Fuente: BCU, Latin Securities, MEF

Información importante

Información importante para el inversor

El presente informe ha sido elaborado por Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, sociedad de bolsa registrada en el Banco Central del Uruguay (BCU) con el número de identificación 7618. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa tiene su domicilio en Dr. Gabriel Otero 6502, Montevideo, Uruguay (Tel: +26052281).

1. Este informe se proporciona únicamente con fines informativos y no constituye ni debe interpretarse como una oferta de compra o venta o una solicitud de oferta de compra o venta de cualquier instrumento financiero o para participar en cualquier estrategia comercial particular en cualquier jurisdicción. La información aquí contenida se considera fiable a la fecha de emisión de este informe y ha sido obtenida de fuentes públicas consideradas fiables. Ni Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa ni ninguna de sus subsidiarias y afiliadas hacen ninguna representación o garantía, expresa o implícita, en cuanto a la integridad, fiabilidad o exactitud de dicha información, ni este informe pretende ser una declaración completa o un resumen de los valores, mercados o desarrollos a los que se hace referencia en este documento. Las opiniones, estimaciones y proyecciones aquí expresadas constituyen la opinión actual del analista responsable del contenido de este informe en la fecha en que se emitió y, por lo tanto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Los precios y la disponibilidad de los instrumentos financieros son meramente indicativos y están sujetos a cambios sin previo aviso. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa no tiene ninguna obligación de actualizar, modificar o enmendar este informe e informa al lector en consecuencia, excepto cuando finalice la cobertura de las empresas tratadas en el informe.

2. El analista responsable de la elaboración de este informe declara que las opiniones expresadas en el mismo reflejan fiel y exclusivamente sus puntos de vista y opiniones personales sobre todas y cada una de las empresas o valores objeto del mismo y que han sido elaboradas de forma independiente y autónoma. Debido a que las opiniones personales de los analistas pueden diferir entre sí, Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, puede haber emitido o emitir informes que sean inconsistentes con, y/o lleguen a conclusiones diferentes de la información aquí presentada.

3. Los analistas de renta variable y el personal de Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa reciben una remuneración basada en un sistema de salarios y primas. En la determinación de las primas se tienen en cuenta varios factores, entre ellos la calidad y el rendimiento del producto de investigación, el éxito del analista en la calificación de valores frente a un índice del sector y la eficacia del apoyo a la negociación y a las fuerzas de ventas minoristas e institucionales. Otros factores pueden ser, entre otros: las calificaciones globales de partes internas (distintas de la banca de inversión) o externas y la productividad general y los ingresos generados en los valores cubiertos. No obstante, el analista responsable del contenido de este informe declara por la presente que ninguna parte de su remuneración ha estado, está o estará directa o indirectamente relacionada con ninguna recomendación u opinión específica aquí contenida, ni vinculada a la fijación de precios de ninguno de los valores aquí tratados. El analista declara que no mantiene ninguna relación con ninguna persona afiliada a las empresas o al gobierno y que no recibe ninguna compensación por los servicios prestados ni tiene ninguna relación comercial con la empresa ni con ninguna persona o entidad que represente los intereses de la empresa. El analista y cualquier miembro de su familia no poseen, directa o indirectamente, más del 5% de su patrimonio neto personal en valores emitidos por las empresas o el gobierno analizados en este informe en su cartera de inversión personal, ni participa personalmente en la adquisición, venta o negociación de dichos valores en el mercado. Ni el analista ni ningún miembro de su hogar ejerce como directivo, consejero o miembro del consejo asesor de las empresas analizadas en este informe.

4. Ni Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa ni sus empleados poseen el 1% o más de cualquier clase de acciones ordinarias de las empresas analizadas en este informe. Además, ni Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa ni sus afiliados: (a) han administrado o co-administrado una oferta pública de valores para las empresas en los últimos 12 meses; (b) han recibido compensación por servicios de banca de inversión de las empresas en los últimos 12 meses; o (c) esperan recibir o tienen la intención de buscar compensación por servicios de banca de inversión de las empresas en los próximos 3 meses.

5. Factores Generales de Riesgo: A continuación se presentan algunos factores generales de riesgo que pertenecen a los negocios de las empresas sujetas y a los precios objetivos proyectados y recomendaciones incluidas en Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa: (1) Los fundamentos de la industria con respecto a la demanda de los clientes o los precios de los productos / servicios podrían cambiar y afectar negativamente a los ingresos y beneficios esperados; (2) Las cuestiones relacionadas con los principales competidores o las cuotas de mercado o las expectativas de nuevos productos podrían cambiar la actitud de los inversores hacia el sector o esta acción; (3) Los acontecimientos imprevistos en relación con la gestión, la situación financiera o las políticas o prácticas contables podrían alterar la valoración prevista; (4) Los factores externos y reguladores que afectan a la economía argentina, las tasas de interés, el tipo de cambio o los principales segmentos de la economía podrían alterar la confianza de los inversores y las perspectivas de inversión; o (5) Las cuestiones que podrían afectar a los mercados en los que operan las empresas cubiertas. Las inversiones internacionales implican riesgos adicionales como la fluctuación de las divisas, las diferentes normas de contabilidad financiera y la posible inestabilidad política y económica.

6. Los instrumentos financieros analizados en este informe pueden no ser adecuados para todos los inversores. Este informe no tiene en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera o las necesidades particulares de ningún inversor concreto. Los inversores deben obtener asesoramiento financiero independiente basado en sus circunstancias particulares antes de tomar una decisión de inversión basada en la información aquí contenida. Si un instrumento financiero está denominado en una moneda distinta de la moneda del inversor, una variación de las tasas de cambio puede afectar negativamente al precio o valor del instrumento financiero, o a los rendimientos derivados del mismo, y el lector de este informe asume cualquier riesgo de cambio. Los rendimientos de los instrumentos financieros pueden variar y su precio o valor, directa o indirectamente, puede subir o bajar. Los rendimientos pasados no son necesariamente indicativos de resultados futuros, y en el presente documento no se hace ninguna declaración ni se ofrece ninguna garantía expresa o implícita en relación con rendimientos futuros. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa no acepta responsabilidad alguna por cualquier reclamación, coste, pérdida o gasto directo o indirecto o consecuente derivado de cualquier uso de este informe o de su contenido.

7. Este informe y su contenido son propiedad de Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa y están protegidos por las leyes aplicables sobre derechos de autor, secretos comerciales u otras leyes de propiedad intelectual.

Información adicional relativa a los instrumentos financieros discutidos en este informe está disponible a solicitud.

