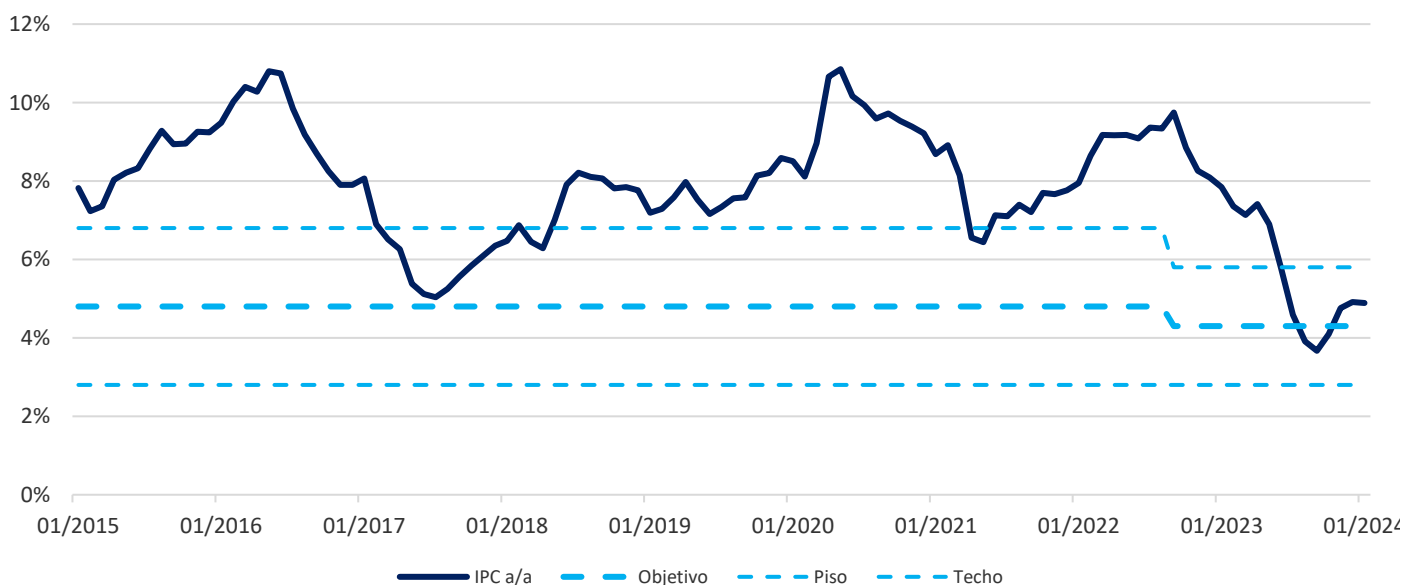


ESTRATEGIA URUGUAY

En enero, la inflación mostró estabilidad, manteniendo una tasa consistente del 5,1% interanual, idéntica a su cifra de diciembre. Además, la inflación subyacente experimentó un ligero descenso del 4,46% al 4,34% al inicio del año, lo que indica que aún no se materializa una presión al alza en los precios. A lo largo de 2023, el déficit fiscal, excluyendo las transferencias de seguridad social, se mantuvo estable en -3,2% del PIB, reflejando el resultado del año anterior. Sin embargo, tras la consolidación del sector público no monetario y el Banco Central del Uruguay (BCU), el déficit fiscal se expandió al 3,6% del PIB, representando un deterioro del 0,2% en comparación con el cierre de 2022. En un desarrollo económico positivo, las exportaciones de bienes repuntaron en enero, registrando un crecimiento interanual del 8% después de experimentar una caída del 13% durante todo 2023. Se espera que esta trayectoria alcista persista al menos durante la primera mitad de 2024, impulsada por la recuperación de la industria agroexportadora tras la sequía precedente, lo que debería contribuir significativamente a un crecimiento del PIB que superaría el 3,5%. A medida que Uruguay se prepara para las elecciones internas en junio, el panorama político está evolucionando, con los candidatos comenzando a hacer la transición de sus roles actuales para centrarse completamente en sus campañas. Entre los candidatos de la oposición, quienes actualmente tienen más posibilidades de prevalecer en las elecciones generales previstas para octubre, se están llevando a cabo diversas estrategias. Yamandú Orsi, el Intendente de Canelones y uno de los principales contendientes, ha anunciado su intención de renunciar a su cargo a partir del 1 de marzo. Por otro lado, Carolina Cosse, la Intendenta de Montevideo y la competidora más cercana de Orsi, probablemente mantendrá su cargo de intendenta el mayor tiempo posible, dada su importancia como su plataforma principal desde su victoria en las elecciones departamentales de 2020, con la mirada puesta firmemente en las elecciones nacionales de 2024.

Anexo 1. La inflación se mostró estable al comienzo del año.

Inflación anualizada y rango objetivo

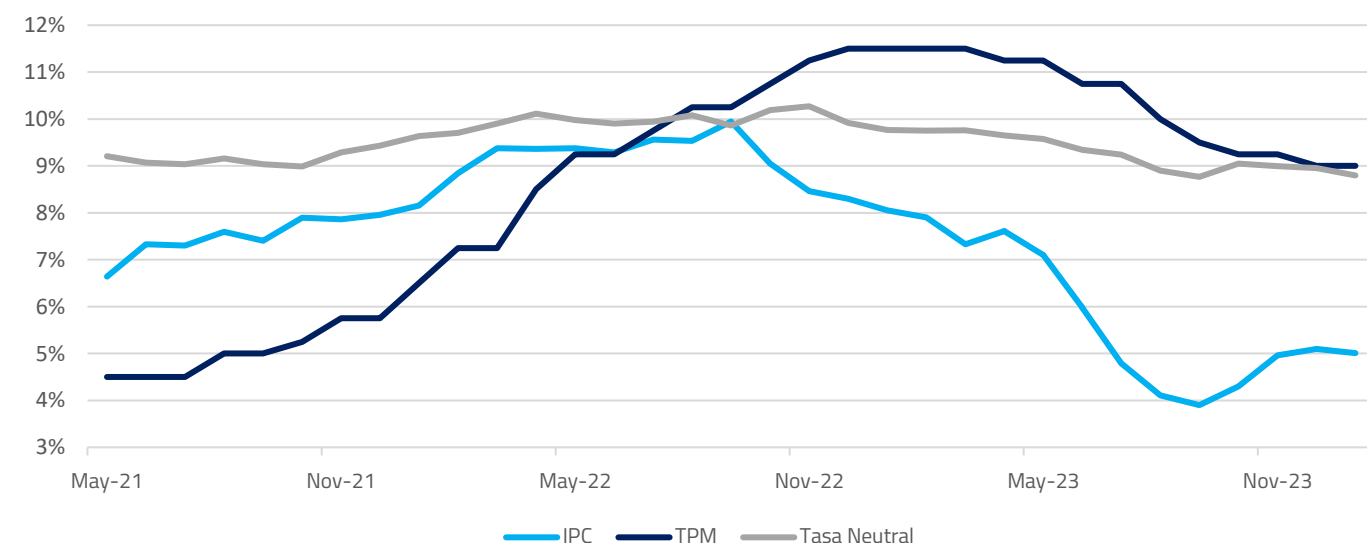


Fuente: INE

La inflación aumentó un 1,53% mensual en enero después del ajuste de los precios administrados. A pesar del notable aumento en las cifras de inflación mensual, la tasa de inflación anualizada se mantuvo estable en comparación con diciembre. Además, el aumento mensual en enero fue muy similar al del año anterior, situándose en un 1,55%. Como es habitual para comenzar el año, los bienes y servicios administrados, que experimentan ajustes de precios, fueron los principales contribuyentes a la cifra de inflación mensual. Específicamente, divisiones como vivienda, agua, gas, electricidad y otros aumentaron casi un 5%, contribuyendo con 64 puntos básicos al aumento total. La división de alimentos y bebidas no alcohólicas siguió como el segundo contribuyente más alto, con un aumento del 1,75%, sumando 46 puntos básicos al total. Mientras tanto, la inflación subyacente, excluyendo elementos volátiles, disminuyó al 4,34% desde el 4,46% en diciembre, señalando una estabilización de los aumentos de precios más cerca del punto medio del rango objetivo, establecido entre el 3% y el 6%. A pesar de la ausencia de presiones inflacionarias significativas hasta ahora, anticipamos una posible aceleración en los aumentos de precios en la última parte del año, ya que persisten amenazas clave. La apreciación del Peso Uruguayo (UYU) en más del 2% desde mediados de diciembre hasta finales de enero ha sido impulsada por una mayor demanda de moneda local por parte del turismo y empresas que enfrentan gastos únicos, mitigando así algunas presiones de precios. Además, tanto factores internos como externos están en condiciones de contribuir a niveles de inflación más altos. Con la política monetaria actual muy cerca del nivel neutral, se espera que los recortes de tasas anunciados en el futuro lleven a una política monetaria expansiva, contribuyendo a un crecimiento económico esperado a superior a su potencial de largo plazo. Además, se proyecta que el empleo y los salarios continúen su trayectoria ascendente, con acuerdos previamente establecidos impulsando el crecimiento salarial por delante de la inflación. A nivel global, los países han tenido problemas en poder aplicar una postura monetaria más acomodaticia dados los persistentes niveles de inflación, lo que sugiere que las condiciones monetarias pueden seguir siendo más ajustadas de lo inicialmente esperado. En tales circunstancias, la independencia de un banco central se vuelve crucial, especialmente dado que los recortes de tasas futuros pueden no estar alineados con el escenario económico actual. En un año electoral, los gobiernos que buscan la reelección a menudo se esfuerzan por mejorar el nivel de vida a través de un mayor consumo. En consecuencia, medidas a corto plazo como el crédito más barato y un mayor gasto público sirven como métodos rápidos para lograr este objetivo.

Anexo 2. La TPM se encuentra cerca de su nivel neutral.

Inflación, TPM y Tasa Neutral



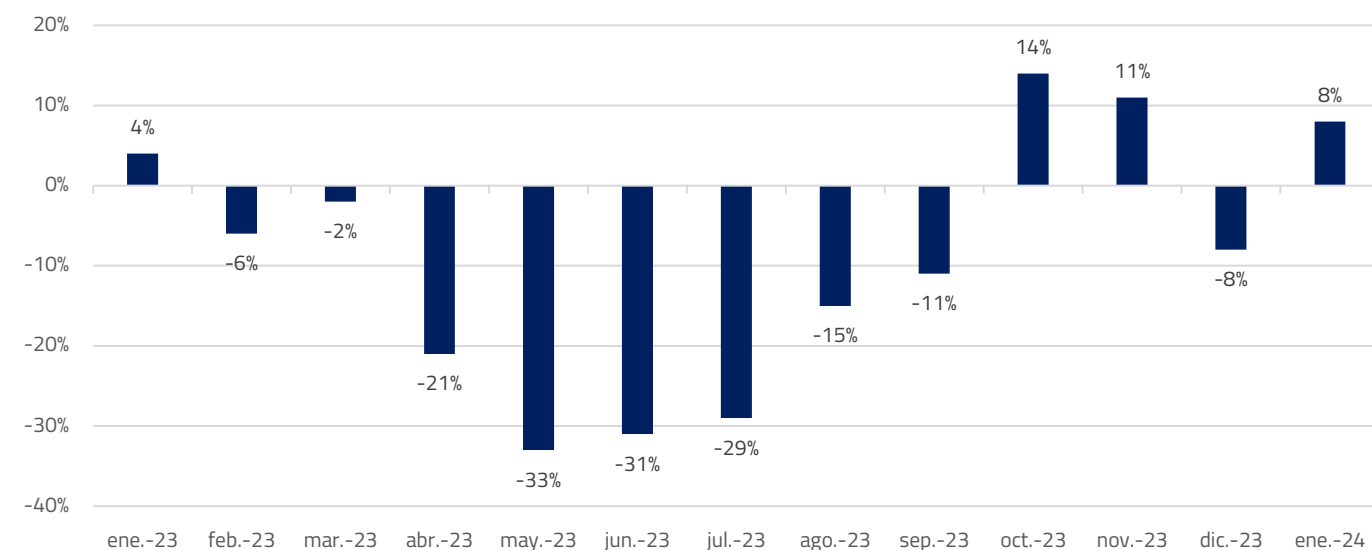
Fuente: INE; BCU

El Banco Central del Uruguay (BCU) dejó sin cambios su Tasa de Política Monetaria (TPM). Durante su reunión de enero, el Banco Central del Uruguay (BCU) optó por mantener su tasa de referencia en 9%, lo que indica una alineación con los resultados y la trayectoria actuales. Según el BCU, las expectativas han seguido disminuyendo y ahora han alcanzado mínimos históricos en un 6,4%, acercándose al límite superior del rango objetivo. En su Informe de Política Monetaria para el cuarto trimestre de 2023, el banco central prevé aproximadamente 100 puntos básicos de recortes de tasas durante el año. Sin embargo, los cambios recientes en las expectativas de otros bancos centrales, especialmente la Reserva Federal (FED), que ahora se espera que mantenga tasas más altas en respuesta a los aumentos inesperados de la inflación y los indicadores económicos sólidos, pueden llevar al BCU a reconsiderar sus proyecciones. Como se mencionó anteriormente, anticipamos que la inflación comenzará a acelerarse hacia fines del segundo trimestre o principios del tercer trimestre. El informe del comité destaca que las presiones inflacionarias externas han demostrado ser más resilientes de lo anticipado, planteando un desafío mayor para lograr un nivel de inflación bajo y estable sin comprometer la actividad económica. Dadas estas circunstancias, actualmente anticipamos que la inflación terminará el año dentro del rango objetivo, pero anticipamos desafíos significativos para lograrlo. No obstante, la reciente previsión del Ministerio de Economía y Finanzas de una inflación del 4.9% para diciembre parece demasiado optimista y probablemente requerirá una revisión a corto plazo.

Las exportaciones de bienes comenzaron el año de forma positiva. Después de experimentar una caída del 13% durante el transcurso de 2023, las exportaciones repuntaron en enero, registrando un crecimiento interanual del 8% y alcanzando un total de US\$917 millones. En términos nominales, las cifras de enero destacan, superando el récord anterior para ese mes. La carne recuperó su posición como el principal producto exportado, generando US\$176 millones y exhibiendo un notable crecimiento interanual del 34%, seguida de cerca por la celulosa con US\$174 millones, con un crecimiento más modesto del 3%. El mayor aumento se observó en las exportaciones de trigo, que se dispararon un 308% atribuido a mejores condiciones de cosecha y precios de mercado más altos. Brasil mantuvo su estatus como el mayor importador de productos uruguayos, representando el 22% de la demanda total y expandiéndose un 26% en comparación con el enero anterior. Mientras tanto, China, aunque sigue siendo un

Anexo 3. Las exportaciones crecieron 8% a/a en enero.

Crecimiento a/a de exportaciones



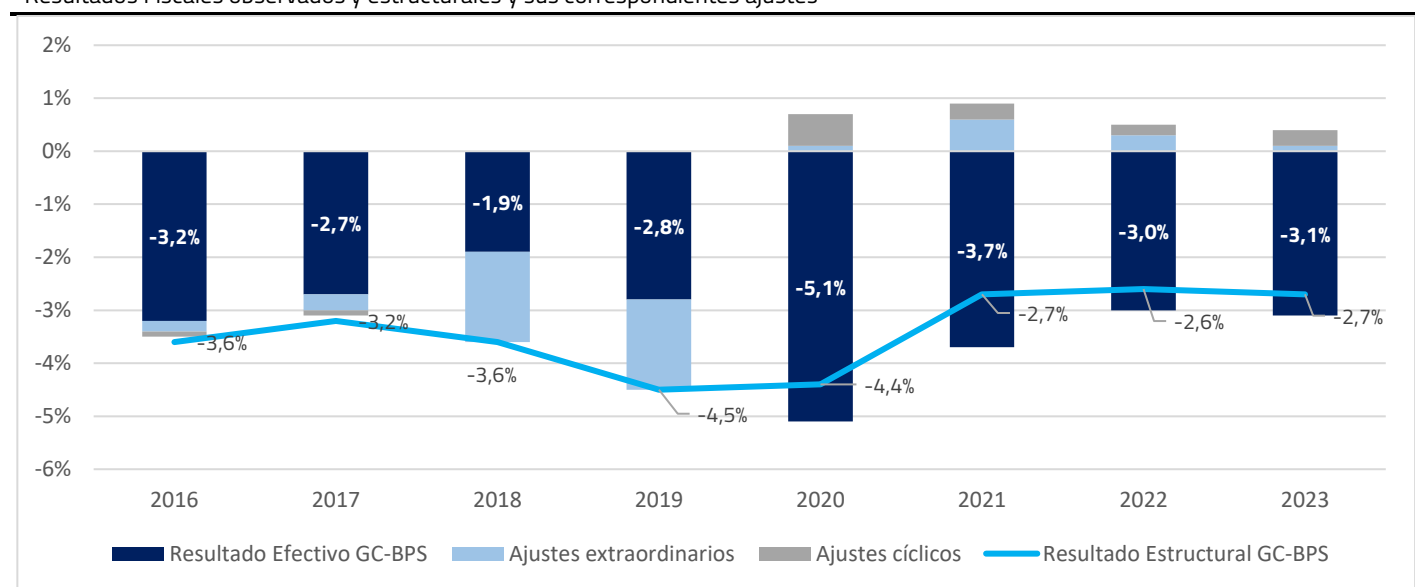
Fuente: Uruguay XXI

mercado significativo, recibió el 13% de las exportaciones totales, pero experimentó una caída del 6%. Desde octubre, las exportaciones interanuales han estado en una trayectoria ascendente, creciendo un 14% en octubre, un 11% en noviembre, aunque experimentando una caída del 8% en diciembre. Esta recuperación se alinea con nuestra tesis del año pasado, que indica que la revitalización económica comenzó en el cuarto trimestre y es probable que continúe durante el primer semestre.

El gobierno cumplió con la regla fiscal en 2023. Durante una conferencia de prensa encabezada por la Ministra Azucena Arbeleche, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) dio a conocer los resultados del año anterior y las proyecciones actualizadas para el año en curso, confirmando que el gobierno cumplió exitosamente con la regla fiscal en 2023. La regla fiscal existente abarca tres pilares clave: el resultado fiscal estructural del gobierno central-seguridad social (CG-BPS), restricciones sobre el crecimiento de los gastos primarios y el techo de deuda. El primer pilar, relacionado con el resultado fiscal estructural (considerando el PIB potencial en lugar del observado) para 2022, se cumplió con una proyección de -2,7% del PIB. De manera similar, el segundo pilar, que permite un aumento máximo real del 2,1% en los gastos primarios, también se cumplió, con un descenso de los gastos en 0,4% del PIB. Sin embargo, el aumento en la deuda de US\$2,42 mil millones superó los US\$2,2 mil millones originalmente permitidos. No obstante, el Parlamento invocó la cláusula de excepción, aumentando el techo de deuda en un 30% a US\$2.86 mil millones, citando circunstancias extraordinarias como la sequía. El resultado fiscal observado, antes de ajustes por eventos extraordinarios y considerando el crecimiento anticipado del PIB, se situó en -3% del PIB (-3,2% si quitamos el efecto "cincuentones"), reflejando la cifra de finales de 2022, una mejora desde el -3,9% registrado en octubre. Mirando hacia el año en curso, se proyecta que el resultado fiscal estructural empeoraría a -2,9% del PIB, con el resultado observado en -3%. Esto implica un aumento en la proyección del déficit fiscal de 0,7% respecto a la ley de rendición de cuentas ratificada en junio de 2022. Si se logra este objetivo, significaría un déficit en comparación con el déficit sostenible estimado a largo plazo de -2,5%. No obstante, evitar un deterioro en las cuentas públicas durante un año electoral marcaría una excepción a los patrones históricos, aunque no representaría un progreso.

Anexo 4. El déficit fiscal estructural cerró en 2.7% del PIB.

Resultados Fiscales observados y estructurales y sus correspondientes ajustes



Fuente: MEF

En conclusión, nuestra perspectiva sobre la deuda en moneda local sigue siendo optimista, con una preferencia particular por los bonos indexados a la inflación. Actualmente, la oposición tiene una ventaja en las próximas elecciones, un escenario que históricamente se ha asociado con expectativas de inflación más elevadas. Además, como se mencionó anteriormente, anticipamos que la inflación aumentará a lo largo del año, potencialmente probando el límite superior del rango objetivo. Aunque no prevemos una espiral inflacionaria, creemos prudente ejercer precaución y hacer la transición de bonos nominales a valores indexados a la inflación. Este cambio estratégico serviría como cobertura contra cualquier escalada en las expectativas de inflación, protegiendo nuestra cartera contra posibles riesgos.

Anexo 4. Proyecciones

Inflación	2022	2023	2024	2025
MEF	8,1%	5,1%	4,9%	n/a
BCU	8,1%	5,1%	5,0%	5,3%
Consenso del Mercado	8,1%	5,1%	6,3%	6,0%
Latin Securities	8,1%	5,1%	5,7%	5,4%

Crecimiento (PIB)	2022	2023	2024	2025
MEF	4,9%	0,5%	3,5%	3,1%
BCU	4,9%	1,0%	4,0%	4,0%
Consenso del Mercado	4,9%	0,5%	3,3%	2,5%
Latin Securities	4,9%	0,5%	3,5%	3,0%

Tipo de Cambio	2022	2023	2024	2025
MEF	40,1	39,0	44,5	n/a
Consenso del Mercado	40,1	39,0	41,4	43,3
Latin Securities	40,1	39,0	41,5	44,0

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.

