

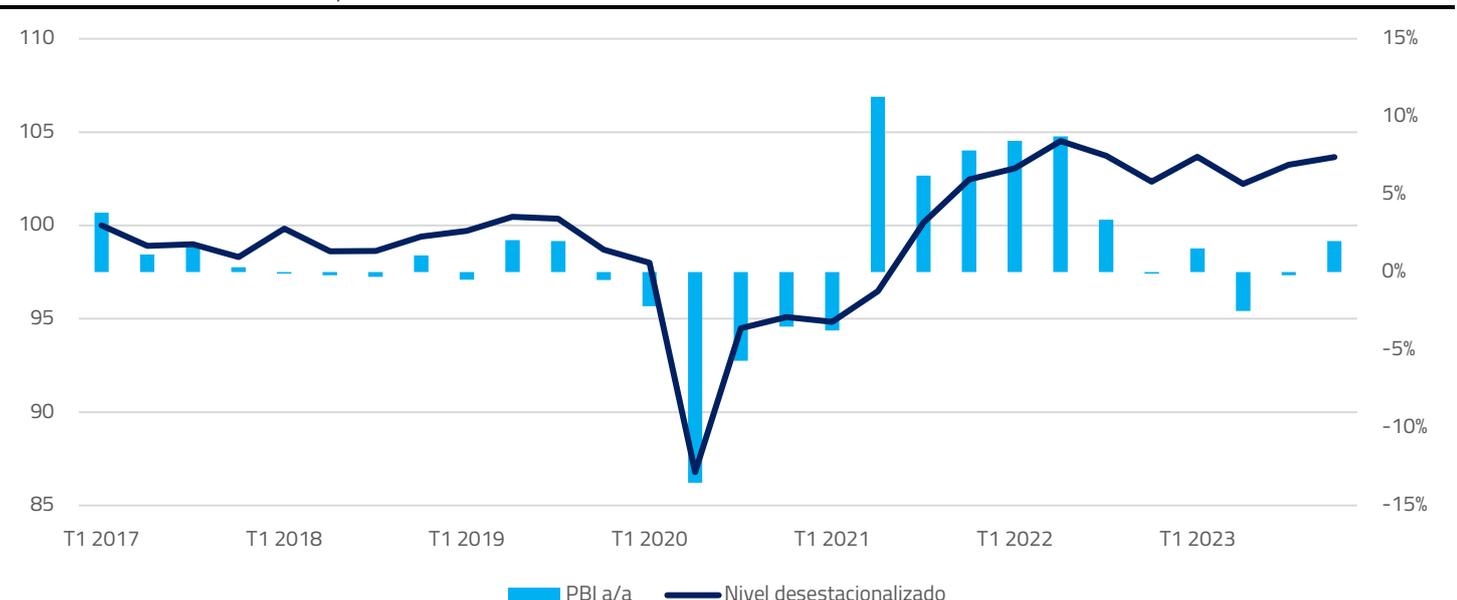
ESTRATEGIA URUGUAY

En febrero, la inflación continuó su trayectoria descendente, alcanzando el 4.7% interanual, beneficiándose de bases comparativas favorables. El crecimiento económico se mantuvo moderado durante todo el 2023, con un promedio de apenas 0.4%, en gran parte debido a los choques de oferta como la sequía a principios de año, la finalización de la segunda planta de UPM a mediados de año y el cierre por mantenimiento de la refinería de Ancap en el cuarto trimestre. Además, la moneda local ha mantenido su tendencia de fortalecimiento, alcanzando su nivel más alto desde septiembre de 2023, que comenzó hacia finales del año pasado. Mirando hacia adelante, los uruguayos se están preparando para unas elecciones muy disputadas en octubre, sin que aún haya un claro favorito emergente. Mientras que los partidos de la coalición gobernante parecen tener un candidato confirmado para la elección nacional, excepto el Partido Colorado, que enfrenta importantes desafíos internos, la oposición se está preparando para una carrera reñida entre sus dos contendientes más populares.

La economía experimentó un crecimiento lento, promediando apenas un 0.4% en 2023. A pesar de una temporada turística inicialmente prometedora, varios choques de oferta negativos obstaculizaron el crecimiento a lo largo del año. El año comenzó con una sequía persistente desde el cuarto trimestre de 2022, que impactó severamente en la generación de electricidad. Simultáneamente, la finalización de la segunda planta de pulpa de UPM afectó significativamente a la industria de la construcción, mientras que los trabajos de mantenimiento en la refinería de Ancap en el cuarto trimestre aún más redujeron la actividad. En comparación, los niveles del PIB fueron un 2% más altos que en el cuarto trimestre de 2022 y un 0.4% más altos que el trimestre anterior. Previsiblemente, las divisiones directamente afectadas por estos choques de oferta fueron los principales impulsores de este desempeño. Por ejemplo, el sector manufacturero experimentó un declive del 1.6%, contribuyendo con un -0.2% al

Anexo 1. El PIB creció de forma magra en 2023.

Nivel desestacionalizado de PIB y cambio a/a (der)

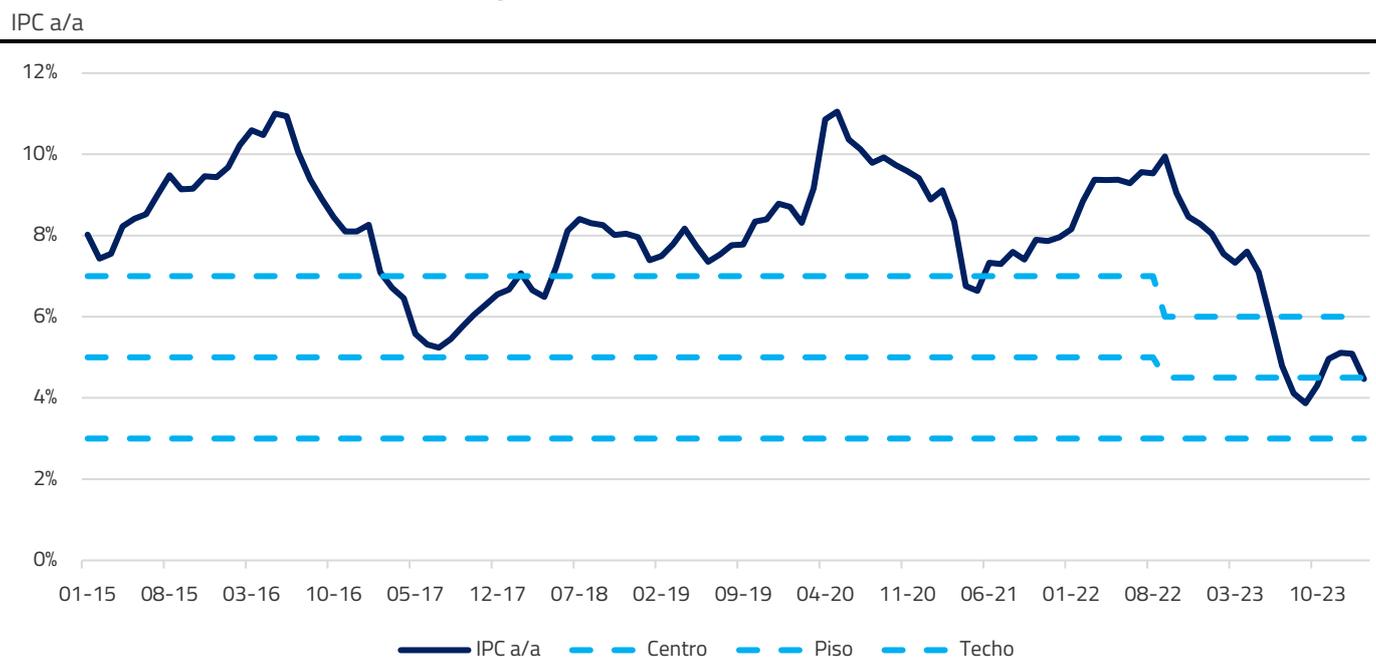


Fuente: BCU

índice general debido a la pausa en la actividad de la refinera. El sector de electricidad, gas y agua sufrió una caída significativa del 9.2% durante todo el año, contribuyendo con un -0.3% al índice general, principalmente debido a la sequía. Mientras tanto, la división de construcción experimentó una contracción del 5.6% (-0.3% de contribución) debido a la finalización de la planta de UPM, aunque las exportaciones de celulosa contrarrestaron parcialmente esta caída. En el lado de la demanda, el consumo de los hogares se mantuvo resiliente, impulsado por aumentos reales de salarios y niveles de empleo más altos. El consumo privado se expandió un 3.6%, contribuyendo con +2.2% al índice general. Sin embargo, la formación bruta de capital disminuyó un 2.7%, impulsada por una reducción del 7% en la inversión en capital fijo. Mirando hacia adelante, se proyecta que el PIB crecerá un 3.5% en 2024, impulsado por una base comparativa favorable y la resolución de choques de oferta previos. Además, se espera que el mercado laboral mantenga un rendimiento positivo, aunque a un ritmo más lento, con salarios que se espera superen la inflación. Además, la reducción de las diferencias de precios con Argentina y los niveles elevados de inflación han estrechado la brecha de precios entre los dos países, beneficiando al sector minorista en ciudades vecinas y frenando el turismo saliente, fortaleciendo así el sector minorista en general.

La inflación estuvo cerca de las expectativas en febrero. Durante el mes, los precios experimentaron un modesto aumento, promediando un 0.64% mensual, ligeramente por debajo de la estimación mediana del 0.70%. Durante los últimos 12 meses, los precios han aumentado un 4.71%, marcando el octavo mes consecutivo dentro del rango objetivo. La división de alimentos y bebidas no alcohólicas surgió como el principal contribuyente, añadiendo un 0.17% al índice, seguida por la división de transporte, que, a pesar de la disminución en los precios del combustible diesel, registró un aumento del 0.11% impulsado por un significativo incremento del 20.66% en el costo de los pasajes de avión. La inflación subyacente, que excluye componentes volátiles como frutas, verduras, gasolina y gas, creció en niveles similares, aumentando un 0.61% mensual y un 4.47% interanual. El éxito de las políticas monetarias y la apreciación de la moneda local a lo largo del año han contribuido a contener las presiones inflacionarias hasta ahora. Sin embargo, anticipamos que esta tendencia podría estar llegando a su conclusión, ya que se esperan bases

Anexo 2. La inflación se mantiene cerca del rango meta.



Fuente: INE

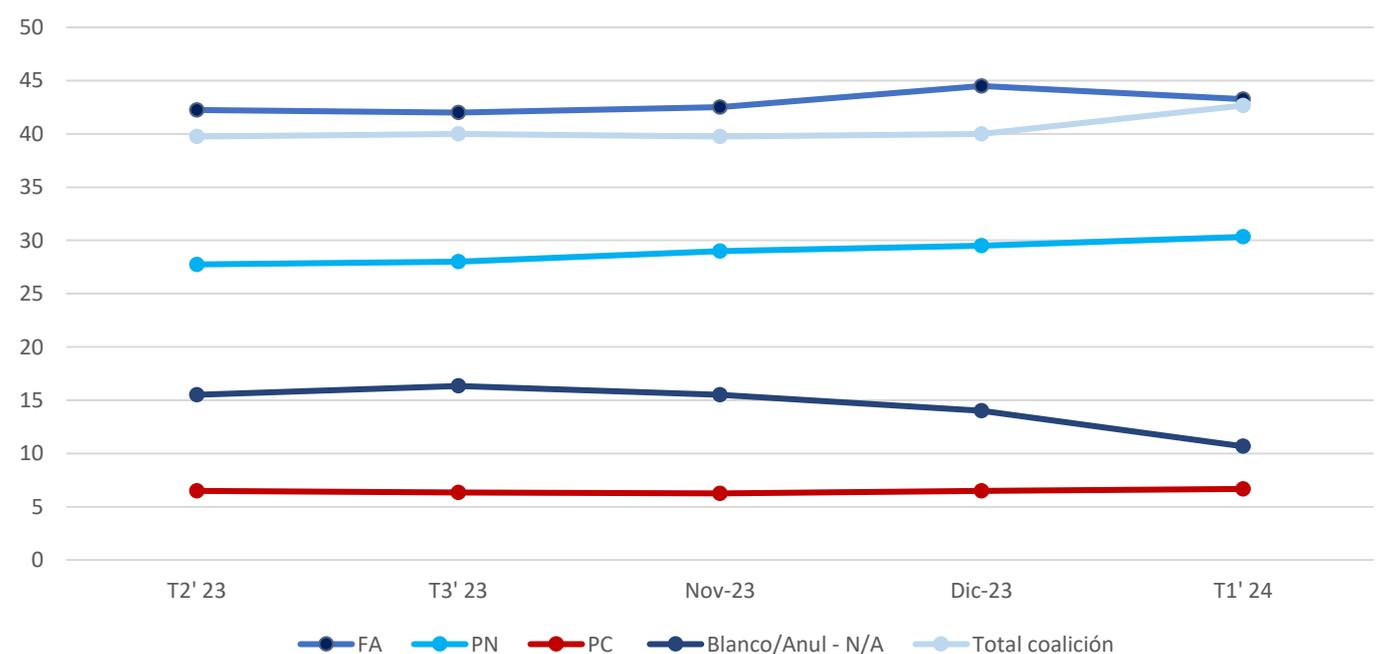
comparativas negativas para mayo. Entre febrero y abril de 2023, la inflación fue significativamente influenciada por la sequía, lo que resultó en aumentos de dos dígitos en los precios de frutas y verduras cada mes y una tasa de inflación mensual promedio que superaba el 1%. A medida que las condiciones se normalizaron, los precios de los productos afectados disminuyeron en márgenes similares, lo que llevó a una disminución en la inflación mensual a -0.17% en los siguientes 4 meses. Anticipamos que la inflación desafiará los niveles actuales y probará el límite superior del rango objetivo del banco central. Mientras que la previsión del gobierno de una inflación interanual del 4.9% para diciembre parece optimista, el consenso mediano de los analistas del 6.3% parece pesimista en nuestra opinión. Esperamos que la inflación termine el año cerca del límite superior del rango objetivo, aunque su trayectoria podría ser influenciada por intervenciones del banco central y factores externos como los precios del petróleo.

Las próximas elecciones de octubre de 2024 están envueltas en incertidumbre mientras los uruguayos se preparan para emitir sus votos para determinar el liderazgo del país desde marzo de 2025 hasta marzo de 2030.

Las encuestas actuales indican una carrera reñida entre la coalición gobernante y la oposición del Frente Amplio (FA). La coalición gobernante está compuesta por cuatro partidos distintos: el Partido Nacional (PN), el partido del presidente actual, el Partido Colorado (PC), Cabildo Abierto (CA) y el Partido Independiente (PI). Si bien estos partidos competirán de forma independiente en las elecciones de octubre, es probable que se unifiquen para una campaña de segunda vuelta si ningún candidato individual asegura la mayoría de 50% +1 de los votos totales. Por otro lado, la oposición, predominantemente el Frente Amplio (FA), es una coalición de varios partidos, incluyendo al partido comunista, el partido socialista y otros grupos más pequeños. A pesar de esta diversidad, han operado principalmente bajo una estructura unificada desde la restauración de la democracia en 1985. El sistema electoral de Uruguay exige el voto obligatorio tanto para las elecciones de primera como de segunda vuelta, aunque las elecciones internas de los partidos para seleccionar candidatos no son obligatorias. Esto a menudo beneficia a los candidatos más radicales cuya base electoral tiende a mostrar niveles más altos de lealtad. Actualmente, parece que CA y PI no enfrentarán elecciones internas disputadas, con sus respectivos líderes, el Senador Manini Ríos y el

Anexo 3. Las encuestadoras anticipan elecciones parejas en octubre.

Promedio de respuestas de intención de voto



Fuente: Factum, Cifra, Equipos, Opción

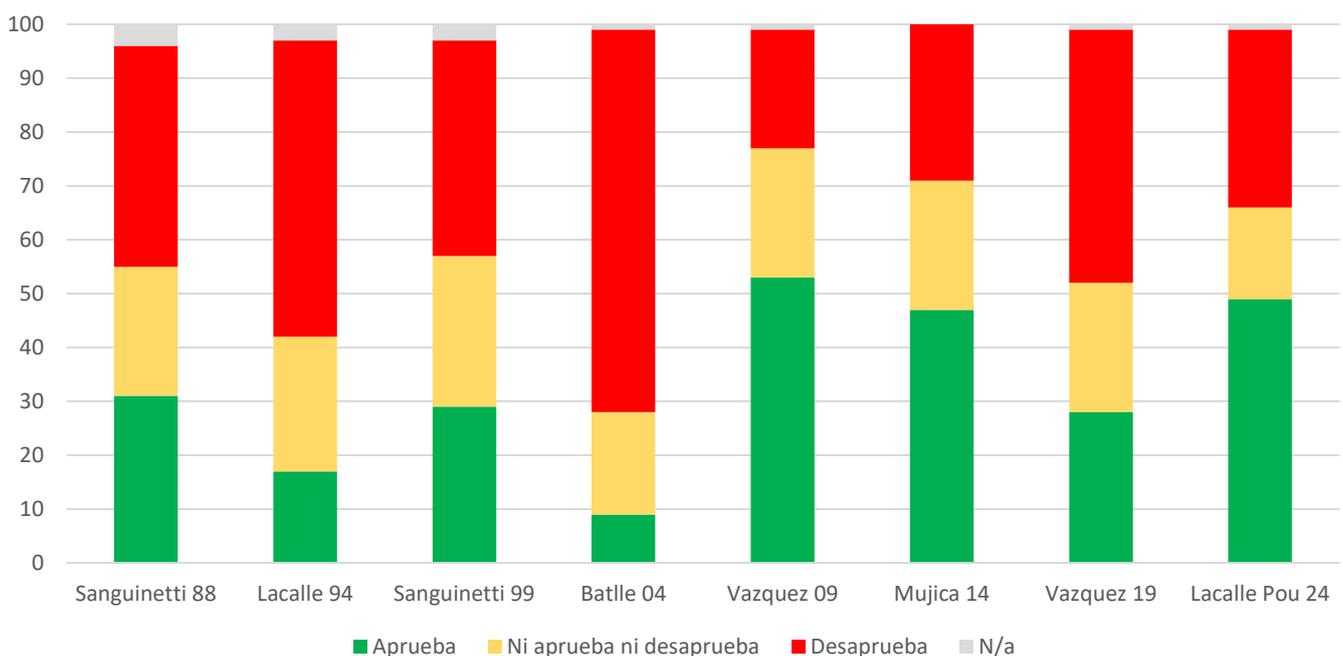
Ministro Pablo Mieres, siendo los candidatos. Mientras que el PN muestra al ex Secretario de Presidencia Álvaro Delgado como su claro favorito, el PC presenta un escenario más incierto. Con una intención de voto cercana al 7% y ocho precandidatos diferentes, los encuestadores han tenido dificultades para identificar a algún favorito claro. Sin embargo, ninguno de estos candidatos ha logrado diferenciarse significativamente, ya que la intención de voto del partido se mantiene cerca de mínimos históricos.

La elección interna dentro de la oposición se está volviendo cada vez más competitiva con el paso de las semanas. Hasta hace poco, Yamandú Orsi, el Intendente de Canelones, era considerado el claro favorito sobre Carolina Cosse, la Intendente de Montevideo. A pesar de contar con el apoyo de la facción política del ex Presidente Mujica, Orsi es visto como el candidato más moderado, encarnando las características de un uruguayo promedio: una persona tranquila y conciliadora. Además, su origen en el interior del país podría aumentar su atractivo entre los votantes de esa región, que históricamente ha sido un favorable a los partidos tradicionales. En contraste, Cosse, quien ganó prominencia durante la presidencia de Mujica como Presidenta de Antel, y una mayor exposición durante la presidencia de Vázquez como Ministra de Industria, ha obtenido el apoyo del Partido Comunista y se beneficia de la plataforma electoral proporcionada por Montevideo, donde reside casi el 40% de los votantes y donde el Frente Amplio suele asegurar entre el 50% y el 60% de los votos. Cosse podría ser percibida como la candidata más radical, lo que podría darle una ventaja en una elección interna que, según las últimas encuestas, parece estar muy reñida. Sin embargo, parece que la imagen de Cosse enfrenta una resistencia más fuerte fuera de Montevideo, donde los votantes suelen alinearse con el partido en lugar del candidato individual.

El oficialismo debería intentar capitalizar la aprobación presidencial. En un país donde las reelecciones consecutivas no están permitidas, la aprobación presidencial al final de los mandatos no es tan definitiva como podría ser en otros sistemas. Sin embargo, no debería sorprender que el FA perdiera el último gobierno en el año en que la imagen presidencial estaba en su punto más bajo en la etapa actual. Actualmente, según la consultora

Anexo 4. Delgado debería apuntar a capitalizar la imagen del presidente.

Aprobación presidencial en el primer trimestre del año electoral



Fuente: Equipos

Equipos, Lacalle Pou tiene una aprobación del 49%, solo superada por el 53% de la primera presidencia de Vázquez, que llevó a una mayoría absoluta en el Parlamento para el FA en las siguientes elecciones. Mujica tuvo un 47%, lo que llevó al tercer mandato consecutivo del FA, pero el 28% de Vázquez llevó a una victoria del PN por primera vez en 30 años. A pesar de ser un ex miembro del gobierno, Delgado no ha podido capitalizar esto hasta ahora. Sin embargo, comenzaremos a ver el lado más fuerte de la campaña después de las vacaciones de Semana Santa.

En conclusión, nuestras expectativas para el año en curso siguen siendo optimistas en varios aspectos. Anticipamos que el crecimiento económico continuará su tendencia ascendente y probablemente finalizará el año en el rango del 3.5% al 4%. Aunque podría haber un aumento en la inflación a partir del segundo trimestre, prevemos que se mantendrá dentro del rango objetivo, aunque no descartamos picos transitorios debido a una base comparativa muy baja. Aunque los niveles actuales de tasas de interés siguen siendo atractivos para la deuda en moneda local, la reciente apreciación de la moneda local podría afectar los rendimientos totales en dólares estadounidenses. El UYU se ha fortalecido en un 4% desde el comienzo del año, pero anticipamos que esta tendencia se revertirá a corto plazo. Por lo tanto, recomendaríamos esperar niveles más favorables para aquellos que buscan rendimientos totales en USD. Si bien el resultado de las elecciones podría influir en las perspectivas de la deuda, no prevemos cambios importantes en el marco de políticas. A pesar de no haber anunciado aún ninguna medida en el frente de la política monetaria, y de indicaciones de que la oposición ha aceptado previamente niveles de inflación más altos, los ajustes actuales en la política monetaria han demostrado ser exitosos. Además, el precedente histórico sugiere que los nuevos gobiernos a menudo construyen sobre las políticas exitosas de sus predecesores. Con eso en mente, mantenemos nuestra preferencia por la deuda indexada a la inflación. A corto plazo, anticipamos una mayor volatilidad en los niveles de inflación, pero a largo plazo, esperamos que los bonos indexados superen a los instrumentos nominales, especialmente considerando los recortes de tasas esperados en el año en curso y la incertidumbre en torno a las elecciones disputadas en octubre.

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.

