

## ESTRATEGIA URUGUAY

Durante este primer trimestre, la tendencia observada en los últimos meses del año pasado ha persistido, lo que ha conducido a una disminución adicional de la inflación, alcanzando niveles aún más bajos que los registrados previamente. A pesar de los recortes en las tasas de interés por parte del banco central y las expectativas de tasas más altas en los Estados Unidos, el peso continuó fortaleciéndose. La estabilidad de estos indicadores durante este período nos ha llevado a ajustar a la baja nuestras proyecciones tanto para la inflación como para el tipo de cambio al cierre del año. Aunque mantenemos nuestra visión sobre la trayectoria de la inflación, anticipando un aumento hacia el extremo superior del rango objetivo durante el tercer trimestre, ahora esperamos que se mantenga por debajo del techo y cierre el año en el centro del rango. Sin embargo, a partir del próximo año, anticipamos una reversión de esta tendencia, con la inflación aumentando gradualmente y rondando el límite superior del rango objetivo. En cuanto a las exportaciones de bienes, en marzo se observó un cambio en la tendencia positiva registrada durante los dos primeros meses del año, particularmente afectadas por el mercado de carne bovina, que experimentó una disminución del 27% en comparación con el mismo período del año anterior.

**En marzo, la inflación apenas mostró variaciones, con un aumento marginal del IPC del 0,02%**, lo que llevó a un incremento interanual del 3,80%, el nivel más bajo desde agosto de 2005. Los resultados en términos de inflación logrados por el banco central han superado las expectativas tanto de analistas como de la propia autoridad monetaria, que anticipaba un descenso más gradual de la inflación a mediados del año pasado. Además, la inflación subyacente experimentó una disminución mensual del 0,04% en marzo, situándose en un 3,97% en los últimos 12 meses. Este indicador, que excluye los componentes más volátiles, ha mantenido una estabilidad en su ritmo de

### Anexo 1. Esperamos que la inflación termine el año en el centro del rango meta.

#### IPC a/a observado y proyección



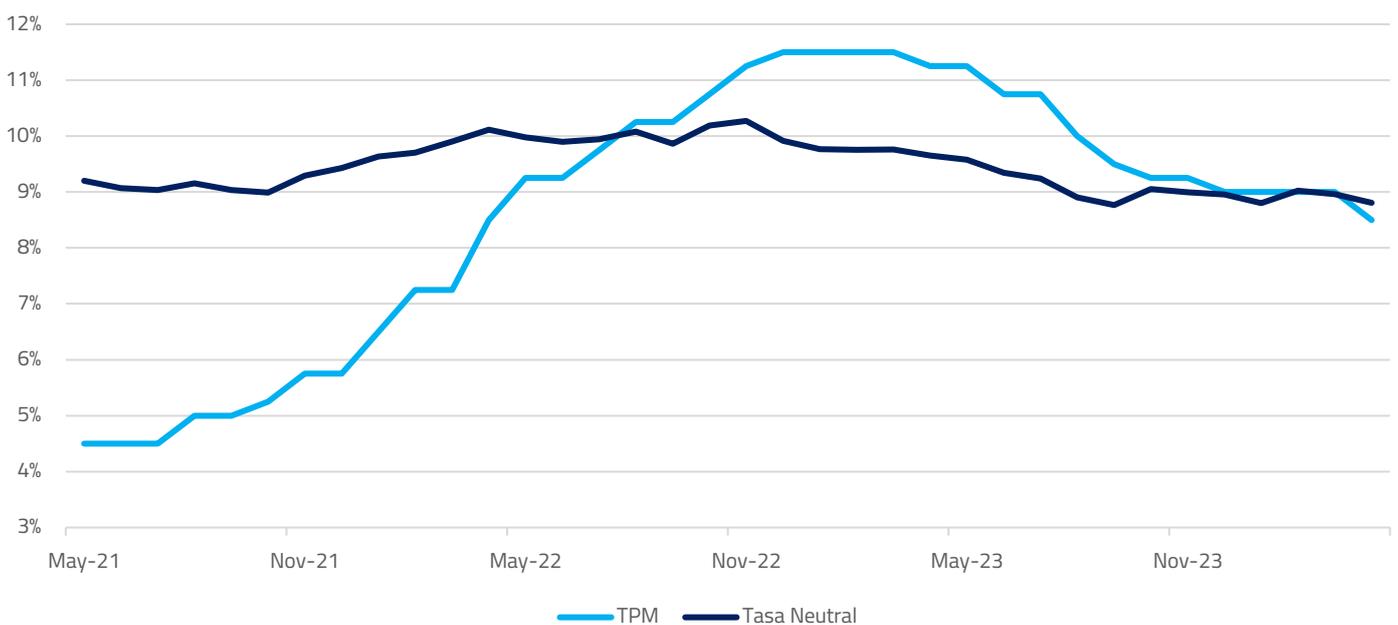
Fuente: INE, Latin Securities

aumento de precios, oscilando entre el 4% y el 4,5% desde diciembre del año anterior. La determinación demostrada por el banco central en su nueva estrategia de política monetaria ha comenzado a generar confianza entre los diversos actores económicos. La encuesta más reciente de expectativas de inflación del Banco Central del Uruguay (BCU) sitúa el aumento de precios para este año cómodamente dentro del rango meta del 5,4%, aunque la dispersión de las respuestas aún es considerable, fluctuando entre el 4,1% y el 6,15%. Para el próximo año, las expectativas se mantienen en torno al 6%. Sin embargo, dada la incertidumbre que rodea el resultado de las elecciones nacionales a fin de año y la falta de claridad por parte de la oposición en cuanto al manejo de la política monetaria, no es sorprendente que las expectativas sigan situándose en el límite superior del rango para los próximos 24 meses.

**Los riesgos al alza para la inflación siguen latentes.** Aunque mantenemos nuestras expectativas de que no experimentaremos un incremento significativo en el índice de precios, aún identificamos riesgos que podrían empezar a materializarse, especialmente a partir del segundo semestre del año. Durante la década anterior a la asunción del actual gobierno, la inflación en Uruguay se mantuvo dentro de lo que se llamó la "zona de confort", con niveles entre el 8% y el 10%, y una estrategia de política monetaria basada en el equilibrio de distintas variables como inflación, tipo de cambio, actividad y empleo, conocida como "platos chinos". Sin embargo, esta estrategia demostró ser insatisfactoria, y no anticipamos un retorno a esta práctica ante un eventual cambio de gobierno. Es probable que un eventual gobierno de oposición a partir de marzo del próximo año tolere niveles inflacionarios más altos y vuelva a aplicar mecanismos de intervención en el mercado de cambios, como ha sido reclamado en varias ocasiones durante este período. En cuanto al tipo de cambio, hemos observado una apreciación frente al dólar desde noviembre del año pasado, a pesar de percibir una reducción en las presiones al alza sobre el tipo de cambio. Además, el proceso de recorte de tasas de interés iniciado por el banco central a principios del año pasado debería tener un impacto al alza en la inflación, especialmente considerando que se ha abandonado la postura restrictiva de la política monetaria tras el último recorte. El banco central ha implementado recortes de tasas de interés de

**Anexo 2. La tasa de política monetaria abandonó el terreno restrictivo.**

**TPM & Tasa neutral según estimaciones del BCU**



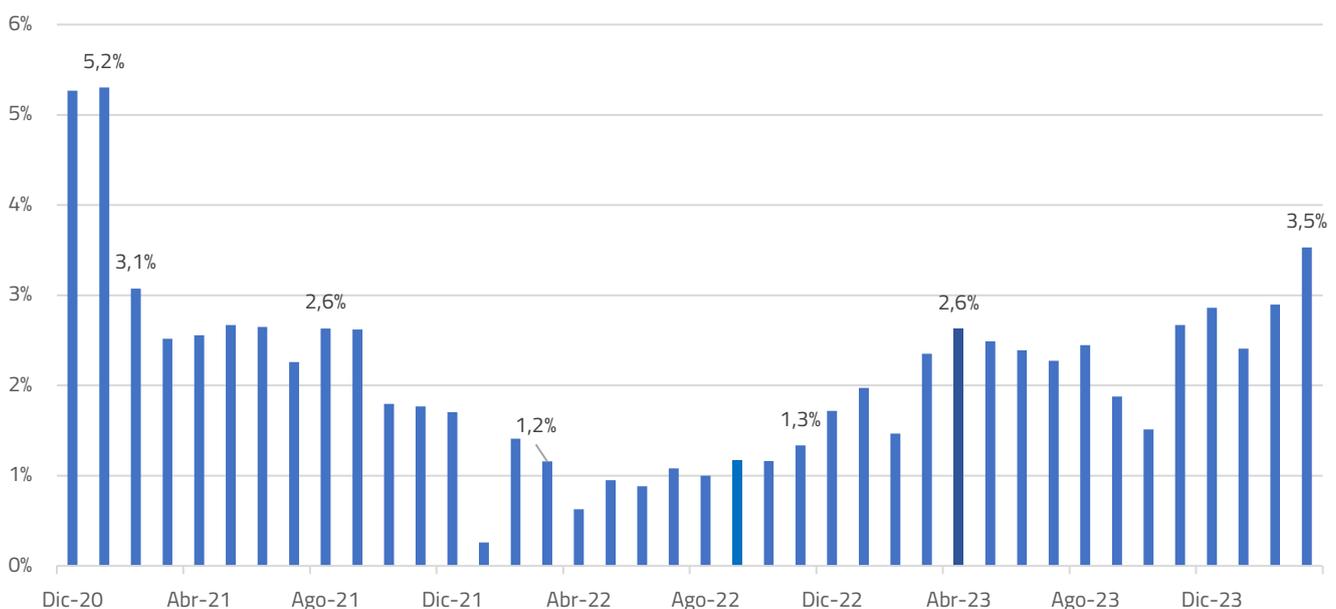
Fuente: INE, Latin Securities

manera más agresiva de lo esperado, reduciendo 50 puntos básicos en su reunión de este mes, por encima de los 25 puntos básicos previstos. Además, las perspectivas de menos recortes y un mayor nivel de tasas de interés en los Estados Unidos deberían disminuir el atractivo de los títulos y ahorros en moneda local, en una economía altamente dolarizada. Considerando el rezago de entre 12 y 18 meses en el impacto de los movimientos de las tasas de política monetaria sobre la inflación, esperamos que el reciente afloje y los próximos recortes a lo largo del año comiencen a tener un efecto inverso a la inflación, contrario al observado hasta ahora.

**Esperamos presiones a la baja para el Peso Uruguayo (UYU) frente al dólar.** Después de alcanzar los \$40 a principios de noviembre del año pasado, la moneda local ha acumulado una apreciación de más del 4% frente al dólar. Sin embargo, en nuestra opinión, esta tendencia de apreciación del tipo de cambio debería revertirse próximamente. En primer lugar, no anticipamos un repunte significativo en las exportaciones de bienes y servicios que justifique presiones alcistas sobre el tipo de cambio. Además, no se prevén mega inversiones en infraestructura para este año, como las que ocurrieron en el pasado con el ferrocarril central y las plantas de celulosa, que podrían generar un flujo excepcional y relevante de dólares al mercado. Por otro lado, el tipo de cambio real a fines de febrero se encuentra más de un 15% por debajo de los niveles de 2019 y cerca de un 40% por debajo del promedio del siglo. Esta situación ha generado problemas para dos de los principales sectores de la economía, el agroexportador y el de la construcción. Estos sectores, cuyos ingresos están en dólares, pero tienen la mayor parte de sus costos en moneda nacional, han expresado constantemente su descontento con la política monetaria del banco central y han solicitado intervenciones en el tipo de cambio. El sector agroexportador ha estado enfrentado históricamente a la izquierda uruguaya por lo que vemos difícil un enfrentamiento real del gobierno actual con el sector, a pesar de las críticas al tipo de cambio. Por otro lado, algunas empresas del sector de la construcción han empezado a mostrar problemas en sus cadenas de pagos. El sindicato de obreros de la construcción, uno de los más fuertes dentro de la central sindical, podría usar una eventual pérdida de puestos laborales para activamente hacer oposición al gobierno, a pesar de la recuperación del mercado laboral mostrada tras la pandemia en la cual

**Anexo 3. La tenencia por parte de no residentes en LRM en UYU está en su nivel más alto desde enero 2021**

**Tenencia de no residentes en LRM como porcentaje del total circulante**

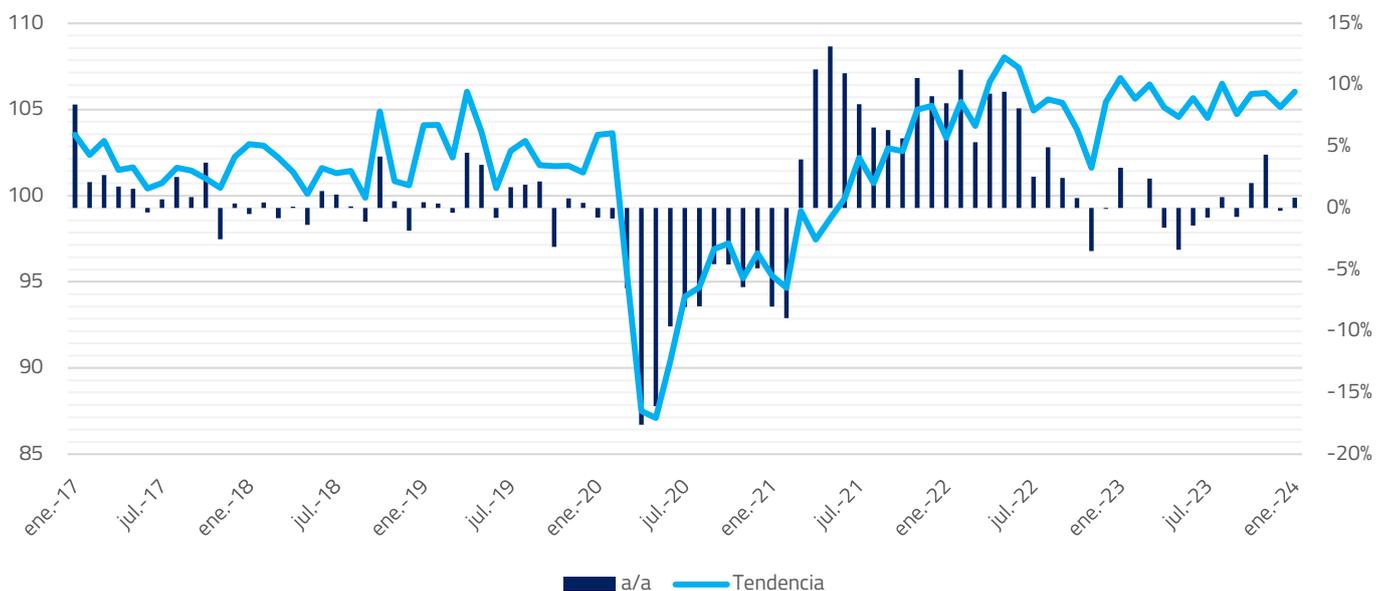


Fuente: BCU

no solamente se recuperaron los puestos perdidos durante ese periodo, sino que también se recuperaron los que se habían perdido durante el último gobierno del Frente Amplio. Aunque el banco central se ha mantenido al margen de hacer intervenciones directas en el mercado de cambios, el reciente aumento en la tenencia de letras de regulación monetaria en moneda nacional por parte de inversores extranjeros podría justificar una revisión de la situación. El gobierno necesita una recuperación gradual del tipo de cambio para así poder darle impulso a estos sectores sin que esto se traslade a un shock inflacionario en el muy corto plazo.

**La actividad continuó mostrando señales de recuperación durante el primer trimestre del año.** Los indicadores clave de actividad económica han dado señales alentadoras de una posible recuperación después de un año 2023 caracterizado por un crecimiento modesto del 0,4%. En enero, el Indicador Mensual de Actividad Económica aumentó un 0,1% interanual y un 0,8% desestacionalizado en comparación con diciembre del año anterior. Además, el Índice de Volumen Físico de la Industria Manufacturera experimentó un incremento del 1% en los primeros dos meses del año respecto al mismo período del año anterior, mientras que el Índice Líder de Ceres mostró una variación positiva por sexto mes consecutivo en marzo, con un aumento del 0,3% durante el mes. El bajo crecimiento registrado el año pasado se vio principalmente afectado por factores transitorios que se espera que reviertan este año. La sequía que impactó en la producción de energía y en el sector agropecuario, sobre otros sectores de la actividad económica, ya es cosa del pasado, y las lluvias abundantes pronosticadas para el resto del año sugieren una buena cosecha. La refinería de Ancap, que estuvo parada debido a labores de mantenimiento, ahora está operativa. Además, la brecha cambiaria con Argentina está en proceso de normalización tras el cambio de gobierno, lo que debería resultar en un retorno significativo del turismo y del consumo en el extranjero al país. Aunque no se espera un impulso externo tan pronunciado como el experimentado a mediados de la década pasada, ni tampoco un repunte tan marcado como el observado tras la salida de la pandemia, se anticipa una mayor demanda por bienes de producción nacional en comparación con el año anterior. Por lo tanto, consideramos que la estimación de crecimiento del gobierno del 3,5% es coherente, y mantenemos nuestras proyecciones para esta variable hasta fin de año.

**Anexo 3. El IMAE retomó s crecimiento en enero luego de la caída de diciembre**  
**Cambio a/a IMAE y nivel en tendencia-ciclo.**



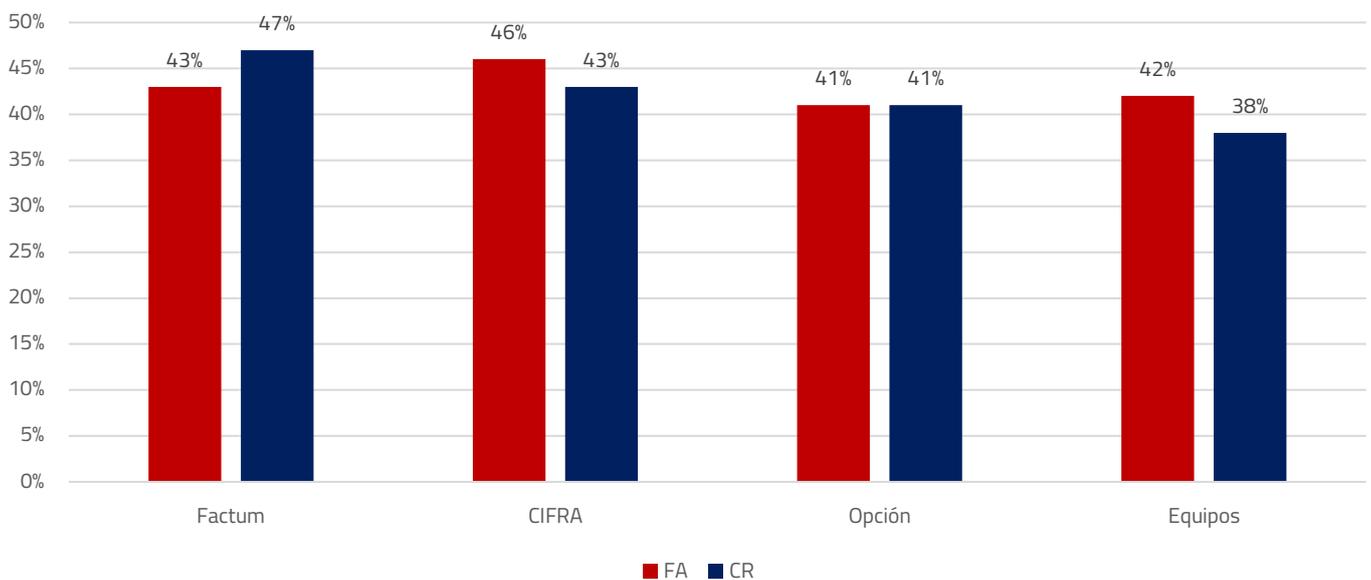
Fuente: BCU

**El déficit fiscal sigue siendo motivo de preocupación en el corto plazo.** En febrero, el resultado del sector público no monetario registró un déficit del 3,1% del PIB, excluyendo las transferencias de seguridad social. Sin embargo, al incluir los resultados financieros, este déficit aumentó al 3,8% del producto. La recaudación impositiva tuvo un impacto negativo en comparación con el año 2023, disminuyendo un 4,8% en términos reales. Esta disminución contribuyó al aumento del déficit del Sector Público Global del 3,4% al 3,6%, aunque este incremento se vio mitigado por una reducción en los gastos del gobierno central–BPS, pasando del 26,9% al 26,4% del PIB. Durante los primeros dos meses del año, la recaudación mensual de impuestos ha experimentado un crecimiento en línea con la actividad económica en aumento. En enero, la recaudación neta aumentó un 0,8% interanual en términos reales, impulsada por un incremento en la recaudación del impuesto a las rentas personales, coincidiendo con la sólida recuperación del mercado laboral. En febrero, la recuperación fue aún más significativa, con un crecimiento del 5,9% interanual en términos reales, nuevamente impulsado por el impuesto a las rentas personales. La proyección del gobierno del déficit a 3% para finales de año parece razonable dada la situación actual, y se espera que se cumpla este objetivo. La importancia de este indicador no se limita a números y análisis macroeconómicos, sino que también es fundamental en el discurso del gobierno actual sobre la responsabilidad fiscal y el manejo adecuado de los fondos públicos. Durante la campaña electoral, el gobierno actual utilizó el déficit de la administración anterior como un punto de referencia, habiendo recibido un déficit consolidado del 3,4% a fines de 2019. Aunque el objetivo inicial de un déficit considerado sostenible del 2,5% dadas las estimaciones de crecimiento potencial se considera inalcanzable, es crucial para los intereses electorales de la coalición gobernante mostrar mejoras en este sentido, especialmente al destacar los impactos negativos de eventos como la pandemia y la sequía en el último quinquenio.

**Las encuestas muestran una elección abierta de cara a octubre.** El último recuento de encuestas, las cuales aún no consideran el apoyo de Mario Bergara a Yamandú Orsi y el de Gustavo Zubía a Andrés Ojeda, muestran una paridad en las elecciones nacionales de octubre, con la coalición republicana (CR) acortando la diferencia y hasta superando al Frente Amplio en comparación con los sondeos de algunos meses atrás. A dos meses de las elecciones internas, la del Partido Nacional (PN) parece definida a favor de Álvaro Delgado. Por otro lado, la interna

**Anexo 4. Las encuestas de febrero-marzo muestran paridad de cara a octubre**

**Intención de voto de cara a octubre Frente Amplio / Coalición Republicana.**



Fuente: Factum, CIFRA, Opcion, Equipos

del Partido Colorado (PC), que mostraba un alto nivel de paridad entre Andrés Ojeda y Robert Silva, podría tener un vuelco hacia el primero dado el apoyo recibido por parte de Zubía. En cuanto a las internas de la oposición, el favorito parece seguir siendo Yamandú Orsi, más aún tras la baja de su candidatura y el posterior apoyo de Mario Bergara. De todas maneras, la encuesta de Equipos muestra una paridad entre Orsi y Carolina Cosse, la cual ha mostrado una tendencia ascendente desde el año pasado. En un escenario de elecciones nacionales igualadas, el resultado final dependerá en gran medida de quién sea el candidato de la oposición y del PC. Según la última encuesta de Opción, Orsi lidera con un 44% de intención de voto, seguido por Delgado con un 28% y Tabaré Silva del PC con un 5%. Sumando el apoyo de Cabildo y el Partido Independiente, esto resulta en un empate entre el FA y la CR, con un 13% para otros y un 1% para el PERI. Si Cosse y Ojeda resultan electos en las internas, la intención de voto para el FA baja al 41%, mientras que Delgado sube al 30% y Ojeda alcanza el 6%. En este caso, la suma de los partidos de la CR alcanzaría el 47%, lo que daría una ventaja al gobierno actual. Se rumorea que Delgado estaría intentando enfrentarse más a Cosse que a Orsi, con la esperanza de promover la precandidatura de la intendenta de Montevideo y, según su criterio, mejorar las posibilidades en las elecciones generales. De todas maneras, todo hace parecer que estaríamos yendo hacia un escenario de altísima paridad.

**El PIT-CNT habría alcanzado las firmas para la reforma de la seguridad social.** Según lo informado esta semana, la central sindical habría alcanzado las firmas necesarias para llevar a plebiscito su proyecto de reforma de la seguridad social. Aunque aún falta verificar la autenticidad de estas firmas y el proyecto deberá ser aprobado por mayoría simple en las elecciones de octubre, el riesgo de una reforma que podría tener consecuencias catastróficas para las finanzas del país es algo que no se puede pasar por alto y debe ser monitoreado de cerca. Recordando los detalles del proyecto, se plantea igualar por constitución la jubilación mínima al salario mínimo nacional y reducir la edad de retiro nuevamente a los 60 años, entre otras medidas. A pesar de que es poco probable que el proyecto

#### 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%	5,4%	6,0%
<b>Latin Securities</b>	<b>8,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,0%</b>

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%	3,5%	2,5%
<b>Latin Securities</b>	<b>4,9%</b>	<b>0,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,0%</b>

Tipo de Cambio	2022	2023	2024	2025
MEF	40,1	39,0	44,2*	n/a
Consenso del Mercado	40,1	39,0	40,2	42,5
<b>Latin Securities</b>	<b>40,1</b>	<b>39,0</b>	<b>40,5</b>	<b>43,0</b>

Fuente: BCU, Latin Securities, MEF; \*última actualización rendición de cuentas julio 2023.

sea aprobado, ya que no cuenta con el respaldo explícito de ninguno de los candidatos y ha sido objeto de críticas severas por parte de los economistas de la oposición, el riesgo persistirá mientras esté sujeto a la voluntad popular.

Para concluir, hemos ajustado nuestras expectativas de inflación de 5,7% a 4,5% y de tipo de cambio de \$41,5 a \$40,5 para finales de año, basándonos en una mayor resistencia del índice de precios al consumo (IPC) y en un Peso más sólido de lo esperado anteriormente. Consideramos que este panorama crea un entorno propicio para una emisión en moneda local por parte de la Unidad de Gestión de Deuda, y estamos dispuestos a ser compradores a los niveles actuales de rendimientos de los bonos en circulación. Aunque las tasas nominales siguen siendo atractivas dada la rentabilidad que ofrecen en la actualidad, a largo plazo preferimos los bonos indexados a la inflación, ya que anticipamos un aumento en los índices de precios el próximo año y consideramos diversos riesgos que podrían conducir a niveles de inflación más elevados. A medida que se mitiguen estos riesgos en el futuro, podría considerarse una mayor independencia del Banco Central del Uruguay (BCU), aunque no parece estar en los planes de ninguno de los candidatos en las próximas elecciones.

## 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.

