

ESTRATEGIA URUGUAY

Octubre presenció una aceleración en la inflación, en línea con proyecciones anteriores. Después de una disminución en 11 de los últimos 12 meses, la inflación interanual para octubre aumentó de 3.9% a 4.3%. Anticipando la continuación de esta tendencia en 2024, especialmente a medida que los vientos favorables que respaldan la desinflación y las limitaciones de la política monetaria disminuyen, se espera que las presiones inflacionarias persistan. Sin embargo, se prevé que la inflación se mantendrá dentro del rango objetivo para el año siguiente. En un desarrollo económico positivo, las exportaciones experimentaron un crecimiento en octubre. Este crecimiento fue facilitado tanto por una recuperación en el número absoluto de exportaciones como por el favorable telón de fondo de una base comparativa muy baja, atribuida al inicio de la sequía a finales de 2022. La introducción del nuevo Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAE) en agosto señaló un aumento en la actividad económica. Esto se alinea con las proyecciones que indican que, a finales del tercer trimestre, la economía debería iniciar su recuperación desde los contratiempos sufridos desde el año anterior. Después de la depreciación experimentada entre agosto y octubre, el Peso Uruguayo local se ha estabilizado alrededor de \$40. Esta estabilización se atribuye al hecho de que la tesis de "mayores tasas por más tiempo" en Estados Unidos ya ha sido incorporada a la valoración de la moneda.

La inflación de octubre aumentó a un 0.63%, la lectura más alta desde abril. El aumento estuvo en línea con las expectativas de los analistas (0.6%), con aumentos de precios en todas las categorías. El mayor contribuyente a la inflación mensual fue la división de transporte, ya que los combustibles aumentaron un 4.67% en promedio y representaron casi la mitad del aumento del índice. El índice de IPC ha subido un 4.9% durante el año y un 4.3% en

Anexo 1. La inflación se aproximó a su objetivo en octubre.

Inflación acumulada 12 meses y objetivo del banco central



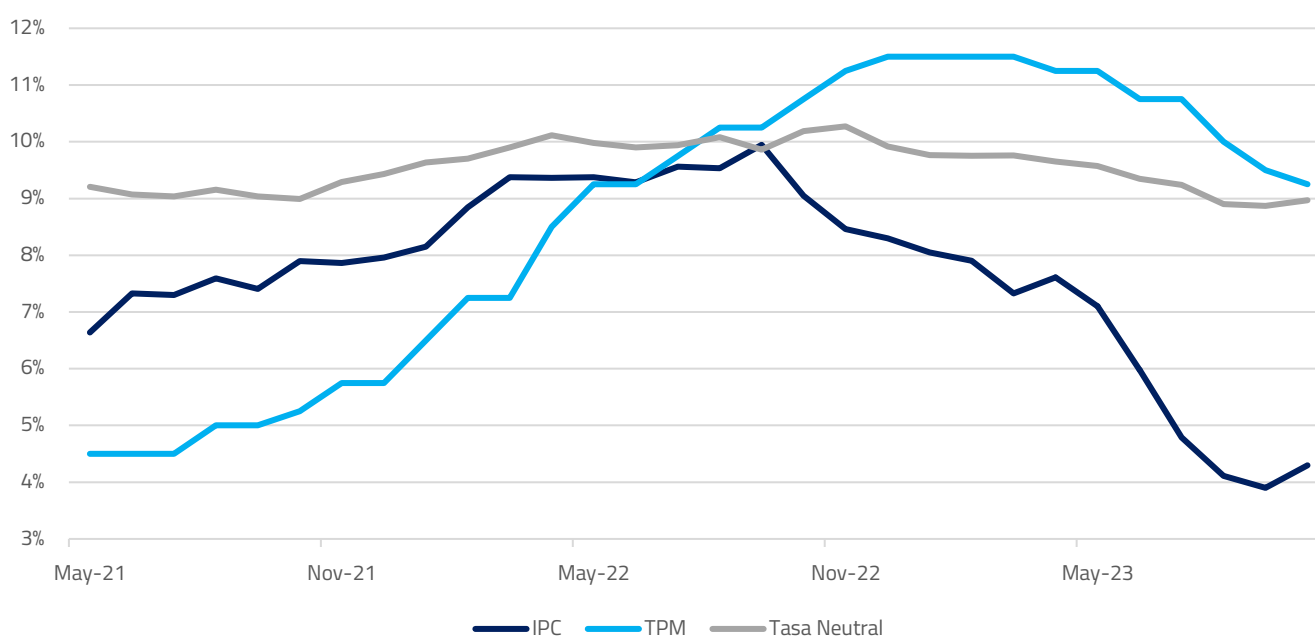
Fuente: INE

los últimos 12 meses. Hasta el mes pasado, la inflación había estado cayendo casi ininterrumpidamente después de alcanzar el 10% en septiembre de 2022. La encuesta realizada por el Banco Central del Uruguay (BCU) en noviembre mostró que los analistas esperan que la inflación termine el año en un 5.2%, pero se acelere en los años siguientes, con expectativas para los próximos 12 meses en un 6.5% y un 6.1% en los próximos 24 meses. Estamos seguros de que la inflación se mantendrá dentro del rango objetivo al menos durante los próximos 12 meses, pero se acercará lentamente a su límite. Como hemos mencionado anteriormente, el actual aumento del déficit fiscal actuará como una fuerza inflacionaria. El relajamiento de la política monetaria comenzará a impulsar la inflación el próximo año, ya que el rezago de 12 a 18 meses en la política monetaria comenzará a correr en abril, y los bancos centrales a nivel mundial continuarán o iniciarán su proceso de relajamiento. La confianza de los agentes en la sostenibilidad a largo plazo de los resultados de la política monetaria sigue siendo baja, más aún teniendo en cuenta la incertidumbre de un posible cambio de gobierno en el período relevante. Con la actual tendencia al alza de la inflación, no sería sorprendente que las expectativas suban por encima de los niveles actuales.

El banco central redujo su Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos básicos. Después de una reducción de 50 puntos básicos en la TPM en octubre, el BCU decidió continuar con su proceso de flexibilización, recortando 25 puntos básicos adicionales en noviembre, alcanzando un total de 225 puntos básicos desde abril. Según las actas de la última reunión, hay conformidad con los resultados obtenidos hasta ahora, y futuras acciones dependerán de los datos. El último recorte fue inesperado, ya que, en su reunión de octubre, el Comité de Política Monetaria (MPC) había insinuado que se esperaba una pausa, ya que las fuerzas desinflacionarias estaban disminuyendo y las expectativas se mantenían por encima del techo del rango objetivo. En su último informe de política monetaria, el BCU actualizó su tasa neutral del 2% al 2.4% por encima de las expectativas de inflación para el Horizonte de Política Monetaria (HPM, 24 meses). Las expectativas de inflación después de la última actualización cayeron del 6.87% al 6.57%, indicando un movimiento similar entre las expectativas y la TPM. Ahora, la diferencia entre la TPM y la tasa neutral es inferior a 30 puntos básicos, dejando poco espacio para nuevos recortes de tasas. Dada la incapacidad

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

IPC, Tasa de Política Monetaria y nivel de neutralidad de la TPM



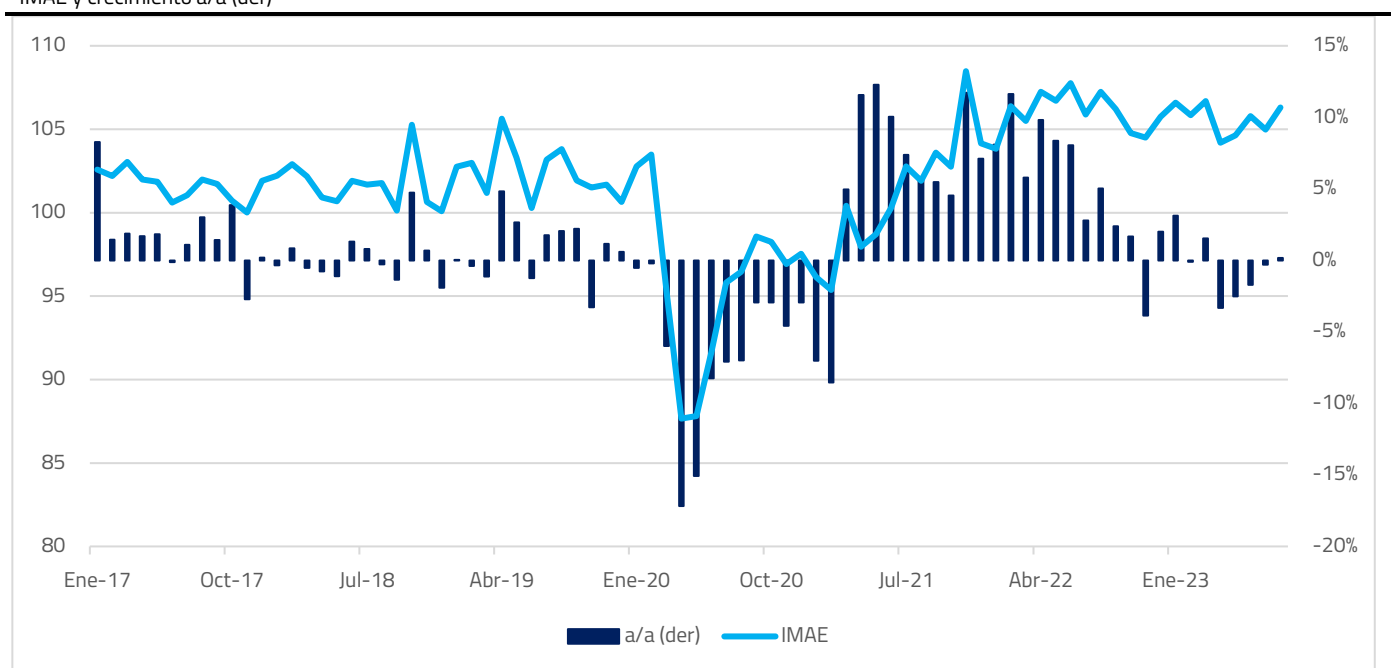
Fuente: INE; BCU

del BCU para anclar las expectativas de inflación y la rigidez principalmente de los dueños de negocios, si las expectativas aumentan en los próximos meses, esto obligará al BCU a aumentar nuevamente su TPM, lo cual es muy improbable, o a romper su compromiso de mantener la política monetaria en terreno restrictivo.

Una inflación más alta ayudaría a ajustar el desequilibrio fiscal. El reciente aumento en la inflación no es un incidente aislado; más bien, señala un cambio en las condiciones que llevaron a la lectura inflacionaria más baja en 18 años. Varios factores que antes contribuyeron a esta inflación mínima ahora se están transformando en desafíos. Especialmente, el déficit fiscal ha alcanzado niveles similares a los observados en diciembre de 2019. El Frente Amplio (FA) concluyó 2019 con un déficit fiscal del 4.4% del PIB y dejó al gobierno, en febrero de 2020, con un déficit del -4.3% del PIB. A lo largo de la campaña electoral y durante su tiempo en la oposición, el actual gobierno criticó vehementemente la gestión de las cuentas públicas. Los datos históricos muestran un crecimiento constante del gasto público en un promedio del 1.2% del PIB durante los años electorales. Ahora, el gobierno se enfrenta a la tarea de reducir el déficit fiscal sin recurrir a medidas impopulares que puedan poner en peligro sus posibilidades de reelección. Aunque el gobierno había logrado reducir con éxito el déficit fiscal al 2.5% del PIB en septiembre de 2022, un sólido desempeño económico se vio interrumpido por la sequía en el cuarto trimestre de 2022. Posteriormente, el déficit fiscal experimentó un aumento constante, impulsado por un aumento del gasto público como porcentaje del PIB, pasando del 26.3% al 27.4%, acompañado por una disminución de los ingresos de aproximadamente el 26.5% al 25.9%. A pesar de cumplir con las reglas fiscales, que incorporan variables no observables como el PBI potencial, el éxito en la gestión de la cuenta fiscal dependió de circunstancias temporales en lugar de cambios estructurales. Aunque se espera que la actividad económica continúe mejorando a lo largo del resto del actual mandato, contribuyendo a un mejor equilibrio fiscal, el déficit actual sigue estando significativamente lejos del objetivo del gobierno del -2.5%. Por lo tanto, una tasa de inflación más alta podría ayudar a mitigar los niveles actuales de gasto y contribuir a una perspectiva fiscal más sostenible, aumentando el incentivo para apuntar al techo en lugar del piso del rango objetivo.

Anexo 3. La actividad creció en agosto.

IMAE y crecimiento a/a (der)



Fuente: BCU

La actividad está mostrando signos de una posible recuperación. Hasta ahora, los datos indican que la economía está en camino de revertir la tendencia negativa mostrada desde el cuarto trimestre del año pasado. El recientemente publicado IMAE mostró que la actividad aumentó en agosto en comparación con el año anterior, después de caer ininterrumpidamente desde abril. El IMAE aumentó un 0,2% en comparación con el año anterior y un 1,2% en comparación con el mes anterior en términos ajustados estacionalmente. El IMAE se publicará mensualmente con un retraso de 60 días, actuando como un indicador adelantado para el número del PIB, que se publica con un retraso de 90 días. Además, los datos de exportación continúan mostrando una mejora. En octubre, las exportaciones totales crecieron un 14% en comparación con el año anterior y un 2,3% en comparación con el mes anterior, mientras que los datos avanzados de noviembre muestran un crecimiento aún más fuerte en comparación con el año anterior, del 20% en la primera mitad del mes. A pesar de que los precios han sufrido un fuerte retroceso desde el año pasado, los cultivos de invierno prometen un desempeño sólido en las exportaciones. Después de la sequía, las lluvias han sido abundantes y se espera que los niveles de exportación superen los del año pasado. Además, también se espera un buen desempeño para los cultivos de verano, lo que debería impulsar la actividad a principios de año. En cuanto a la próxima temporada de verano, la incertidumbre después de las elecciones argentinas ha aumentado. La incertidumbre con respecto al reciente cambio de régimen es tan alta como puede ser, pero la capacidad del consumidor argentino para reinventarse es asombrosa. Cuando todo apuntaba a una temporada lenta en 2024, la demanda de propiedades de alta gama está en niveles muy altos y los operadores están anticipando una temporada al menos tan buena como la de 2023. La temporada pasada sorprendió positivamente y llevó a un crecimiento positivo de la actividad durante el primer trimestre a pesar de la desaceleración de la actividad exportadora y el impacto de la sequía. La combinación de una sólida temporada turística y la mejora de la industria exportadora debería llevar a un sólido comienzo de año.

Lacalle Pou concluyó un viaje satisfactorio a China. Aunque la perspectiva de un Tratado de Libre Comercio (TLC) entre Uruguay y China se desvaneció considerablemente después de la elección del presidente Lula en Brasil y el resurgimiento de las políticas proteccionistas, el gobierno uruguayo persistió en sus esfuerzos por asegurar condiciones preferenciales para sus productos locales. Un desarrollo reciente tuvo lugar cuando el presidente Lacalle Pou, acompañado por un diverso equipo que representaba varios sectores del gobierno, concluyó una misión diplomática en China. Durante esta visita, se forjó una asociación estratégica integral que abarca 24 facetas diferentes, que van desde el comercio y la inversión hasta la ciencia, la tecnología, la educación y el deporte. Según informó la red china CCTV, el presidente Xi Jinping expresó su bienvenida a un mayor flujo de productos agrícolas de alta calidad de Uruguay y se comprometió a promover inversiones adicionales de empresas chinas en el país. A pesar de las menciones de avanzar en las negociaciones del TLC, la realización de dicho acuerdo aún parece distante. Las autoridades chinas ya han iniciado discusiones sobre la posible importación de carne neutra en carbono de productores uruguayos. Cabe destacar que esta carne se exporta principalmente a Europa y Corea del Sur en la actualidad. Se está generando expectación de que Argentina, con su nuevo gobierno electo, rompa con décadas de proteccionismo excesivo. Este cambio de política podría catalizar una transformación dentro del Mercosur, potencialmente convirtiéndolo en una unión aduanera modernizada. Es notable que esta transformación pueda ocurrir a pesar de la histórica posición de Brasil en este asunto. El panorama geopolítico está experimentando cambios notables, y Uruguay se está posicionando estratégicamente dentro de este marco en evolución para fomentar asociaciones económicas y relaciones comerciales.

Como conclusión, a medida que nos acercamos al cierre del año, mantenemos nuestra confianza en que nuestras proyecciones iniciales se seguirán confirmando. Observamos un aumento en la actividad económica durante el segundo semestre, el cual ya hemos comenzado a presenciar, y anticipamos que esta tendencia continuará en la primera mitad de 2024. Además, es importante señalar que hemos alcanzado el punto más bajo en el ciclo de desinflación, y en los próximos meses esperamos una aceleración moderada de la inflación, siempre dentro del rango objetivo. Dado el desempeño de los bonos en pesos nominales en los últimos 18 meses, recomendamos mantener una estrategia de reducción gradual de la exposición a estos bonos a favor de bonos indexados a la inflación (UI). Es relevante mencionar que las posibles implicaciones de un cambio de gobierno en las próximas elecciones, junto con el aumento de la inflación que hemos mencionado previamente, podrían contribuir a un aumento de la inflación en el corto plazo. Al mismo tiempo, es probable que el ciclo de reducción de las tasas de interés de referencia por parte del banco central esté llegando a su fin. En cuanto a la moneda local, prevemos un escenario de estabilidad. La perspectiva se basa en una mayor oferta de dólares a través del aumento de las exportaciones y en las limitadas presiones alcistas externas sobre el dólar. En resumen, consideramos que el riesgo de depreciación de la moneda local es bajo en este contexto.

Anexo 4. Proyecciones

Inflación	2021	2022	2023	2024
MEF	8.0%	8.1%	6.7%	5.8%
BCU	8.0%	8.1%	5.7%	5.0%
Consenso del Mercado	8.0%	8.1%	5.2%	6.5%
Latin Securities	8.0%	8.1%	4.7%	5.4%

Crecimiento (PIB)	2021	2022	2023	2024
MEF	4.4%	4.9%	1.3%	3.7%
BCU	4.4%	4.9%	1.0%	4.0%
Consenso del Mercado	4.4%	4.9%	0.8%	3.1%
Latin Securities	4.4%	4.9%	1.0%	3.0%

Tipo de Cambio	2021	2022	2023	2024
MEF	44.7	40.1	41.9	44.5
Consenso del Mercado	44.7	40.1	39.8	42.0
Latin Securities	44.7	40.1	40.0	42.0

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.

