

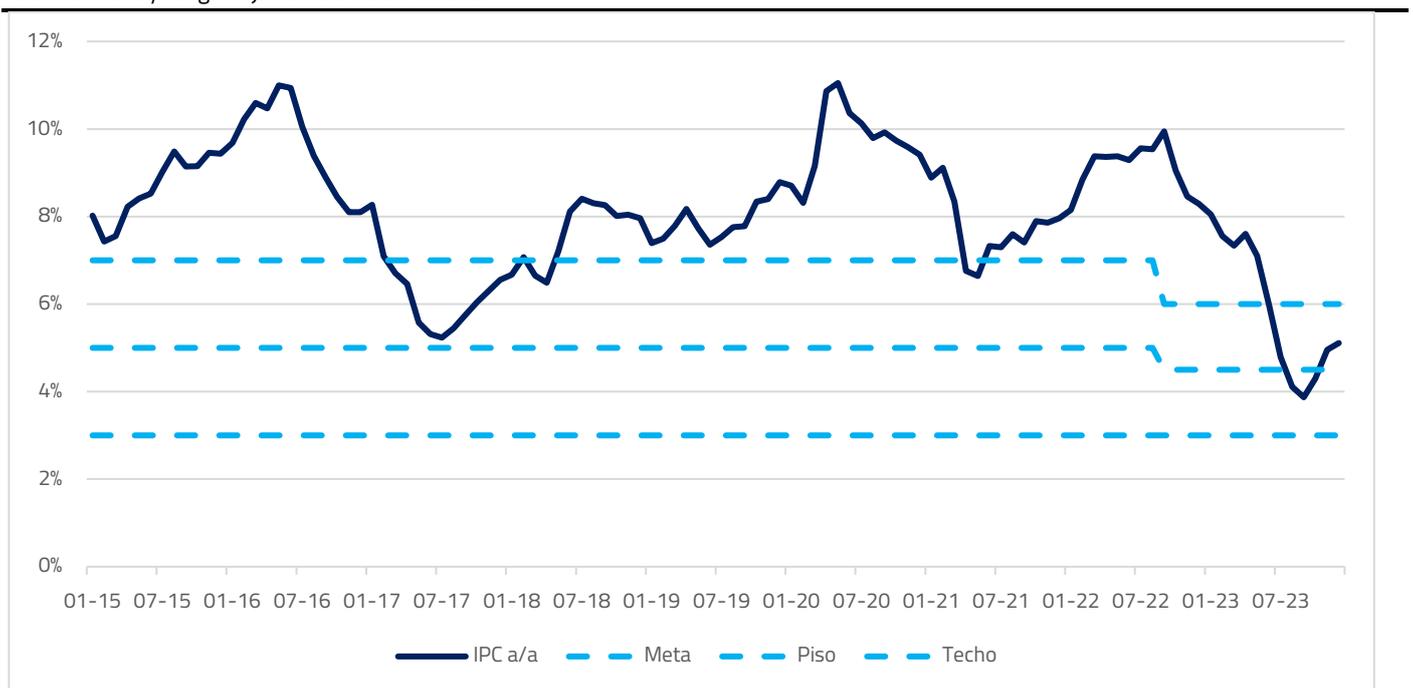
## ESTRATEGIA URUGUAY

La inflación concluyó el año pasado en un 5.1%, marcando su punto más bajo desde 2005 y alineándose con el rango objetivo por primera vez en varios años. A pesar de una disminución del 13% interanual, las exportaciones de bienes mostraron un desempeño sólido, superando los US\$ 11.5 mil millones al finalizar el 2024, principalmente gracias a un fuerte cuarto trimestre. La economía evidenció un crecimiento al inicio del cuarto trimestre, como lo indicó el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAE) de octubre, y se espera que esta tendencia positiva persista, al menos durante la primera mitad del año en curso. En el horizonte, se vislumbran diversas amenazas que podrían introducir incertidumbre en los mercados financieros. En primer lugar, el déficit fiscal permanece elevado y se desvía significativamente del objetivo del gobierno del 2.6% para la conclusión del año en curso. La segunda amenaza es un arquetipo de baja probabilidad, pero de impacto extremadamente alto, representado por el posible plebiscito sobre la reforma de la seguridad social propuesta por la central sindical de trabajadores, el PIT-CNT. El Banco Central de Uruguay continuó con su política monetaria expansiva, reduciendo su tasa de referencia en 25 puntos básicos durante la reunión de cierre del año.

**El IPC cayó en diciembre gracias al programa UTE premia.** En el último mes, la lectura de la inflación mostró una disminución del 0.11% m/m, cerrando finalmente el año en un 5.1% interanual, una cifra mejor a las predicciones de los analistas y bien dentro del rango objetivo del 3% al 6%. El desempeño general de la política monetaria en 2023 logró su objetivo al reducir con éxito la inflación de fin de año del 8.3% al 5.1% interanual. La eficacia de la política monetaria, que concluyó el año cerca de su nivel neutro anticipado, fue complementada por factores externos. Notablemente, los precios del petróleo se mantuvieron relativamente estables, experimentando cambios mínimos

### Anexo 1. La inflación terminó el año dentro del rango meta.

Inflación a/a y rango objetivo del banco central



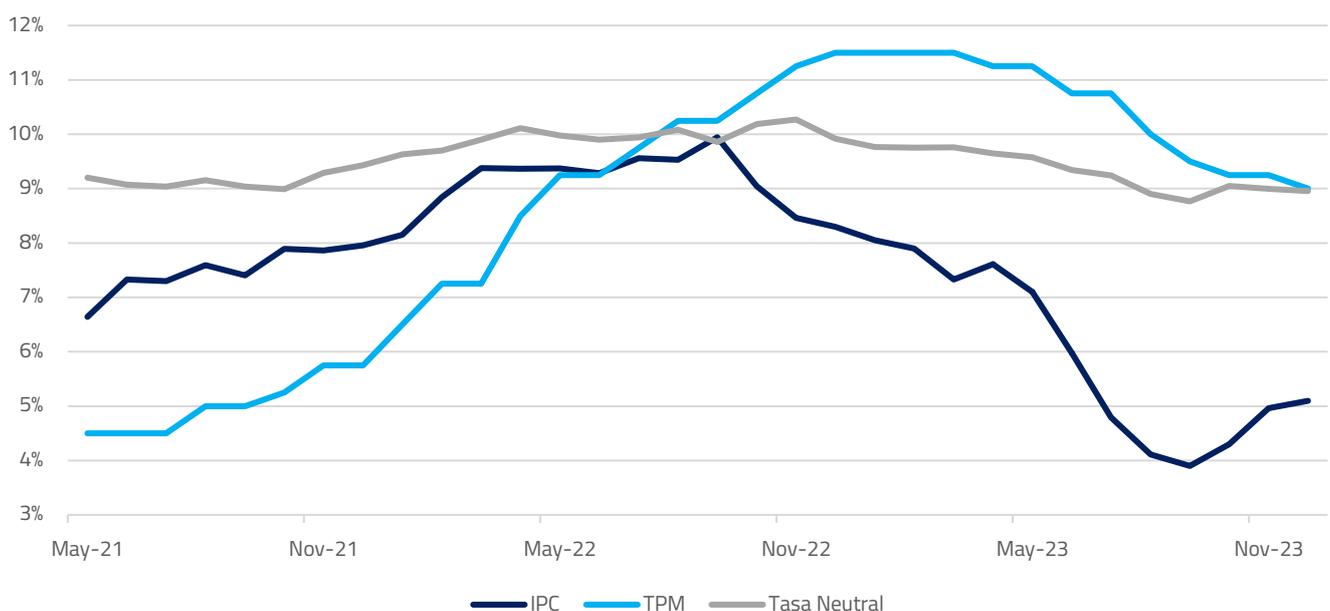
Fuente: INE

en comparación con sus niveles de diciembre de 2022. Esta estabilidad en los precios del petróleo desempeñó un papel crucial, contribuyendo a un crecimiento de solamente 2% interanual en la división de transporte del índice. Además, por segundo año consecutivo, la moneda local experimentó apreciación, lo que resultó en precios más bajos para los bienes importados, que experimentaron un crecimiento sustancial en los últimos 12 meses. En cambio, la división más impactante para aquellos particularmente vulnerables a los efectos de la inflación, es decir, alimentos y bebidas no alcohólicas, registró un aumento superior al promedio, aumentando un 6.15%. En consecuencia, la inflación subyacente, que excluye elementos volátiles, mostró un aumento más moderado, situándose en un 4.5% interanual en comparación con el índice general. Como se enfatizó anteriormente, anticipamos un aumento gradual de la inflación en los próximos meses. Una política monetaria neutral, junto con una moneda devaluada y precios relativamente altos en los países vecinos, está destinada a contribuir a esta tendencia inflacionaria. Sin embargo, tranquilizados por los datos subyacentes, mantenemos la expectativa de que la inflación no se disparará incontroladamente, permaneciendo bien contenida dentro de los niveles deseados.

**El Banco Central del Uruguay (BCU) mantiene una perspectiva optimista sobre la inflación.** En su reunión de diciembre, el BCU tomó la decisión de reducir su tasa de referencia en 25 puntos básicos, llevándola al 9%. Esta acción representa un cambio desde una postura restrictiva a un nivel considerado neutral según las métricas proporcionadas por el banco central. El informe más reciente de Política Monetaria esboza una trayectoria de inflación esperada que oscila entre el 5% y aproximadamente el 5.3% en los próximos 24 meses. Es importante destacar que todos los indicadores relevantes para el banco central indican expectativas de inflación que persisten por encima del límite superior del rango objetivo del 6%. Contrariamente a la perspectiva del banco central, los empresarios anticipan que la inflación alcanzará el 7%, mientras que los analistas proyectan una cifra ligeramente más baja, del 6.1%, en los próximos 24 meses. Además, la inflación implícita derivada de las curvas de tasas de interés sugiere un valor cercano al 6.5% durante el mismo período. La decisión de pasar de una postura restrictiva en la política monetaria, junto con la trayectoria actual de la inflación que ha aumentado desde su mínimo de

**Anexo 2. La tasa de política monetaria alcanzó su nivel neutro.**

Inflación a/a y TPM y tasa neutra



Fuente: INE; BEVSA

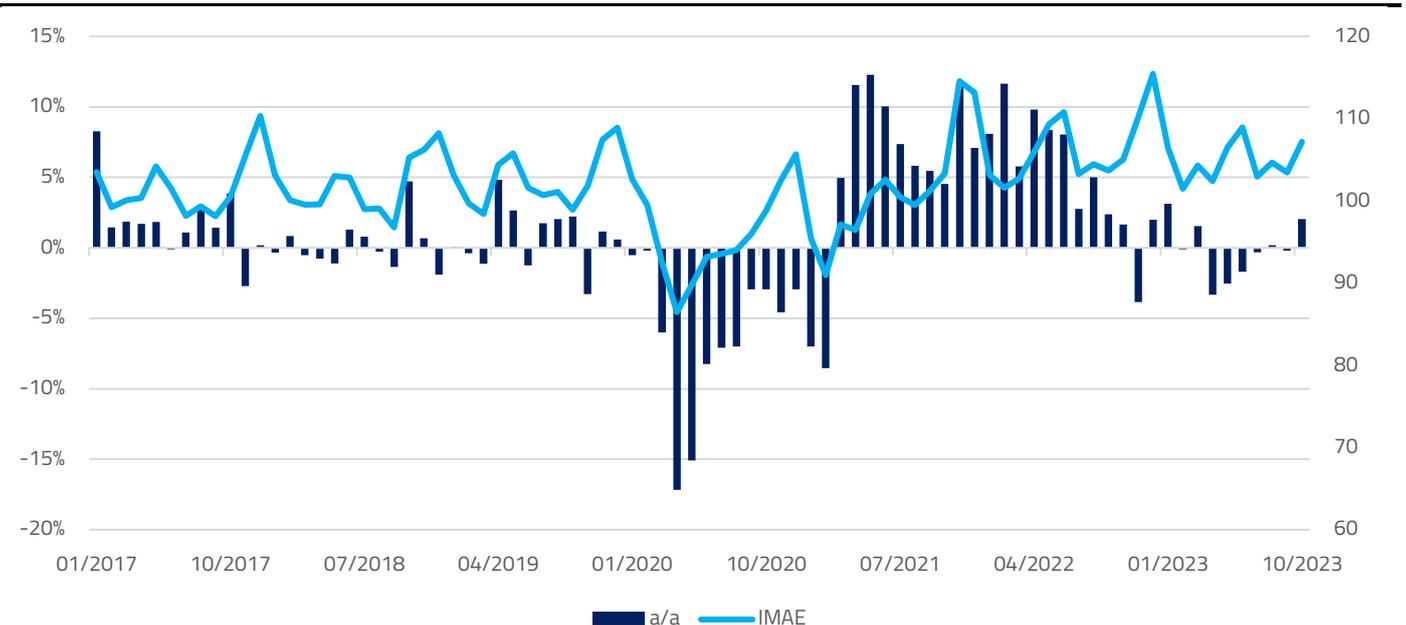
septiembre del 3.9% al 5.1%, refleja una perspectiva más optimista por parte de las autoridades monetarias en comparación con el sentimiento predominante en el mercado más amplio. Dada la persistencia de las expectativas en sus niveles actuales, sostenemos que las últimas estimaciones proporcionadas por el banco central pueden ser excesivamente optimistas.

**La política podría interferir con la política monetaria en 2024.** A medida que nos adentramos en un año electoral, con elecciones nacionales programadas para octubre, crece la preocupación sobre la posibilidad de que las decisiones de política monetaria sean influenciadas por consideraciones políticas. Durante los últimos cuatro años, el banco central ha mantenido un nivel sin precedentes de independencia, actuando de acuerdo con sus objetivos en lugar de dejarse llevar por motivaciones políticas. Sin embargo, las acciones recientes y el informe recién publicado generan algunas señales de alerta en nuestra evaluación. Dados los niveles actuales de inflación y el desempeño en los últimos 12 meses, existe la posibilidad de que el gobierno capitalice la situación para mostrar su éxito durante la campaña electoral, independientemente del anticipado cambio moderado en la trayectoria. La proyección de la trayectoria de la política de tasas de interés en el informe de política monetaria indica un recorte adicional de 100 puntos básicos durante 2024, seguido de aumentos en 2025. Esta proyección parece presentar una contradicción entre las expectativas actuales de inflación y los ajustes proyectados en las tasas de interés. Desde que la inflación alcanzó mínimos en septiembre, cuando descendió al 3.9%, hemos mantenido la hipótesis de que la inflación aumentaría, potencialmente probando el límite superior del rango objetivo del 6%. Las actualizaciones recientes sobre las tasas de interés parecen alinearse con nuestro punto de vista. A pesar de las previsiones del banco central que sugieren una relativa estabilidad en la inflación en los próximos 24 meses, parece que el verdadero objetivo está más cerca del 6% que del centro del rango en 4.5%. Estos desarrollos generan preocupaciones sobre la posible politización de las decisiones de política monetaria en la antesala de las elecciones.

**La actividad continuó mejorando durante octubre.** Después de una ligera disminución en septiembre, la actividad económica repuntó un 1.3% mes a mes y un 2% interanual en octubre, según informó el IMAE. Este resurgimiento

**Anexo 3. La actividad creció en octubre.**

IMAE y cambio a/a



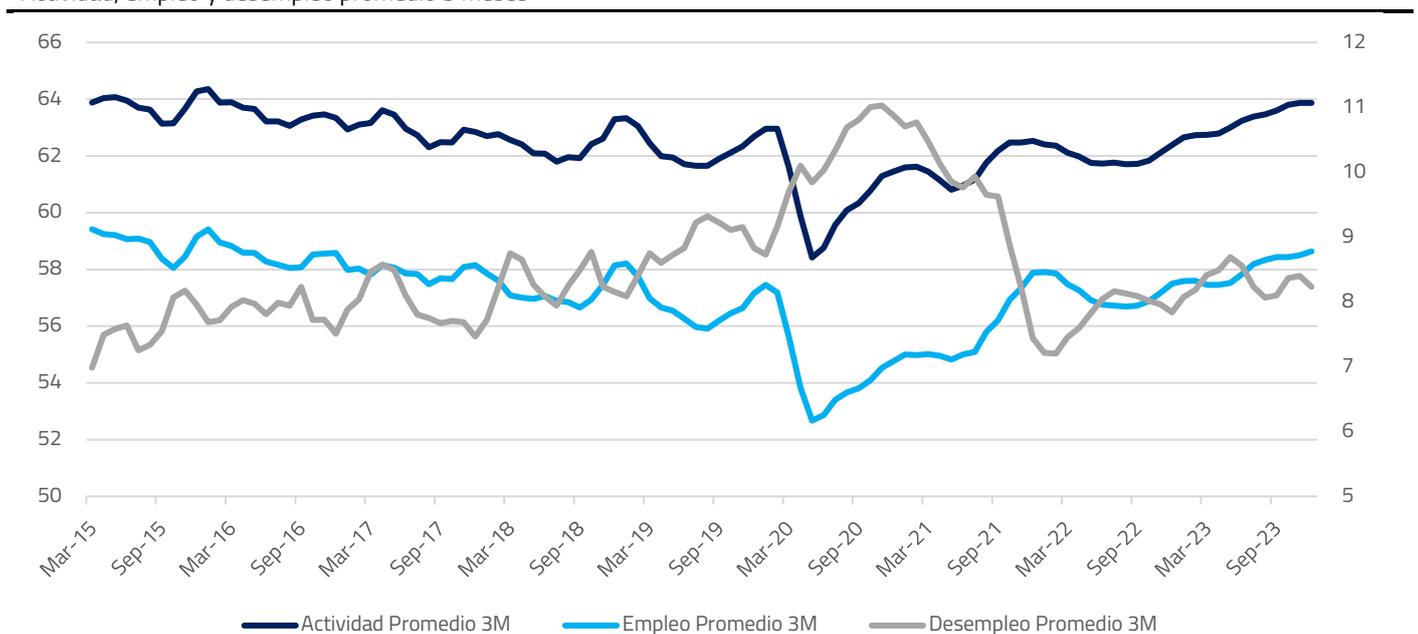
Fuente: BCU

se alinea con las expectativas, indicando una recuperación continua en la actividad económica a partir del tercer trimestre de 2023 en adelante. El Anexo 3 ilustra los desafíos económicos derivados del año pasado, atribuidos principalmente a una sequía regional que afectó negativamente el suministro de productos clave para la exportación y la desaceleración global que resultó en precios más bajos de los productos básicos. A medida que la producción se normalizó, la actividad ha mejorado progresivamente desde entonces. En promedio, el BCU anticipa un crecimiento anual del PIB del 4% en los próximos 24 meses, con un fuerte respaldo esperado de la industria exportadora y el consumo privado. Sin embargo, esta perspectiva positiva introduce una paradoja entre la estabilidad de la baja inflación y el sólido crecimiento en la actividad, especialmente en el contexto de una política monetaria expansiva. La coexistencia de estos factores lleva a un examen más detenido de las posibles implicaciones y desafíos dentro del panorama económico.

**El mercado laboral cerró el año de manera sólida.** En 2023, la creación de 39,000 nuevos empleos contribuyó a cerrar el año con una tasa de desempleo del 7.8%, marcando una mejora de 0.1% en comparación con el año anterior. Tanto la tasa de actividad como las cifras de empleo mostraron un crecimiento positivo, alcanzando el 63.8% y el 58.9%, respectivamente. Esto significa una notable mejora del 1.1% y el 1.2% en cada una de estas variables en comparación con las cifras de diciembre. Al examinar más de cerca, de los 39,000 individuos recién empleados, 53,000 se unieron al sector formal, mientras que el número de trabajadores no registrados disminuyó en 14,000. Sin embargo, cabe destacar que una parte considerable de los avances realizados en la formalización del mercado laboral durante la pandemia se ha erosionado. El porcentaje de trabajadores no registrados, que había caído por debajo del 20% en 2021, ha aumentado ahora a casi el 22.5%. Aunque la mejora sigue siendo notable, especialmente teniendo en cuenta el promedio prepandémico de alrededor del 25%, la tendencia se inclina hacia el lado negativo. Los niveles de empleo y actividad indican que el mercado laboral se encuentra actualmente en niveles históricamente altos, respaldado además por un aumento en los salarios reales, culminando en los niveles de nómina laboral más altos registrados hasta la fecha.

**Anexo 4. El empleo alcanzó sus niveles máximos desde 2016.**

Actividad, empleo y desempleo promedio 3 meses



Fuente: BCU

**Las exportaciones disminuyeron un 13% durante 2023, alcanzando los US\$11.5 mil millones.** A pesar de la comparación desfavorable con el año anterior, el rendimiento general de las exportaciones totales de bienes mostró solidez, superando los niveles de 2021 en un 5.5% y superando significativamente los años prepandemia. Al examinar productos individuales, la exportación principal, la carne, experimentó una disminución del 4% en volumen y una reducción del 15% en el precio promedio. En cambio, las exportaciones de celulosa, el segundo producto de mayor venta, experimentaron un aumento del 7% atribuido a una reducción del 20% en el precio, pero un notable aumento del 33% en el volumen, facilitado por la inauguración de la tercera planta de pulpa de celulosa. China surgió como el destino principal para los productos locales, representando el 22% de la demanda total, seguido de cerca por Brasil con el 19% y la Unión Europea con el 16%.

**La reciente reforma del sistema de pensiones está en peligro y también lo está la sostenibilidad a largo plazo del mismo.** Durante años, la necesidad de una reforma integral del sistema de pensiones ha sido un consenso en todo el espectro político, independientemente de la orientación. Sin embargo, debido a la impopularidad de las medidas necesarias para la sostenibilidad a largo plazo, administraciones anteriores procrastinaron abordar el problema hasta que el gobierno actual asumió el cargo. En abril, el Parlamento finalmente sancionó una reforma destinada teóricamente a asegurar la viabilidad del sistema de pensiones y estabilizar su déficit a largo plazo. La reforma aprobada incluyó medidas impopulares como el aumento de la edad de jubilación de 60 a 65 años y la eliminación de ciertos privilegios para grupos específicos de trabajadores. Aprovechando esta oportunidad, el PIT-CNT está movilizando apoyo para un plebiscito para revertir la reciente reforma. Sus cambios propuestos, de ser promulgados, podrían poner en peligro todo el sistema, especialmente al eliminar los fondos de pensiones y cambiar a un sistema colectivo sin ahorros individuales, reduciendo la edad de jubilación de nuevo a los 60 años y estableciendo la pensión mínima para alinearse con el salario mínimo nacional mediante medios constitucionales. A pesar de la defensa de la central sindical, no se han presentado proyecciones concretas y el impacto potencial en las finanzas públicas sigue siendo incierto. Algunos analistas especulan que el nuevo sistema de pensiones podría ampliar inmediatamente su déficit al 10% del PIB. Sin embargo, el camino hacia la aprobación es desafiante, dada la falta de un fuerte respaldo de cualquier partido político, a pesar de que más del 60% de la población expresa disposición a votar a favor del plebiscito. La probabilidad de que la reforma sea aprobada a través de un plebiscito es baja, ya que enfrenta críticas de casi todos los expertos técnicos independientes y políticos. La mejor oportunidad del proyecto radica en asegurar el apoyo de Carolina Cosse, quien, al ocupar el segundo lugar en las encuestas de las elecciones internas y contar con el respaldo del movimiento sindical, podría significar una ventaja significativa. Aunque Cosse no ha declarado definitivamente su postura sobre la reforma, alinearse con la estructura del PIT-CNT podría fortalecer su posición. Contrariamente al escenario en que se aprobó la reforma, su rechazo a través de un plebiscito podría llevar a una rebaja crediticia para el país y un aumento notable en el spread soberano.

En conclusión, anticipamos que la recuperación económica persistirá al menos durante la primera mitad del año, acompañada de mejoras en el mercado laboral. El notable aumento en la actividad se espera que impulse un incremento significativo en el consumo privado. Además, la diferencia de precios relativa con Argentina ha disminuido notablemente desde el inicio del gobierno de Milei, debido a la actual devaluación de su moneda extranjera y a la inflación del 25% mensual en diciembre, favoreciendo a las ciudades limítrofes y reduciendo la atracción del turismo emisor. Hasta ahora, los instrumentos en moneda local han mostrado un rendimiento positivo en las primeras semanas del año, generando rendimientos que van desde el 0.6% al 1.5%. La inflación implícita, reflejada en las curvas de tasas de interés, se sitúa alrededor del 6%, en línea con las expectativas. A pesar de nuestra anticipación de que la inflación concluirá el año dentro del rango objetivo, reconocemos diversas amenazas inflacionarias que podrían materializarse a lo largo del año. En consecuencia, mantenemos una preferencia por la exposición a instrumentos vinculados a la inflación en lugar de los nominales, dado que consideramos que pueden tener un mejor rendimiento a lo largo del año y ante un eventual cambio de gobierno, la demanda por estos debería incrementar.

**Anexo 4. Proyecciones**

Inflación	2022	2023	2024	2025
MEF	8.1%	6.7%	5.8%	n/a
BCU	8.1%	5.7%	5.0%	5.3%
Consenso del Mercado	8.1%	5.2%	6.1%	6.0%
<b>Latin Securities</b>	<b>8.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.4%</b>

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%
<b>Latin Securities</b>	<b>4.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>

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
<b>Latin Securities</b>	<b>40.1</b>	<b>40.0</b>	<b>42.5</b>	<b>45.0</b>

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.

