



INFORME MAIORANO INVERSIONES FINANCIERAS

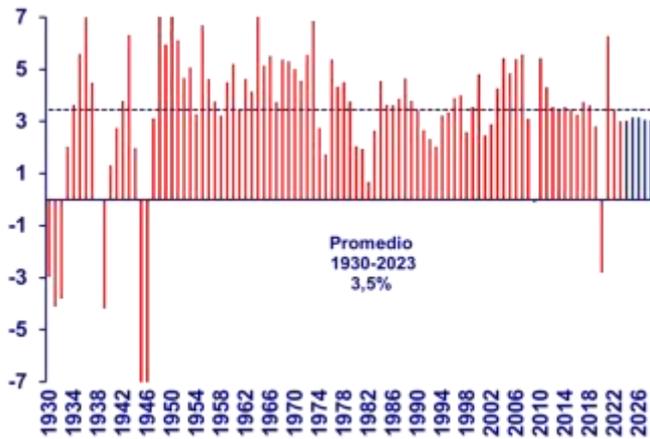
CPM - TRIMESTRE 1

**ELABORADO POR EL COMITÉ DE INVERSIONES DE MAIORANO en
colaboración con el Ec. ALDO LEMA.**

ECONOMIA GLOBAL

En 2025 el crecimiento global se mantendría en torno a 3% ("nuevo normal"), algo por debajo del promedio histórico, y por debajo del crecimiento de 2023y 2024.

Crecimiento del PIB Mundial (%)

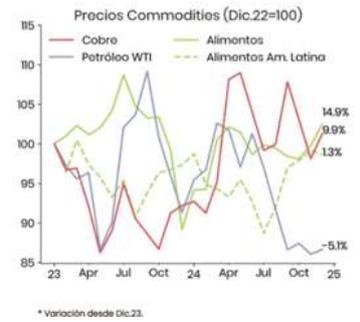


Proyecciones de Crecimiento (FMI)

	2023	2024	2025	2026
Mundo	3.2	3.2	2.9	2.8
Paises Desarrollados	1.6	1.9	1.6	1.5
Estados Unidos	2.5	2.8	2.3	2.0
Eurozona	0.4	0.7	0.8	0.8
Alemania	-0.1	0.0	0.1	0.5
Reino Unido	0.1	0.8	0.8	0.8
Japón	1.7	-0.2	1.0	1.0
Paises Emergentes	4.3	4.2	3.8	3.7
América Latina	2.3	2.2	2.4	1.9
Argentina	-1.6	-3.0	4.5	3.5
Brasil	2.9	3.5	2.0	1.0
México	3.2	1.5	1.3	1.3
Perú	-0.6	3.0	2.7	2.5
Asia	5.4	5.3	4.8	4.8
China	5.2	4.8	4.3	4.0
India	7.7	6.5	6.0	6.0
Rusia	3.6	3.8	1.2	1.5
Chile	0.1	2.3	2.0	2.0
Uruguay	0.4	3.5	2.0	1.5

COMMODITIES

Aunque con heterogeneidad, los precios de los commodities han mostrado recaídas debido al menor crecimiento global esperado.



ECONOMIA EEUU

El contundente triunfo de Trump reafirma complejas perspectivas para Uruguay y el resto de América Latina en la segunda mitad de la década.

¿Guerra comercial otra vez?

- Proteccionismo y alineación (fragmentación) geoeconómica.
- Menor crecimiento potencial del mundo.
- Bajo crecimiento del comercio mundial.

Tasas de interés más altas en Estados Unidos:

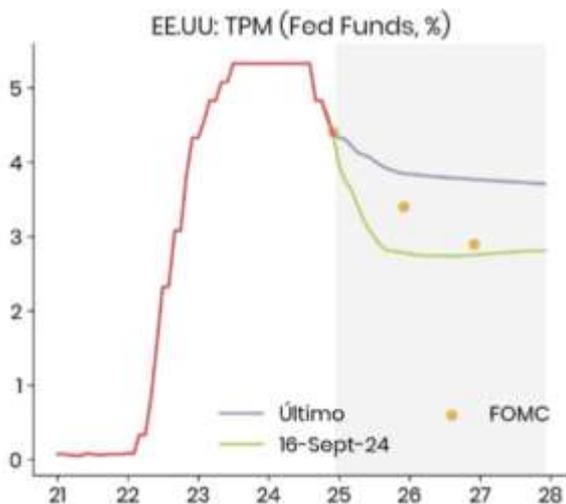
- Déficit fiscal y deuda pública en mayores niveles que en 2017 (Primer gobierno de Trump).
- Conflicto con la Reserva Federal.

Desbalance hacia Estados Unidos presiona globalmente el dólar al alza.

- Fortalezas estructurales de Estados Unidos (productividad) potenciadas por desregulaciones, mayor promoción de la iniciativa privada y otros estímulos.
- Problemas en otros grandes países: China, Alemania, Reino Unido, etc.

POLITICA MONETARIA

Con todo, las expectativas de inflación se mantienen contenidas, aunque han vuelto al entorno de 2,5%, algo sobre la meta de la Fed (2%).

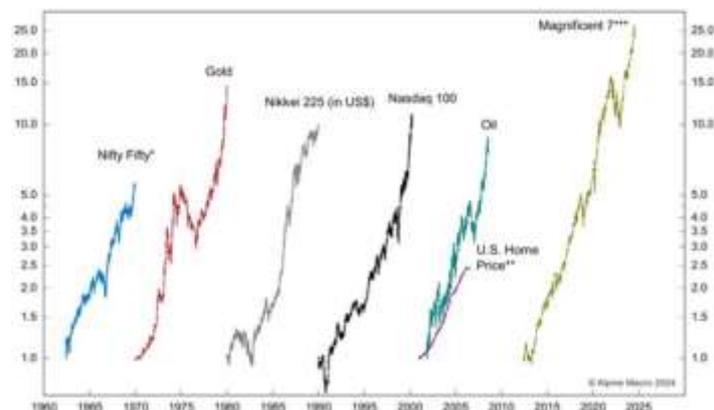


Previsiblemente la Reserva Federal de Estados Unidos bajó la tasa de interés en 100 puntos básicos en el último cuatrimestre, pero adoptó sesgo menos expansivo para 2025:

- Con la baja de diciembre, la tasa quedó en 4,25-4,5%.
- Señaló menos bajas para 2025: solo 2 hasta 3,75-4,0%.
- Dudas sobre el próximo movimiento y el nivel de la tasa neutral.
- Señal de prudencia y condicionalidad a la trayectoria de la inflación.

Riesgo a tener presente: Cuando la tasa de la Fed excede su nivel neutral suele catalizar grandes ajustes en activos, estrategias o manías ("alfiler").

Crecimiento extraordinario de algunos activos a lo largo de la historia



ECONOMIA REGIONAL

Hay suficientes antecedentes e incertidumbres para bajar las expectativas sobre el desempeño económico de la región en el resto de la década.

Entorno extrarregional complejo:

- Bajo crecimiento mundial.
- Fragmentación geoeconómica.
- Commodities deprimidos y/o bajos márgenes.
- **Secuelas de la pandemia.**

En el contexto mediocre de América Latina:

- Brasil: bajo crecimiento potencial y real depreciado.
- Argentina: reactivación y encarecimiento en dólares, pero con dudas sobre sostenibilidad y gobernabilidad.

Condicionantes estructurales:

- Bajo crecimiento potencial: cercano a 2%.

Limitaciones para políticas de demanda:

- Restricciones fiscales.
- Restricciones monetarias por expectativas inflacionarias en el techo del rango meta.

ARGENTINA

Milei logró los objetivos del primer año con menos dudas ahora sobre la desinflación, la reactivación y la gobernabilidad.

Plan de estabilización sigue evolucionando mejor de lo esperado:

- Ajuste fiscal cercano a 5% del PIB con licuación inflacionaria y recorte de gastos.
- Resultado primario pasó en un año desde déficit de 2,5% del PIB a superávit de 2,5%
- Inflación ya se mueve cerca de 2,5% mensual.

Mercados financieros aplauden evolución del programa económico y perspectivas:

- “Riesgo país” (spread soberano) cayó a un tercio, desde 3000 a 800 puntos básicos.
- Fuerte entrada de capitales y alza de la Bolsa de Buenos Aires.
- Apreciación real del peso: precios en dólares más que se duplicaron en un año.

Terminó la recesión y comenzó la reactivación:

- Brotes verdes con perspectivas de crecimiento sobre 4% en 2025.

Pese al ajuste fiscal y la recesión, se mantiene un alto apoyo al programa de reformas.

Perspectivas favorables para 2025, aunque podrían verse afectadas por deterioro externo. Esto condicionará el momento de la eliminación del cepo cambiario.

BRASIL

En Brasil 2025 tendríamos “más de lo mismo”, pero con desaceleración de la actividad, depreciación del real y mayor inflación.

Brasil cierra 2024 con crecimiento del PIB nuevamente cercano a 3%, pero esta vez no se sostendrá:

- Condiciones financieras externas más restrictivas

- Necesidad de ajustar políticas internas de demanda.
- Normalización de algunos buenos desempeños sectoriales (energía, agro, etc).

Desequilibrios exigen ajustes en políticas:

- Significativo deterioro fiscal: déficit primario cercano a 2,5% del PIB y deuda pública en 80% del PIB.
- Reaceleración de la inflación y las expectativas por alza del tipo de cambio y otras variables.
- El Banco Central volvió a un ciclo de alzas de la tasa Selic por aceleración inflacionaria.

Las perspectivas para 2025 se ven menos favorables por bajo crecimiento potencial y menor impulso externo:

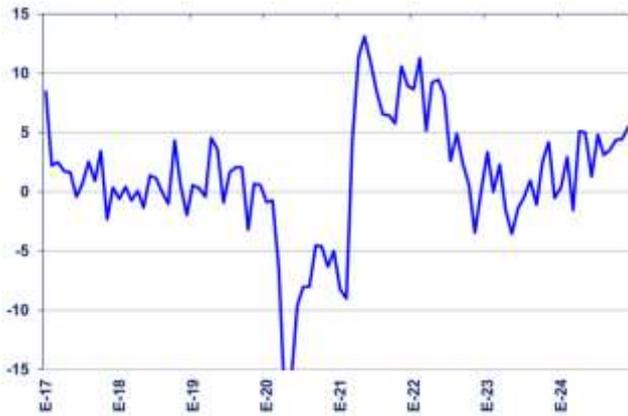
- Desaceleración del crecimiento del PIB a 2% o menos.
- Presión alcista adicional en el tipo de cambio y la inflación.
- Tasa Selic podría subir a 14-15% desde 12,25% actual.

ECONOMIA DEL URUGUAY

ACTIVIDAD ECONOMICA

La actividad económica en Uruguay ha continuado creciendo a un ritmo moderado, pero con riesgos que pierda impulso en 2025.

IMAE: Variación Interanual (%)

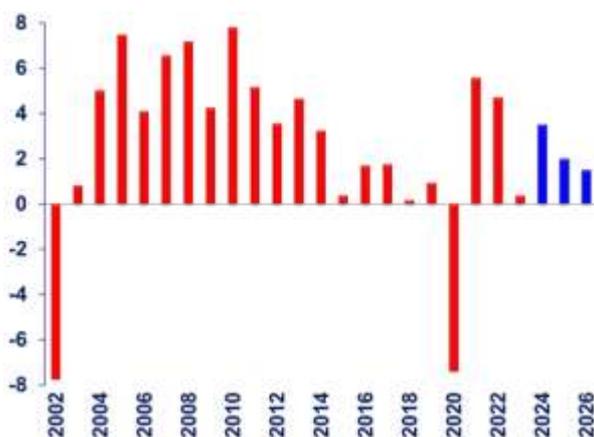


IMAE Desestacionalizado (Nivel, PMT)



Tras la recuperación 2024 post sequía y crisis Argentina, el crecimiento de Uruguay podría aterrizar a menos de su potencial (2% o menos).

Crecimiento del PIB (%)



Crecimiento esperado del PIB (FMI)

	2023	2024 ^e	2025 ^e	2026 ^e
Argentina	-1.6	-3.0	4.5	3.5
Brasil	2.9	3.5	2.0	1.5
Mundo	3.2	3.2	2.9	2.8
Uruguay	0.4	3.5	2.0	1.5

Vientos a favor:

- Argentina en reactivación y más cara.
- Señales constructivas de nuevo gobierno.

Vientas en contra:

- Menor crecimiento global.
- Menores precios de exportaciones.
- Condiciones financieras restrictivas.
- Deterioro en clima de negocios.
- Brasil, aunque empeorando.

Neutral:

- Condiciones climáticas.

MERCADO LABORAL

El mercado laboral rebotó en los últimos meses con alza del número de ocupados y mayor aumento de la fuerza de trabajo.

El número (desestacionalizado) de ocupados mostró un fuerte crecimiento durante 2024



PERSPECTIVAS ECONOMICAS

¿Qué implicancias económicas tendría para Uruguay el entorno externo previsto y el ciclo electoral?

Un escenario parecido a 2015-2019, pero con menos liderazgo presidencial.

Perspectivas económicas:

- No habría aumento significativo de la inversión.
- Podría haber deterioro en el clima de negocios, sobre todo por factores externos e incertidumbres internas.
- Si el crecimiento potencial es 2,5%, el PIB crecería a un ritmo menor: ¿otra vez cerca de 1%?
- Tras el reciente alto crecimiento, la masa salarial volvería a una expansión mediocre.
- Casi imposible que se repita el dinamismo del empleo, ni haya gran baja del desempleo.

Riesgos de gobernabilidad:

- Falta de mayoría parlamentaria.
- Fuerte tensión entre los sectores moderados y los radicales.
- Si la torta crece poco, la puja distributiva se hará sentir y eso incorporará en las decisiones de inversión, desde ahora.

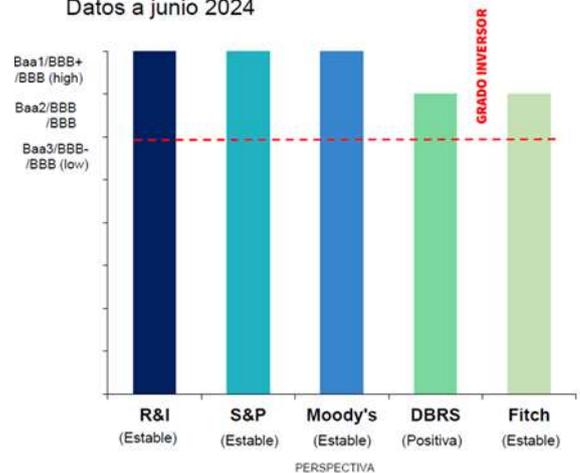
Más inflación, dólar más alto (por malas razones) y mayores tasas de interés.

DEUDA

Aunque no tiene la mejor calificación crediticia de la región, Uruguay tiene el menor “riesgo país”, según los indicadores de spread soberano.

Calificación Crediticia

Datos a junio 2024



Rendimiento del bono Uruguay 10 años vs Bono EEUU a 10 años



INFLACION Y POLITICA MONETARIA

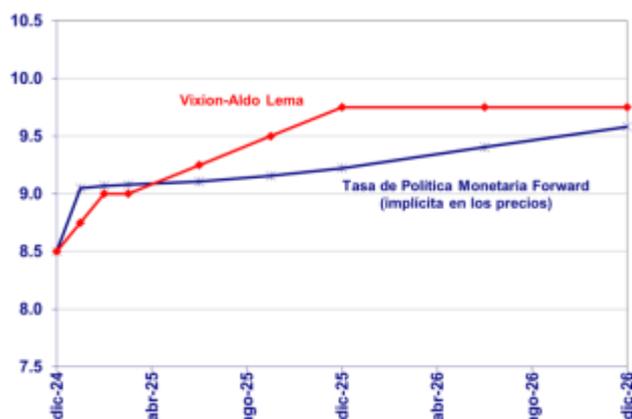
La inflación seguiría fluctuando en torno a 5,5% durante los próximos meses, dentro del rango meta, con riesgo alcista hacia fines de 2025.

En la reunión de diciembre el Banco Central subió la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos básicos, desde 8,5% a 8,75%.

La inflación interanual y las expectativas inflacionarias han venido moviéndose al alza durante los últimos meses

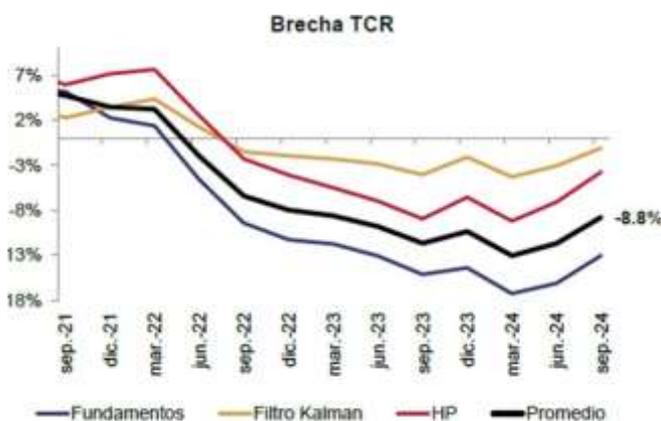


El sesgo de la política monetaria sería más restrictivo con alzas adicionales de la TPM en los próximos meses



TIPO DE CAMBIO

Parte del rezago cambiario de Uruguay se corrigió por el alza del tipo de cambio nominal y la inflación externa desde Argentina.



Tipo de Cambio Real de Uruguay



VISIÓN TÁCTICA PARA MONEDAS, ACTIVOS Y CARTERAS

Aclaración previa respecto a la visión para la renta fija:

En renta fija siempre nos concentramos en la calidad crediticia y en la duración de los bonos.

En contextos de mayor incertidumbre se recomienda posicionarse en bonos de mejor calidad crediticia y si las perspectivas son muy desfavorables además de priorizar la calidad del crédito es importante un sesgo hacia bonos soberanos.

Cuando hablamos de duración nos referimos al vencimiento de los bonos. Una duración baja es recomendable para escenarios de expectativas de suba de tasas y duración alta cuando esperamos que las tasas caigan. Cuando hablamos de duración neutral estamos diciendo que conviene pararse en plazos relativamente intermedios de acuerdo al tipo de bonos. Por ejemplo si son bonos del tesoro una duración neutral sería a 6-7 años y en bonos High Yield a 3-4 años.

Renta Fija Local

La presión alcista del tipo de cambio podría tener una pausa e incluso alguna reversión:

- Mayor parte del ajuste de corto plazo ya se habría materializado.
- Señales políticas podrían darle cierta estabilidad en los próximos 2 trimestres.
- Pero después podrían reimpulsarlo los riesgos políticos y el entorno externo.

La inflación interanual seguiría en aumento y podría cerrar 2025 sobre 6% (techo del rango).

Si bien la moneda nacional podría seguir golpeada debido a riesgos políticos y mayor inflación creemos que en los próximos meses podría ser una oportunidad aumentar exposición. Se pueden aprovechar subas del dólar para invertir en moneda local, tanto letras de regulación monetaria como bonos en UI. Un dólar en el entorno de \$44 sería una oportunidad para cambios de portafolio.

En dólares: neutral-corto en duración y privilegiar bonos de alta calidad.

Dentro de moneda nacional: Mantener sobreexposición a Unidades Indexadas, aunque con predisposición a incorporar más pesos ante alzas adicionales de sus rendimientos. Privilegiar baja duración en el corto plazo.

Renta Fija Internacional

Tras el alza reciente, el sesgo de las tasas largas de EEUU es estable:

- El último ajuste alcista del Bono del Tesoro a 10 años parece completado.
- Podría fluctuar cerca de 4,5% en los próximos 6 meses: curva empinada.

En bonos corporativos estrategia defensiva, con duración neutral-baja.

- Devengamiento, más que ganancias de capital.
- Privilegiar deuda y crédito de Estados Unidos de alta calidad.

Renta variable internacional

La renta variable global ha tenido un reimpulso desde Estados Unidos:

- Efectos positivos de la caída de tasas, la prolongación del crecimiento y Trump II.
- Pero valorizaciones se ven caras y podrían venir correcciones en 2025.
- Alzas representan oportunidades para bajar exposición.

Bajar ponderación de la renta variable en portafolios y favorecer estrategias defensivas:

- Acciones menos cíclicas.
- Bajar small caps y privilegiar large caps.
- Bajar exposición a acciones growth y retomar las value.
- Privilegiar estilos más defensivos.

Los emergentes se ven baratos, pero los efectos asociados a Trump no los favorecen:

- Entorno externo desfavorable.
- Reacciones y estímulos de China impactan en el corto plazo, pero son más de lo mismo.
- Puede haber desimpulso financiero si la Fed vuelve a sesgo restrictivo.
- Asia emergente sigue siendo preferible respecto a América Latina.