

MM

INFORME MAIORANO INVERSIONES FINANCIERAS

CPM - TRIMESTRE 4

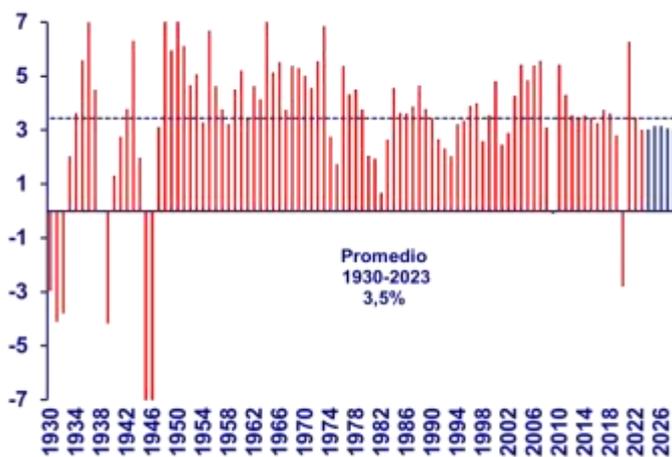
ECONOMIA GLOBAL

Aunque con volatilidad, los indicadores siguen revelando fortalezas en la actividad económica de Estados Unidos y ciertas debilidades en China.

El escenario global refleja aterrizaje suave de Estados Unidos y respuesta en China con medidas económicas reactivadoras.

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

Crecimiento del PIB Mundial (%)



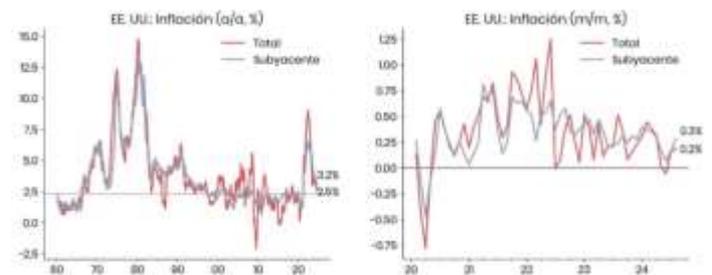
	2023	2024	2025
Mundo	3.2	3.1	2.9
Países Desarrollados	1.6	1.6	1.5
Estados Unidos	2.5	2.7	2.0
Eurozona	0.4	0.7	1.0
Alemania	-0.1	0.0	0.7
Reino Unido	0.1	1.0	1.0
Japón	1.7	0.0	1.0
Países Emergentes	4.3	4.0	3.7
América Latina	2.3	2.0	2.3
Argentina	-1.6	-3.5	3.5
Brasil	2.9	3.2	2.0
México	3.2	1.5	1.0
Perú	-0.6	3.0	3.0
Asia	5.4	5.1	4.8
China	5.2	4.8	4.5
India	7.7	6.5	6.0
Rusia	3.6	3.5	1.2
Chile	0.1	2.5	2.0
Uruguay	0.4	4.0	2.0

ECONOMIA EEUU

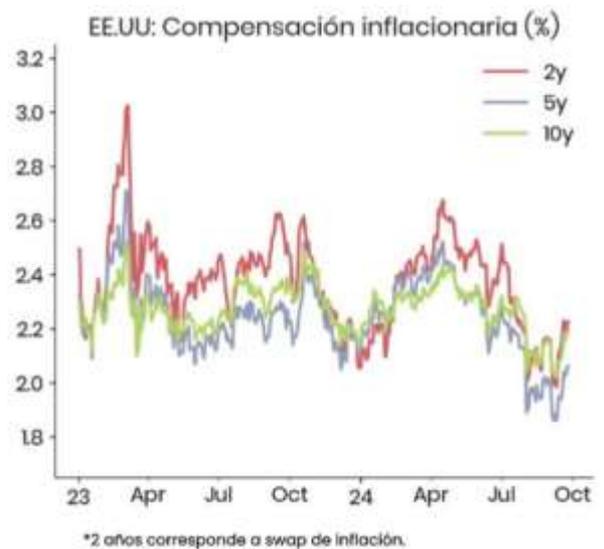
En Estados Unidos parecería consolidarse el aterrizaje suave, con la economía creciendo cerca de su potencial, con menor inflación y menores tasas de interés.

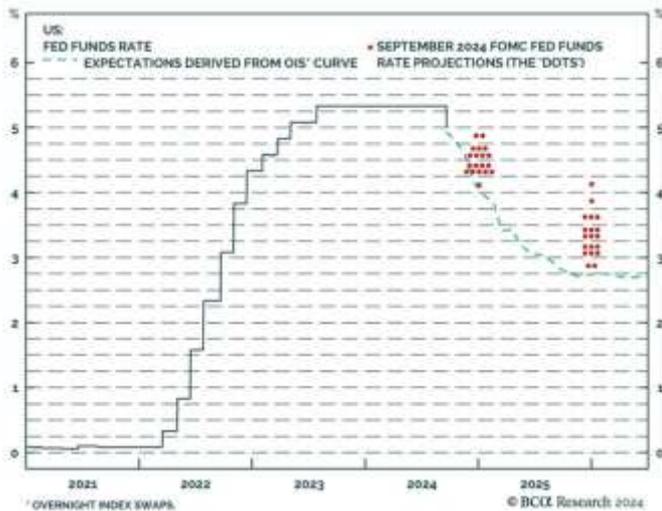
Pero el desempeño económico estaría muy influido por la elección presidencial de Estados Unidos que se proyecta muy pareja. Por el momento hay un leve favoritismo hacia Kamala Harris en el mercado de apuestas pero gran paridad en los estados pendulares.

En Estados Unidos se afianzó la desinflación: el IPC se mueve a un ritmo mensual en torno a 0,2% y cerca de 3% interanual.



Las expectativas de inflación se mantienen en torno a 2% y eso favorece el ciclo de relajamiento monetario.





ECONOMIA DEL URUGUAY

Las recientes encuestas descartan la aprobación del plebiscito de la Seguridad Social, pero es un escenario de riesgo con efectos financieros.

Intención de voto sobre el plebiscito de Seguridad Social (%)

Encuestadora	Mes	Si	No	NS-NC
Cifra	Febrero	36	36	28
Equipos	Febrero	39	37	24
Cifra	Marzo	43	36	21
Cifra	Abril	41	37	22
Equipos	Abril	41	40	19
Factum	Mar-Abr	66	28	6
Opción	Mayo	44	39	17
Cifra	Mayo	52	26	22
Factum	May-Jun	61	29	10
Opción	Julio	41	38	21
Equipos	Julio	36	33	31
Cifra	Julio	48	29	23
Factum	Jul-Ago	53	35	12
Cifra	Agosto	43	32	25
Opción	Agosto	41	39	20
Equipos	Agosto	33	37	30
Promedio Total	Feb-Ago	45	34	21
Promedio Mes	Agosto	39	36	25

ECONOMIA CHINA

La desaceleración en China llevó a sus autoridades a implementar un nuevo plan de estímulos económicos concentrado de medidas monetarias y financieras:

- Bajas de las tasas de interés referenciales.
- Reducción de las tasas de encajes bancarios para estimular el crédito.
- Otras flexibilizaciones financieras.

Este paquete podría darle cierto impulso a China en el corto plazo, aunque no cambiaría mayormente las perspectivas de crecimiento (en torno a 5%).

ECONOMIA REGIONAL

Para los países de América Latina se mantiene el escenario del último tiempo:

- Crecimiento mundial seguiría en torno a 3%.
- Dólar global con sesgo estable.
- Apuntala los precios de commodities, pero no necesariamente les da gran impulso.
- Condiciones financieras más expansivas.

La campaña electoral estará dominada por el plebiscito de reforma constitucional de la Seguridad Social.

Plebiscito promueve reforma la Constitución para:

- Tostar la edad de jubilación a los 60 años de edad y 30 de servicios,
- Elevar e igualar las menores pasividades al piso del Salario Mínimo Nacional.
- Eliminar el ahorro previsional individual y el sistema de capitalización asociado (AFAPs).

En cuanto a lo jurídico implicaría:

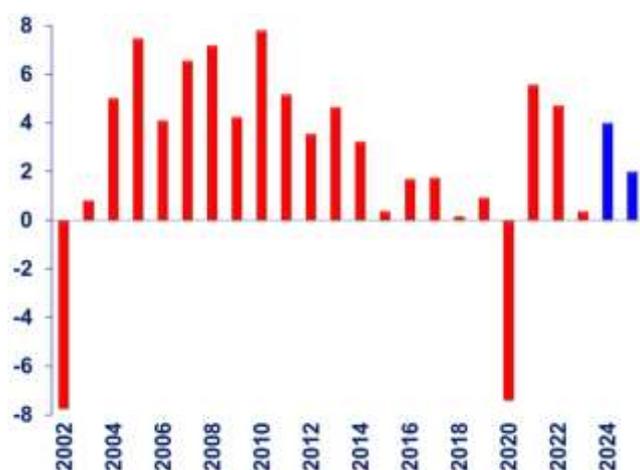
- Reforma constitucional en vez de leyes.
- Confiscación de los ahorros de los afiliados.
- Licuación del patrimonio de las administradoras.
- Demandas contra el Estado.
- Riesgos latentes de extender la prohibición del lucro a otros rubros económicos.

Consecuencias económicas muy negativas:

- Presión de gasto público e insostenibilidad fiscal sin gran aumento de la carga tributaria.
- Mayor riesgo país y posible pérdida del grado inversor.
- Menor crecimiento potencial.
- Implicancias sociales y políticas.

El consenso contempla actualmente crecimiento del PIB cerca de 3,5%, pero la recuperación podría ser algo mayor.

Crecimiento del PIB (%)



	2022	2023	2024 ^o	2025 ^o
Argentina	5.0	-1.6	-3.5	3.5
Brasil	3.0	2.9	3.2	2.0
Mundo	3.4	3.2	3.1	2.9
Uruguay	4.9	0.1	4.0	2.0

Vientos a favor:

- Encarecimiento de Argentina.
- Bajas de las tasas de interés externas.
- Mejores condiciones climáticas.

Vientas en contra:

- Menores precios de exportaciones.

Neutral:

- Crecimiento global.
- Brasil

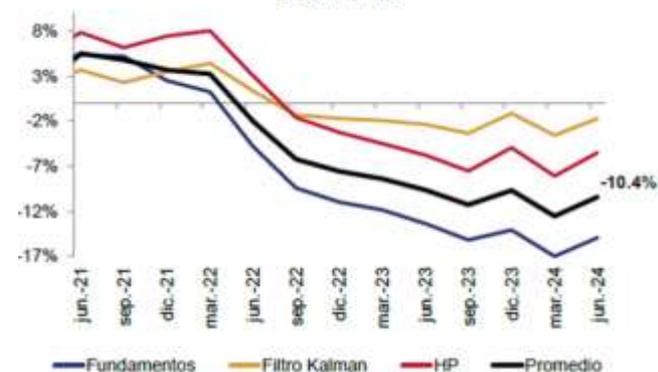
La inflación seguiría fluctuando en torno a 5,5% durante los próximos meses, dentro del rango meta, con riesgo alcista hacia fines de 2025.

Variación interanual del IPC (%)



El alza del tipo de cambio podría acelerar algo la inflación.

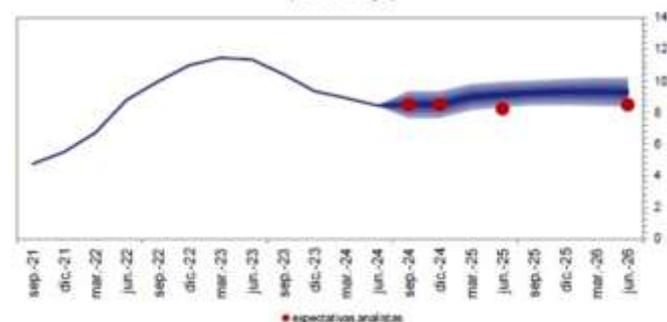
Brecha TCR



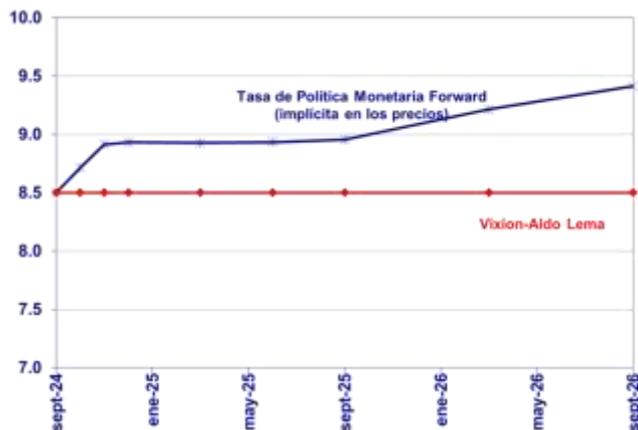
En las últimas reuniones el Banco Central ha mantenido la Tasa de Política Monetaria en 8,5% y reafirmado la expectativa de pausa prolongada.

La guía del BCU sugirió que la TPM se mantendría en torno a 8,5% durante los próximos meses, con un leve sesgo alcista.

Proyección de la tasa de interés (Porcentaje)



Ha seguido empinándose la curva nominal y sugiere que el próximo movimiento del BCU sería al alza.



VISIÓN TÁCTICA PARA MONEDAS, ACTIVOS Y CARTERAS

Renta Fija Local

La presión alcista del tipo de cambio podría continuar, pero menos:

- 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.

Recaída de la inflación interanual en Uruguay al cierre de 2024 e inicios de 2025, pero con rebote avanzando en el próximo año.

Ir bajando en las alzas la sobreponderación de dólares en la cartera de renta fija local:

- Moneda nacional seguiría golpeada por riesgos políticos y mayor inflación desde 2025.

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

Previsiblemente la Reserva Federal de Estados Unidos inició el ciclo de relajamiento monetario después de haber estado en “modo ajuste” durante casi tres años.

- Dudas sobre el ritmo de los recortes y la tasa terminal.
- La Fed volvería a bajar la tasa en las reuniones del último trimestre y del primer semestre.
- El mercado descuenta tasa terminal en 2,5-3%, pero quizás sea algo mayor.

El sesgo de las tasas largas de EEUU sigue siendo estable, fluctuando el bono del Tesoro a 10 años probablemente entre 3,5% y 4%.

- La curva rendimiento se ha empezado a empinar desde uno a 30 años.
- Curva podría tender a aplanarse en el entorno de 3,5-4% en los próximos 12 meses.

Al desaparecer casi totalmente el temor a una reactivación de la inflación las expectativas de recortes son mayores a lo que podíamos esperar en nuestro informe del tercer trimestre.

En este punto mayores caídas en las tasas solo se podrían esperar si se avecina una recesión, lo cual no es el escenario más probable.

Por tal motivo recomendamos bonos de duración neutral-baja.

- Devengamiento, más que ganancias de capital.
- Privilegiar crédito de Estados Unidos de alta calidad.
- Deuda emergente, sobre todo de América Latina, sigue enfrentando un escenario desafiante.

Renta variable internacional

La renta variable global ha tenido un reimpulso por aterrizaje suave de Estados Unidos:

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

En el corto plazo la renta variable puede verse influida por las elecciones de EEUU. Quizás una victoria de Trump de cierto impulso a la renta variable pero en el corto plazo.

Bajo la incertidumbre actual nuestro escenario base recomienda bajar ponderación de la renta variable en portafolios y favorecer estrategias defensivas:

- Acciones menos cíclicas.
- Bajar exposición a acciones growth.
- Privilegiar estilos más defensivos.

Los emergentes se ven baratos y podrían afirmarse en el corto plazo:

- Reacciones y estímulos de China juegan a favor.
- También mejores perspectivas por bajas de la Fed y dólar globalmente más estable.
- Oportunidad para bajar exposición.

En el resto, relativamente neutral por regiones.

Monedas

En un escenario típico de crecimiento económico global el dólar debería fortalecerse.

El escenario actual donde el único que parece crecer a su ritmo potencial es EEUU el dólar no debería debilitarse.

Es importante seguir cómo evoluciona la economía china pero nuestro escenario base es de un dólar estable - al alza.