Perspectivas de mercado
Febrero 2024

NOBILIS

Estimados clientes,

Les presentamos una nueva edición de nuestro informe anual **“Perspectivas 2024”** en donde hacemos un repaso de los principales hechos que acontecieron en los mercados financieros durante el año pasado y compartimos nuestra visión para este año que comienza.

Durante 2023 los activos financieros presentaron fuertes rebotes con varios índices accionarios alcanzando nuevos máximos históricos. Detrás de eso estuvo la masificación de la inteligencia artificial generativa, disciplina que combina la informática y el análisis de datos y que promete cambiar la forma en la que vivimos haciendo más eficiente a las empresas y personas.

Una vez más, luego de una corrección vino la recuperación y dejó claro la importancia de permanecer invertido en momentos de volatilidad. Los portafolios se construyen para un horizonte de inversión y es necesario transitar ese camino para alcanzar los objetivos y nuestro rol como asesores financieros es acompañarlos durante ese trayecto de principio a fin.

Durante el año transcurrido desarrollamos diferentes actividades culturales, sociales y charlas técnicas. Organizamos exposiciones con artistas, generamos charlas temáticas a cargo de **Nicolás Lussich** en *Piso 40* y disfrutamos de experiencias gastronómicas en el *Costanero Hotel*. Además estuvimos presentes en un ciclo de desayunos junto al *Semanario Búsqueda*, en el cual nuestros invitados han tenido la posibilidad de presenciar diversas entrevistas con referentes de nuestro país. Así mismo, para este año estamos trabajando en nuevas actividades que nos siguen acercando a nuestros clientes, sumando al calendario de actividades propuestas deportivas, entre otras.

Por otro lado, continuamos con la transformación digital a nivel empresa y estaremos lanzando nuestra web renovada, y planeamos mejorar la experiencia del usuario a nivel de autogestión.

Para finalizar queremos decirles que nos sentimos privilegiados de ser sus socios en el camino hacia el éxito financiero. Estamos comprometidos a seguir ofreciendo servicios de la más alta calidad y a trabajar incansablemente para superar sus expectativas año tras año redoblando nuestro compromiso por la excelencia.

Los invitamos a leer el informe y quedamos a disposición para profundizar en cualquier tema que sea de su interés.

NOBILIS

Índice:

01 Mercado Internacional

- ¿Qué pasó en el 2023? **pág.06**
- ¿Cómo lucen los activos desde una perspectiva histórica? **pág.09**
- ¿Qué esperar en el 2024? **pág.11**
- Nuestra mayor convicción **pág.15**

02 Mercado Local

- ¿Qué nos dejó el 2023? **pág.18**
- ¿Cómo luce la macroeconomía? **pág.25**
- ¿Qué esperar para el 2024? **pág.27**

01
Mercado Internacional

Perspectivas
de mercado **2024**

Perspectivas
de mercado **2024**

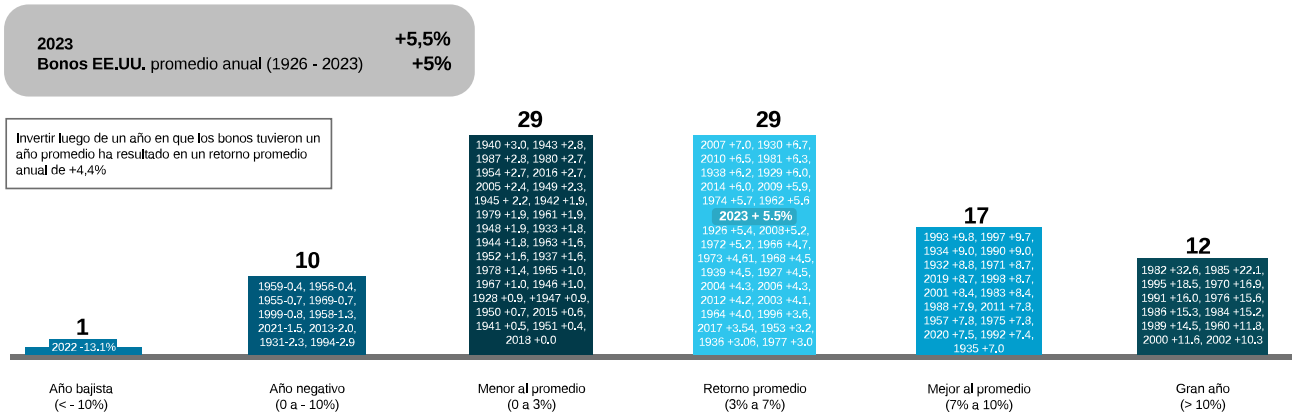
Mercado Internacional

¿Qué pasó en 2023?

El 2023 terminó siendo un año excepcionalmente bueno para los mercados financieros con **bonos y acciones entregando retornos por encima de sus promedios históricos** *(Cuadro 1 y 2)* La economía de EE.UU. se mostró sorprendentemente resiliente en relación a lo esperado en un principio y la inteligencia artificial impulsó fuertemente las ganancias de las empresas más grandes del mundo. A pesar de ello, el año estuvo marcado por una exacerbada volatilidad en el mercado de renta fija que de no ser por el rebote del último bimestre hubiera dejado a los bonos en terreno negativo.

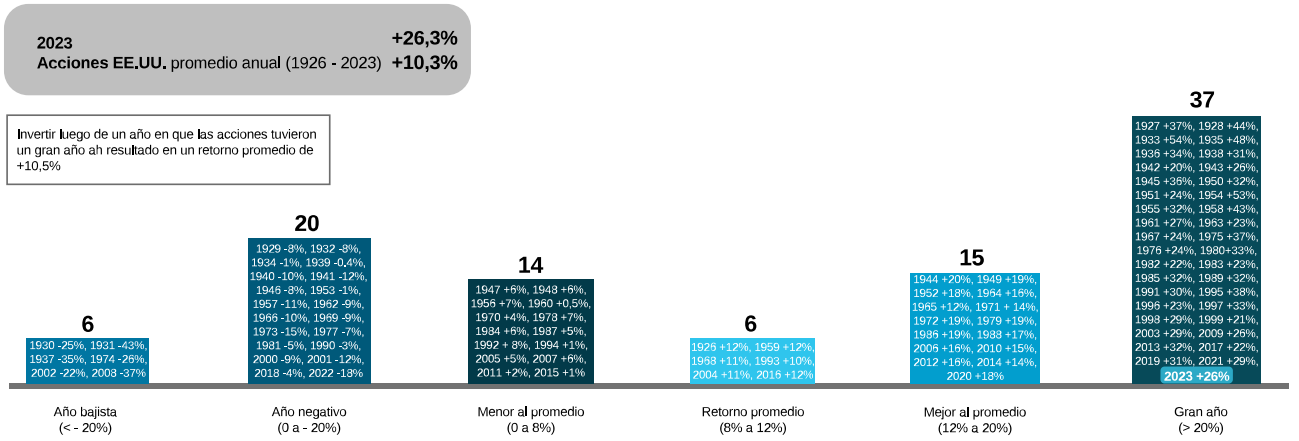
La economía de EE.UU. se mostró sorprendentemente resiliente en relación a lo esperado en un principio y la inteligencia artificial impulsó fuertemente las ganancias de las empresas más grandes del mundo.

Cuadro 1: Bonos de EE.UU. Rango de retornos por año calendario



Fuente: Blackrock y Morningstar al 31/12/23. Bonos EE.UU. están representadas por el índice IA SBBI US Gov IT Index from 1/1/50 to 3/1/89 y por el índice Bloomberg U.Ss Agg Bond TR del 3/1/89 31/12/23

Cuadro 2: Acciones de EE.UU. Rango de retornos por año calendario



Fuente: Blackrock y Morningstar al 31/12/23. Acciones EE.UU. están representadas por el índice S&P 500 index desde 4/3/57 al 31/12/23 y por el índice IA SBBI U.S Lrg Stock Tr USD del 1/1/26 al 4/3/57

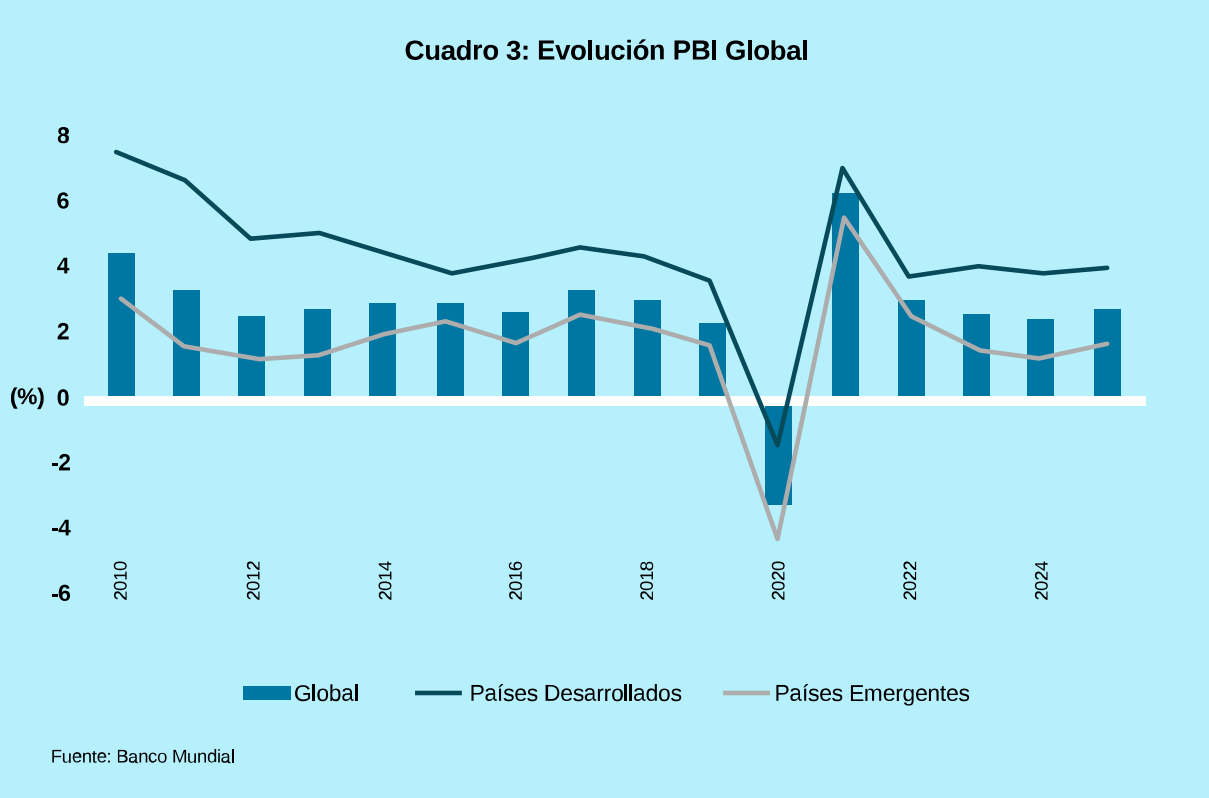
¿Qué pasó en 2023?

A inicios del 2023 se esperaba una gran desaceleración en el nivel de actividad global que dejaría un magro crecimiento de 1,7%. Sin embargo **tanto economías desarrolladas como emergentes superaron las expectativas** y el crecimiento terminó siendo de 2,6% *(Cuadro 3)*

En EE.UU. el nivel de actividad durante el año fue mayor al esperado (2,5% vs 0,5%) y el mercado de empleo no mostró las señales de relajación que buscaba la Fed. A su vez, tanto el consumo, que se ha mantenido elevado como la política fiscal post covid continuaron contribuyendo al crecimiento. Ante este escenario, **la Fed se mantuvo con un tono restrictivo en su política monetaria** y llevó la tasa de referencia hasta su rango actual de 5,25-5,50%. La inflación se redujo desde 6,5% hasta 3,4% con el componente de energía explicando buena parte de la caída. **La desaceleración en la actividad económica viene siendo ordenada** aunque hubo hechos puntuales que preocuparon a los inversores. La suba de tasas castigó el balance de los bancos comerciales ocasionando tres de las cuatro mayores quiebras en la historia del país y forzando a la Fed a tener que rescatarlos para evitar un efecto contagio en el sistema financiero. Además el gobierno de EE.UU. tuvo al mercado en vilo hasta que finalmente suspendió el límite de endeudamiento y evitó así entrar en incumplimiento de pagos.

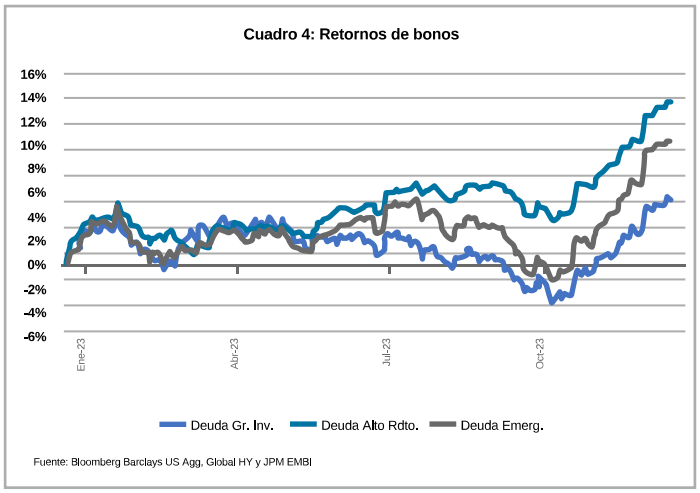
En Europa la economía está más expuesta a la desaceleración del comercio global y además la transmisión de la política monetaria del Banco Central Europeo ha sido más efectiva incluso subiendo las tasas en menor medida que la Fed. Esto explica el magro crecimiento de 0,4% para 2023.

China por otra parte empezó el 2023 con fuerte optimismo en torno al levantamiento de las medidas post covid. Si bien el crecimiento fue de 5,2% hay un efecto base significativo y sigue pesando la crisis inmobiliaria. A pesar de que el gobierno mantuvo una política monetaria expansiva, la confianza de los inversores lejos de recuperarse se deterioró y las acciones chinas fueron una de los pocos perdedores del año (-11% índice MSCI China USD)

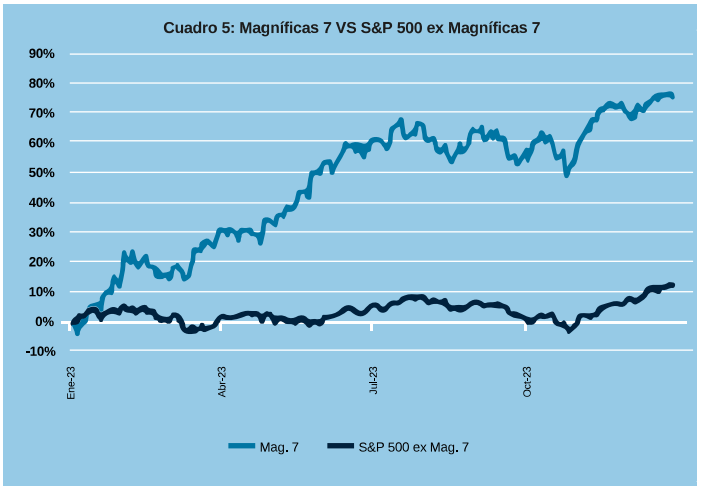


¿Qué pasó en 2023?

Como mencionamos al comienzo, se trató de un muy buen año para la mayoría de los activos financieros. **Los retornos de renta fija estuvieron mayormente explicados por el cupón**. A lo largo del año las tasas oscilaron bruscamente pero punta a punta quedaron en niveles cercanos a los de comienzo de año y los spreads comprimieron levemente, resultando un efecto precio positivo. Los bonos grado inversor terminaron con ganancias de 5,5%, los de alto rendimiento 13,7% y los de países emergentes 10,5% *(Cuadro 4).*



En el caso de las acciones, la narrativa estuvo dominada a lo largo del año por las **"Magníficas 7"**, término que se comenzó a utilizar para referirse a las acciones de Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Tesla, Nvidia y Meta. Estas empresas que ya tenían una gran capitalización de mercado y eran líderes en desarrollo tecnológico, crecieron aún más por ser las primeras ganadoras de la inteligencia artificial, y **subieron 76% mientras que el resto de las acciones americanas subieron 12%** *(Cuadro 5).*



Los bonos grado inversor terminaron con ganancias del **5,5%**, los de alto rendimiento **13,7%** y los de países emergentes **10,5%**

El petróleo se mantuvo dentro del rango de 70 a 90 dólares por barril con la OPEC poniendo un piso al precio mediante recortes en la producción. **El oro funcionó como buen diversificador** frente a la quiebra de los bancos regionales en Estados Unidos y al conflicto en Medio Oriente, y también acompañó el rally de final del año cuando las tasas de interés bajaron.

¿Cómo lucen los activos desde una perspectiva histórica?

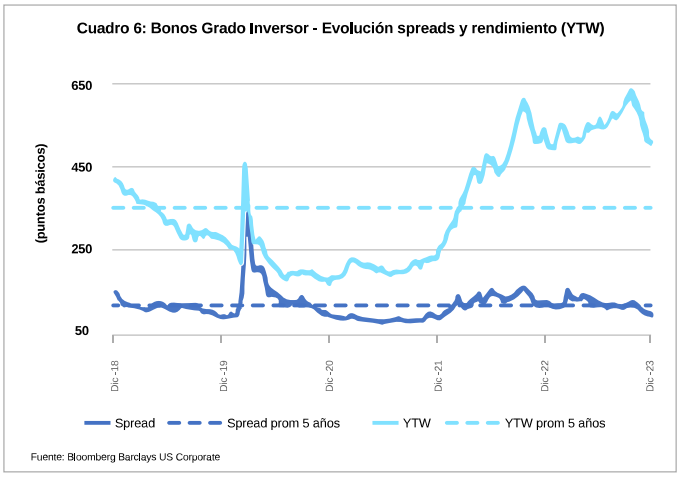
Para gran parte de la renta fija el año se definió en el último bimestre. Hasta octubre la incertidumbre en torno a las tasas hizo que los bonos no encontrarán un piso firme. A partir de noviembre datos macro positivos y el Dot Plot de diciembre que confirmó el esperado pivote de la Fed, impulsaron un rally de 10% que dejó las tasas libres de riesgo en la parte media y larga de la curva en niveles inferiores a los de comienzo de año.

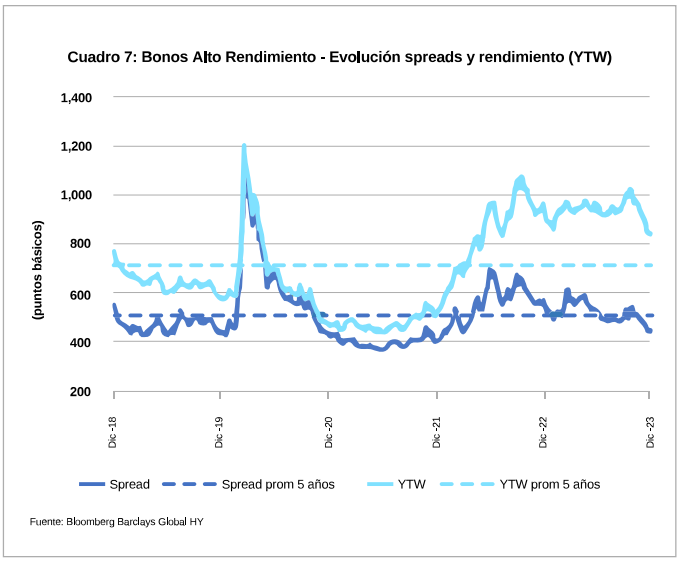
Los spreads alcanzaron su punto máximo temprano en el año previo a que la Fed rescatara a los bancos comerciales, y luego comprimieron sostenidamente para cerrar el año en su menor nivel desde mediados de 2022 y en todos los casos por debajo de sus promedios de 5 años.

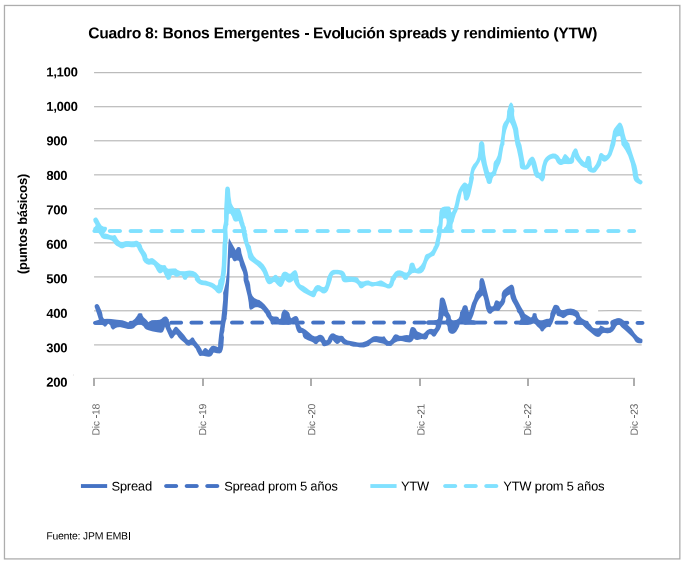
Los bonos corporativos grado inversor cerraron el año con un **rendimiento de 5,06%** vs 5,42% al comienzo *(Cuadro 6).***Los bonos de alto rendimiento** cerraron el año con un **rendimiento de 8,20%** vs 9,40% al comienzo *(Cuadro 7).*

Los bonos de países emergentes cerraron el año con un **rendimiento de 7,84%** vs 8,55% al comienzo *(Cuadro 8)*.

Las acciones de países desarrollados tuvieron una primera mitad de año positiva, seguida por una corrección de 10% entre julio y octubre y cerraron con un rally de 17%, acumulando una suba de casi 24% en el año.



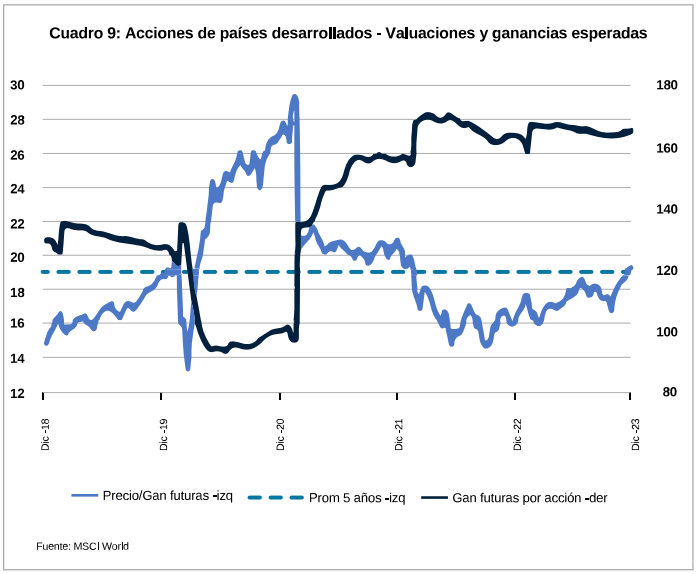


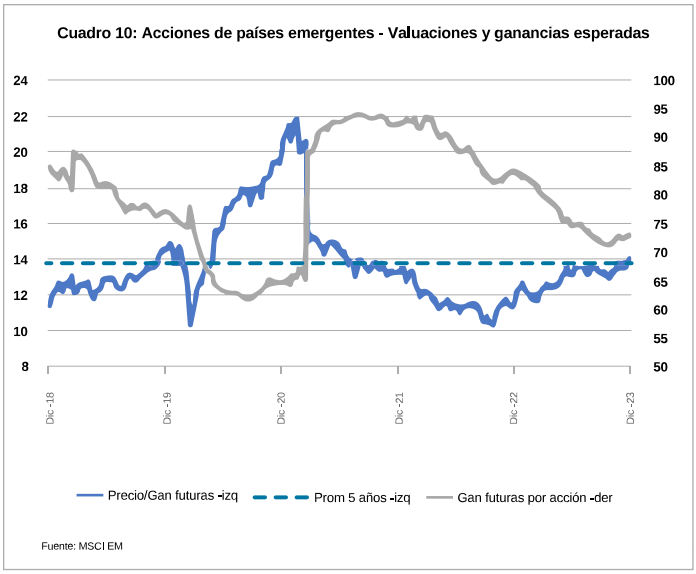


¿Cómo lucen los activos desde una perspectiva histórica?

El principal componente detrás de la suba fue una expansión de los múltiplos que pasaron de **16,2x a 19,2x**, levemente por encima del promedio de 5 años *(Cuadro 9).* De hecho, en 2023 las ganancias corporativas cerraron con poco crecimiento aunque sí se espera un aumento importante para 2024 y 2025

Las acciones de países emergentes tuvieron un buen año, a nivel de índice terminaron 10% arriba a pesar de que las ganancias cayeron en relación a 2022. Es importante destacar que China con un peso aproximado de 30% y un retorno negativo de -11,74%, fue el mayor detractor. La suba de precios impulsó las valuaciones desde 11,7x a 14x, levemente por encima del promedio de 5 años *(Cuadro 10).*



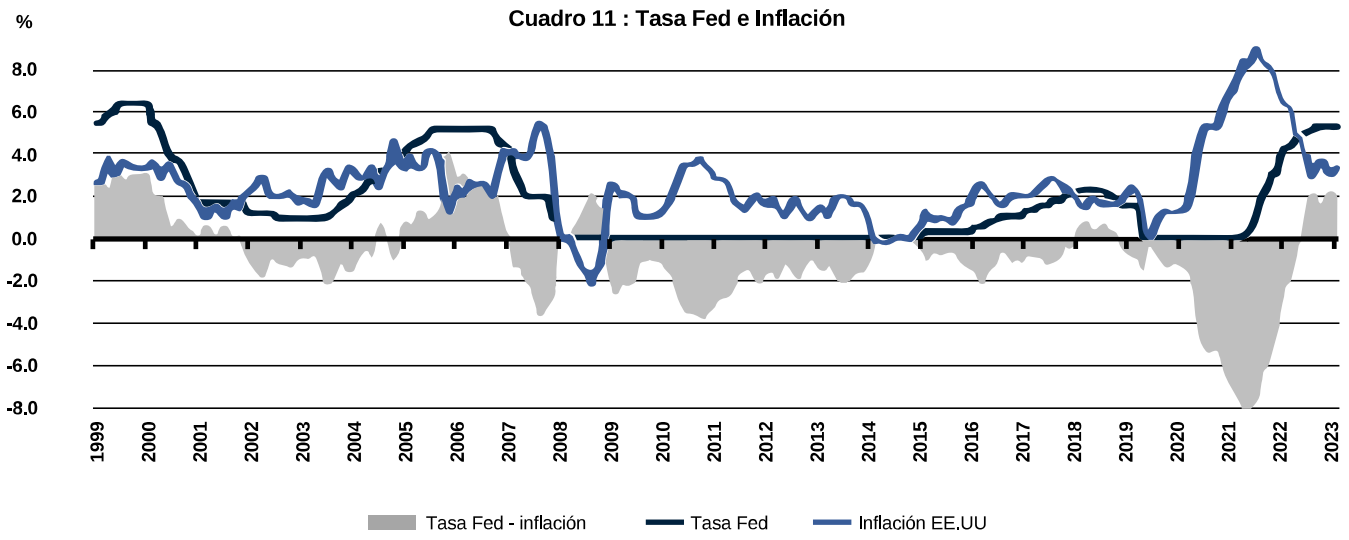


¿Qué esperar en 2024?

Desaceleración del crecimiento por debajo de su nivel de largo plazo

Para 2024 se espera que la **economía global se desacelere de 2,6% a 2,4%** con los países desarrollados creciendo al 1,2% y los emergentes al 3,9% según datos del Banco Mundial.

En EE.UU. el ahorro generado por los hogares durante la pandemia viene disminuyendo sostenidamente y además varias medidas de política fiscal como la suspensión de los pagos por préstamos estudiantiles finalizaron reduciendo el ingreso disponible. La inflación se alejó de los máximos observados en 2022 y actualmente **la tasa de política monetaria de la Fed se encuentra aproximadamente 2%** por encima de la inflación ejerciendo presión en el financiamiento de inversión y consumo y haciendo esperable una continua desaceleración en la actividad *(Cuadro 11).*



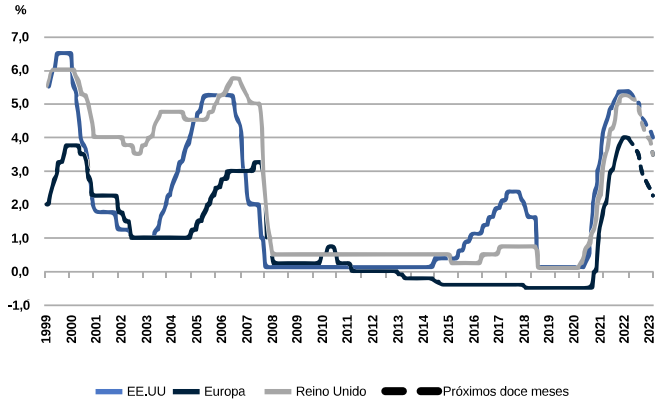
Fuente: Bloomberg

¿Qué esperar en 2024?

Inflación próxima al objetivo de los bancos centrales pero las tasas altas permanecen

Los bancos centrales han logrado buenos resultados hasta el momento en la implementación de sus políticas monetarias. Redujeron la inflación sin deteriorar el mercado de trabajo ni generar recesión en la actividad económica. Hacia adelante deberán regular un equilibrio muy fino entre suavizar su tono sin desatender el hecho de que deben seguir bajando la inflación hasta su nivel objetivo. Los componentes actuales de la inflación son más estructurales y requieren más tiempo para que se observen resultados sobre los mismos por lo **que las tasas permanecerán elevadas durante 2024.** Un riesgo inflacionario a monitorear será el desarrollo del conflicto en el Mar Rojo que ya ha hecho subir el costo del transporte marítimo así como los tiempos de entrega.

Cuadro 12 : Tasas de política monetaria de bancos centrales y próximos doce meses



Fuente: Bloomberg Mercado de futuros

Algunos recortes en tasas de interés de bancos centrales

Los bancos centrales llevaron las tasas de referencia a los niveles más altos en varias décadas y se encuentran en pausa desde hace unos meses. Ahora cambiaron el tono de su discurso y el **timing de los recortes pasa a ser el tema central de cara a este año** (Cuadro 12, 13 y 14). El mercado espera que sobre mitad de año comiencen a recortar la tasa la Fed y el BCE. Si tomamos como referencia los últimos cuatro ciclos de subas de tasas de la Fed (1995, 2000, 2005 y 2018), los retornos en los doce meses posteriores a la última suba fueron mayores para bonos (12%) y acciones (20%) en comparación con un bono del tesoro de corto plazo (4,9%). **Reducir inversiones en efectivo y equivalentes es razonable de cara a 2024.**

Cuadro 13: Fed Tasa implícita según futuros

Reunión	#Subas (recortes)	Tasa implícita
01/31/2024	(0)	5.32
03/20/2024	(0)	5.21
05/01/2024	(1)	5.00
06/12/2024	(2)	4.74
07/31/2024	(3)	4.52
09/18/2024	(4)	4.27
11/07/2024	(5)	4.11
12/08/2024	(6)	3.93

Cuadro 14: BCE Tasa implícita según overnight index swaps

Reunión	#Subas (recortes)	Tasa implícita
03/07/2024	(0)	3.85
04/11/2024	(1)	3.68
06/06/2024	(2)	3.37
07/18/2024	(3)	3.11
09/12/2024	(4)	2.87
10/17/2024	(5)	2.67
12/12/2024	(6)	2.49

¿Qué esperar en 2024?

Retornos positivos para bonos

Igual que a comienzos de 2023, se destaca el atractivo de la renta fija. Las tasas permanecen elevadas y el riesgo inflacionario parece haber quedado atrás. Si bien los spreads han comprimido, **los rendimientos siguen siendo elevados.**

Para los bonos grado inversor la parte intermedia de la curva ofrece un nivel elevado de tasa libre de riesgo sin sacrificar mucho spread *(Cuadro 15)*.

Dentro de los **bonos de alto rendimiento creemos que adoptar un enfoque más defensivo** se ajusta mejor a las características del ciclo económico. Mitigar exposición al segmento CCC y reducir sensibilidad a los spreads posicionan mejor el portafolio para un año de desaceleración con tasas altas *(Cuadro 16)*.

Dentro de los bonos emergentes existe una realidad antagónica en los rendimientos esperados. En los de grado inversor no hay una significativa compensación por sobre los corporativos EE.UU. Sin embargo, en **el segmento de emergentes de alto rendimiento (soberanos y corporativos) los rendimientos son entre 1% y 2% mayores para el mismo rating crediticio** (*Cuadro 17)*.

Cuadro 15: Bonos corporativos EE.UU. Grado inversor

Rdto %	Spread (pbs)	Duración
5.19	79	1.9
5.18	113	4.1
5.35	151	7.0
5.48	166	13.2

Fuente: Bloomberg

Cuadro 16: Bonos corporativos EE.UU. Alto Rendimiento

Segmento	Rdto %	Spread (pbs)	Duración
Rating BB	6.54	227	4.1
Rating B	7.68	330	3.5
General	7.86	353	3.7
Corta Duración	8.21	344	1.7

Fuente: Bloomberg

Cuadro 17: Bonos Emergentes

Segmento	Rdto %	Spread (pbs)	Duración	Rating
EM Soberano HY	11.00	700	5.6	B
EM Corporativo HY	9.10	510	3.3	B

Fuente: Bloomberg

Retornos positivos en acciones globales con menor margen de error frente a sorpresas negativas

Actualmente el **punto de partida para las acciones incorpora supuestos más optimistas que el año pasado,** en particular para EE.UU. y países emergentes en donde se espera un crecimiento de las ganancias de **11% y 18%** respectivamente pero de no cumplirse estas expectativas el precio es susceptible de ajuste. Será importante seguir de cerca lo que digan los candidatos presidenciales de cara a las elecciones en EE.UU. en relación a posibles recortes de impuestos o nueva regulación en sectores de la economía.

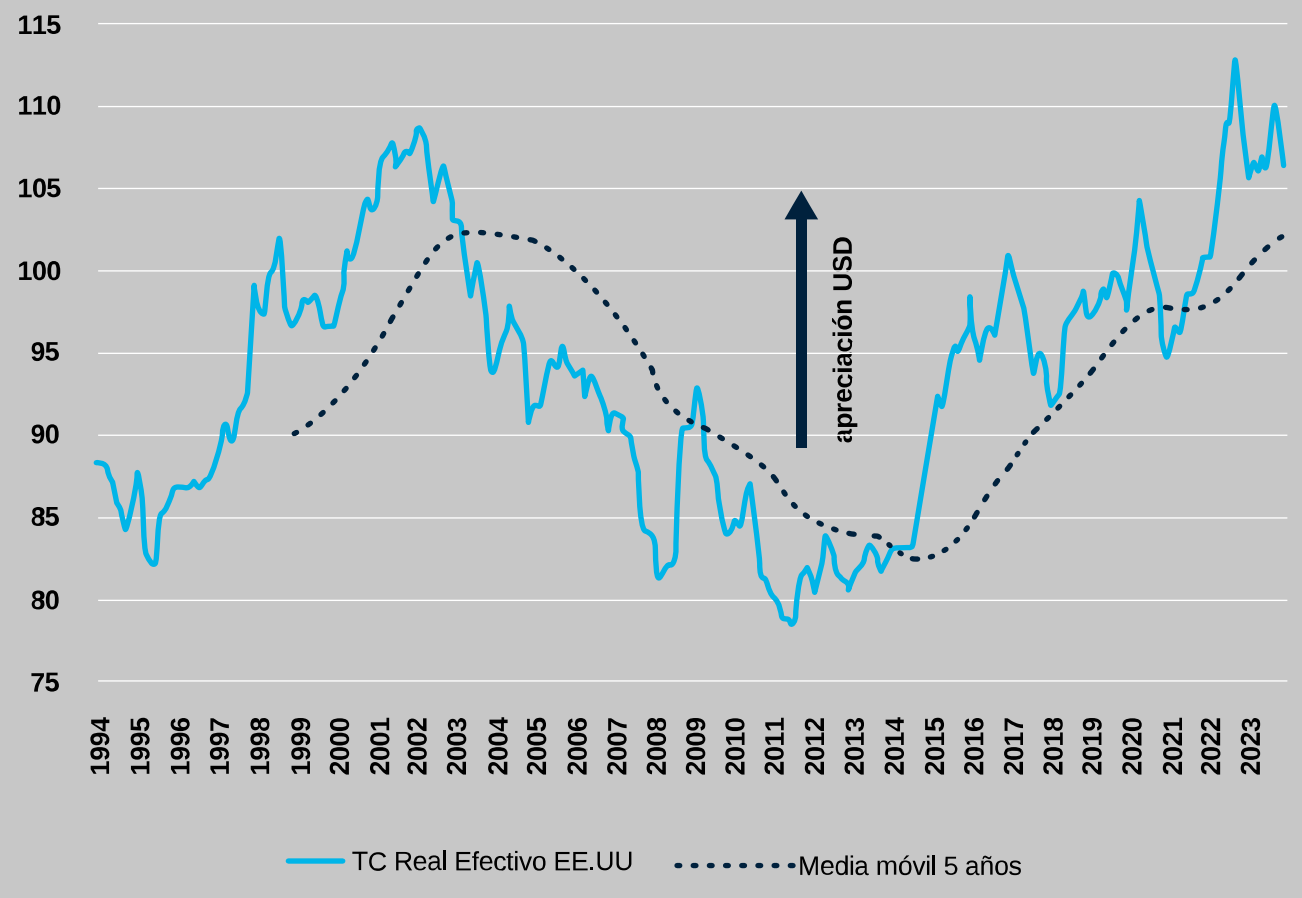
¿Qué esperar en 2024?

Las valuaciones en países desarrollados ex EE.UU. siguen a un descuento importante por lo que **mantener un enfoque global sigue siendo justificado.** Otra parte del mercado de renta variable que permanece castigado es el de acciones de pequeña capitalización. Estas empresas fueron más afectadas por la crisis de los bancos regionales y por la suba de tasas ya que tienen mayor proporción de deuda a tasa flotante. A pesar de sus precios atractivos, es importante recordar que la volatilidad de estas acciones es mayor y por ende requieren de un horizonte de inversión más largo.

Debilitamiento del dólar

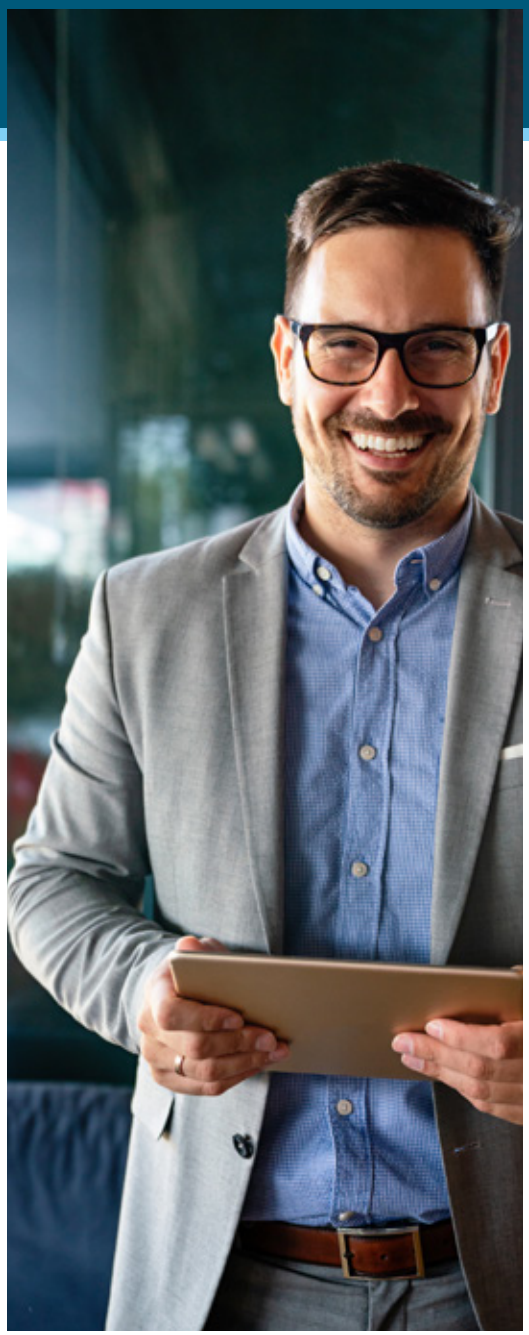
Durante 2023 el dólar estadounidense se depreció algo más del **2%** frente a las principales monedas de países desarrollados según el índice **DXY** pero el tipo de cambio real efectivo permanece en un nivel históricamente alto *(Cuadro 18)*. Hacia adelante las menores tasas en dólares, el alto nivel de endeudamiento de EE.UU. y valuaciones en activos internacionales por debajo de los americanos deberían ayudar a que la **depreciación del dólar continúe su camino hacia un nivel cercano a la media de largo plazo.**

Cuadro 18: Tipo de cambio real efectivo EE.UU.



Fuente: https://fred.stlouisfed.org/series/RBUSBIS, January 18, 2024

Nuestra mayor convicción



El 2023 sorprendió con la inteligencia artificial. No sabemos cuál será la noticia que moverá el mercado este año pero sí sabemos que tener un plan y asesoramiento es la mejor forma de alcanzar el éxito financiero.

Construir portafolios diversificados que ajusten la combinación de activos al horizonte de inversión fue, es y será la forma más eficiente de invertir.

Atrás quedaron los días de tasas bajas, y esa transición fue dolorosa para los portafolios de inversión pero dejó muchas oportunidades a futuro. Los fondos de Nobilis subieron entre 5% y 17% según el perfil de riesgo durante el año pasado. Al igual que a comienzos de 2023, seguimos en un momento en donde los retornos esperados de la renta fija son superiores a los históricos y eso es motivo de optimismo para los inversores que deben esperar buenos retornos ajustados por riesgo para los portafolios en los próximos años.

02
Mercado Local

Perspectivas
de mercado **2024**

Perspectivas
de mercado **2024**

Mercado Local

¿Qué nos dejó el 2023?

La tasa de interés en EE.UU. se comportó de forma muy volátil, generando grandes pérdidas en renta fija hasta el mes de octubre, para luego comenzar a volver a niveles muy parecidos a los de comienzo de año. Esta dinámica de tasas a la cual Uruguay no fue ajeno, impactó en toda la renta fija a nivel global.

En el siguiente cuadro podemos observar que los bonos en dólares se mantuvieron estables en materia de precios, sin embargo, ningún bono tuvo un retorno total negativo al cierre de 2023.

Rendimiento Total en USD

Bono	Cotización		Retorno		Total
	Dic-22	Dic-23	Capital	Cupón	USD
Bonos de Uruguay en USD					
Global 24	99,85	99,44	-0,4%	4,500%	4,1%
Global 25	102,96	102,68	-0,3%	6,875%	6,4%
Global 27	100,58	100,24	-0,3%	4,375%	4,0%
Global 31	99,68	99,03	-0,6%	4,375%	3,7%
Global 33	125,69	122,92	-2,2%	7,875%	3,9%
Global 34	107,77	103,30	-4,1%	5,750%	1,0%
Global 36	126,50	124,64	-1,5%	7,625%	4,5%
Global 45	90,49	89,67	-0,9%	4,125%	3,6%
Global 50	99,64	100,40	-0,8%	5,100%	5,9%
Global 55	96,94	97,87	-1,0%	4,975%	6,1%
Bonos de Uruguay en UI					
Global 27	103,64	102,76	-0,8%	4,125%	11,3%
Global 28	104,40	104,86	0,4%	4,375%	12,9%
Global 30	103,87	104,33	0,4%	4,000%	12,6%
Global 37	101,97	104,10	2,1%	3,700%	14,2%
Global 40	103,28	105,95	2,6%	3,875%	14,9%
Bonos de Uruguay en Pesos					
Global 28	91,40	96,61	5,7%	8,500%	18,6%
Global 31	86,93	92,85	6,8%	8,500%	20,4%
Global 33*	100,00	101,65	1,7%	9,750%	6,1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg y BEVSA. Para el cálculo de retorno total se toma el current yield.

*Precio Emisión

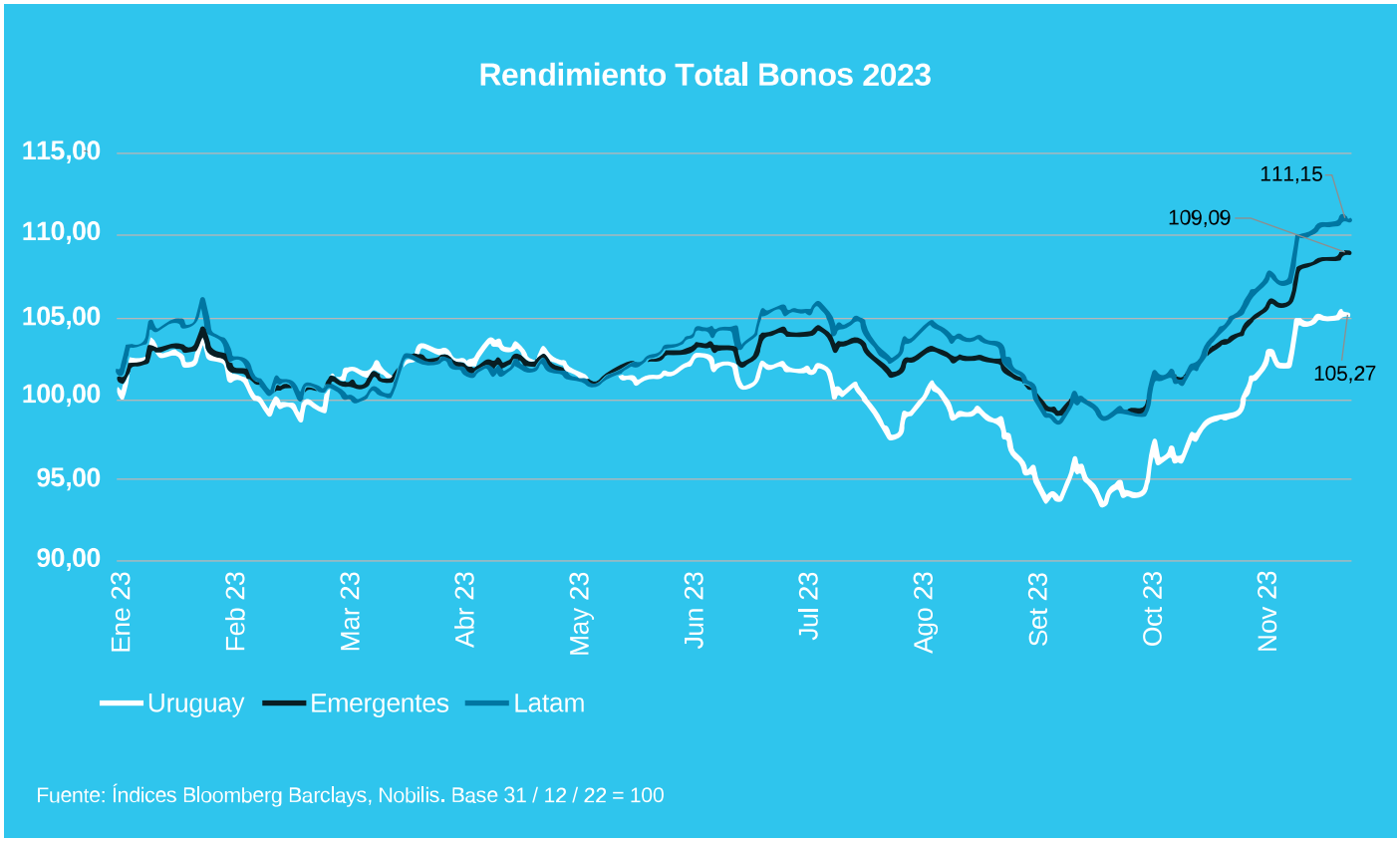
¿Qué nos dejó el **2023**?

El desempeño de nuestros bonos en dólares fue un tanto peor respecto a otros mercados emergentes y al resto de Latinoamérica.

En el caso de estos últimos, los bonos tuvieron un aumento en precio (con mejoras en el riesgo de crédito dado que partieron de una peor situación inicial) por encima a los bonos uruguayos, a la vez que tienen un cupón más alto. Algo similar ocurre con el promedio de los bonos de mercados emergentes.

Pese a la volatilidad de las tasas de interés de EEUU, el riesgo país de Uruguay se mantuvo estabilizado, generando un pico de **129** puntos básicos durante abril, para finalizar el año en **82** puntos básicos.

La tasa de interés en EE.UU. se comportó de forma muy volátil, generando grandes pérdidas en renta fija hasta el mes de octubre

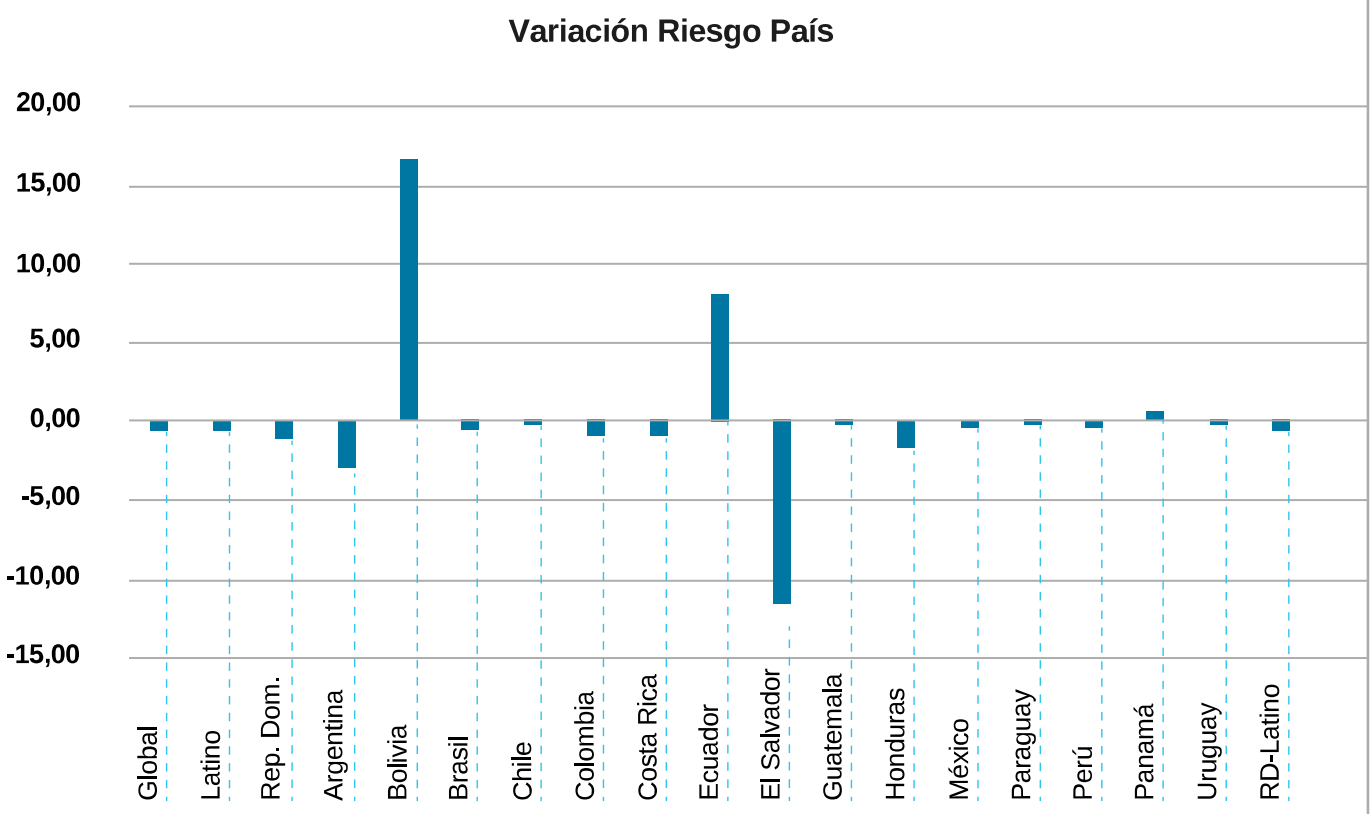


¿Qué nos dejó el **2023**?

En tanto, la mayoría de las economías de Latinoamérica, al igual que el promedio global, mejoraron su spread crediticio. Esta dinámica, que a priori parece negativa para Uruguay, ocurrió dado de que Uruguay partió de niveles muy bajos de riesgo país, por debajo de los **100** puntos básicos.

En el correr del año, tanto la calificadora **Standard & Poors** como **Fitch Ratings** mejoraron la calificación de nuestro país. En el caso de **S&P**, la calificación pasó de **BBB** a **BBB+** con perspectiva estable, mientras que **Fitch** mejoró desde **BBB-** a **BBB** con perspectiva estable.

En el correr del año, tanto la calificadora Standard & Poors como Fitch Ratings mejoraron la calificación de nuestro país.



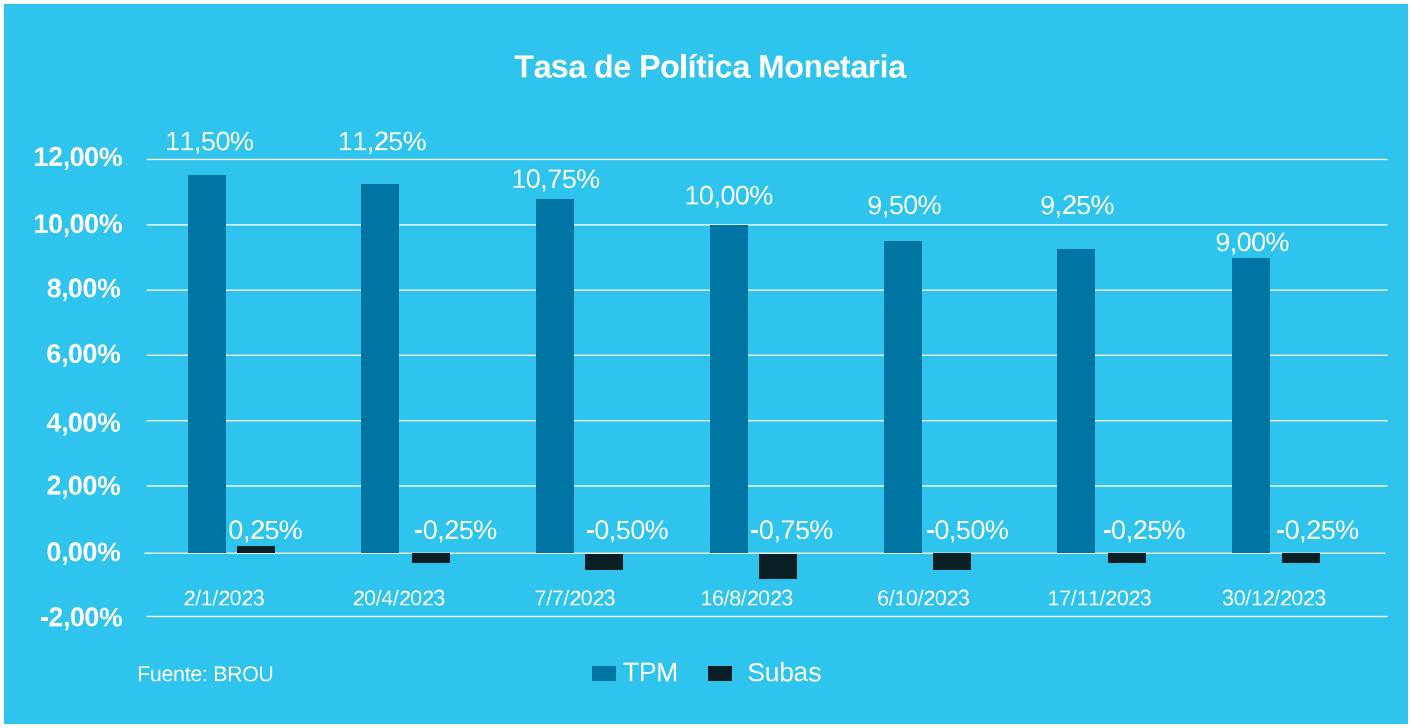
Fuente: JPMorgan

¿Qué nos dejó el **2023**?

El rendimiento de los instrumentos en moneda local, tanto en UI como en pesos a tasa fija fue excepcional, generando rentabilidades en dólares entre **11%** y **21%** en la mayoría de los casos (en el caso del global en **UYU** al 2033 la rentabilidad refiere al período de 180 días desde su emisión).

Este buen desempeño de los títulos en moneda local se debió principalmente a que el **Banco Central del Uruguay** comenzó a migrar desde su instancia de política monetaria contractiva hacia una de política monetaria neutral, recortando **250** puntos básicos la tasa de referencia en el acumulado del año.

Este buen desempeño de los títulos en moneda local se debió principalmente a que el Banco Central del Uruguay comenzó a migrar desde su instancia de política monetaria contractiva hacia una de política monetaria neutral

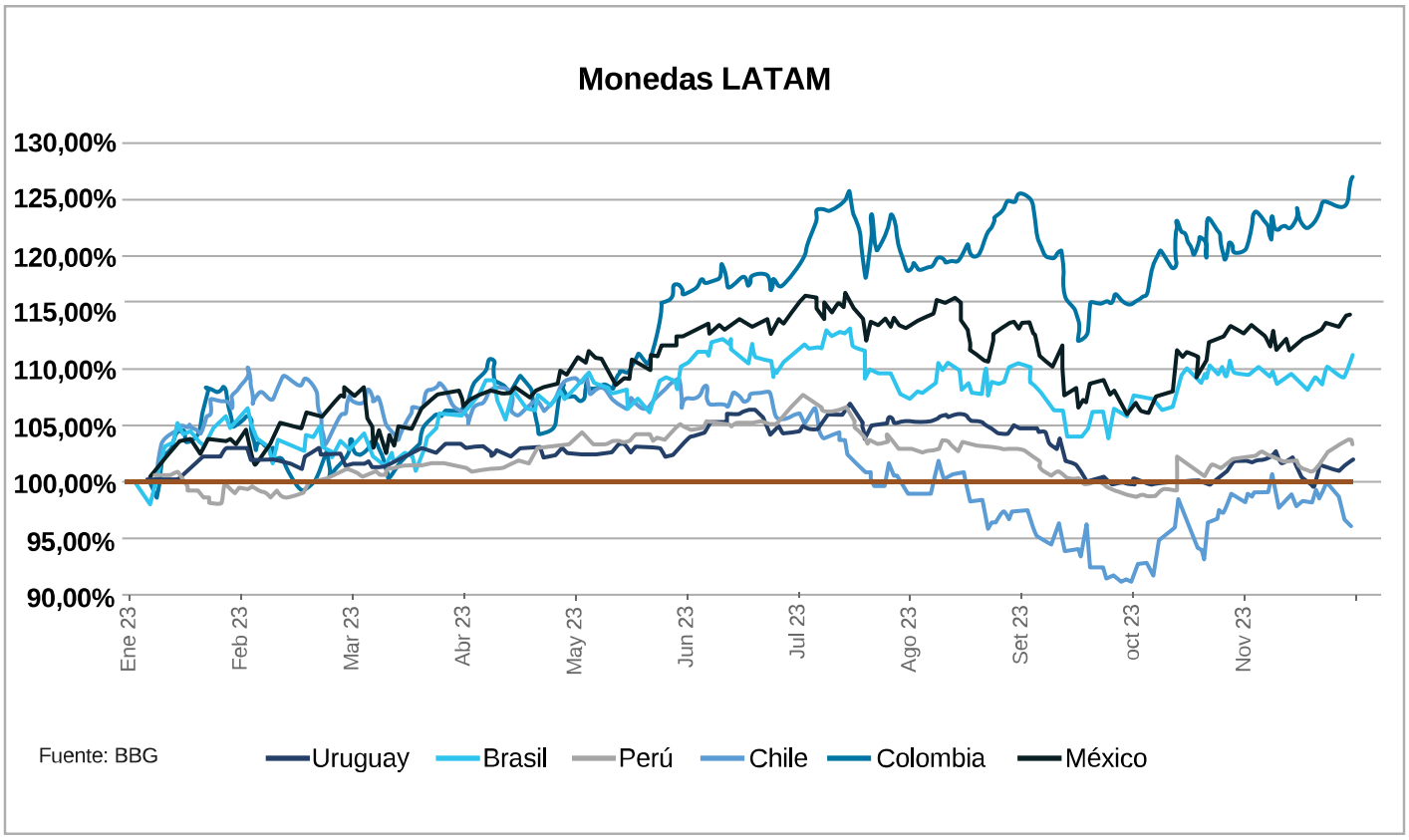


¿Qué nos dejó el 2023?

Otro factor importante fue la estabilidad del peso que logró apreciarse un **2,6%**, muy alineado con la dinámica del dólar contra las principales monedas a nivel global. Recordemos que durante 2022 el peso uruguayo había sido la moneda con mejor desempeño en Latinoamérica y una de las mejores a nivel global. En esta misma línea, si bien 2023 fue un año donde las monedas de la región, en la mayoría de los casos, continuaron fortaleciéndose, el peso uruguayo tendió a permanecer estable sin mucha fortaleza, a diferencia del Real brasileño, el Peso mexicano y el Peso colombiano, por citar algunos ejemplos.

Otro factor importante fue la estabilidad del peso que logró apreciarse un **2,6%**, muy alineado con la dinámica del dólar contra las principales monedas a nivel global

Las razones de esta dinámica del dólar radican básicamente en que la inflación en Estados Unidos, continuó cayendo durante 2023 alcanzando un nivel mínimo del **3%**, con los cual los inversores comenzaron a especular en futuras bajas de la tasa de interés de referencia lo que generó cierta debilidad en el precio del dólar. Este mismo efecto, hizo que los activos de riesgo a nivel global suban de precio y tal fue el caso de las monedas emergentes con buenos fundamentos.



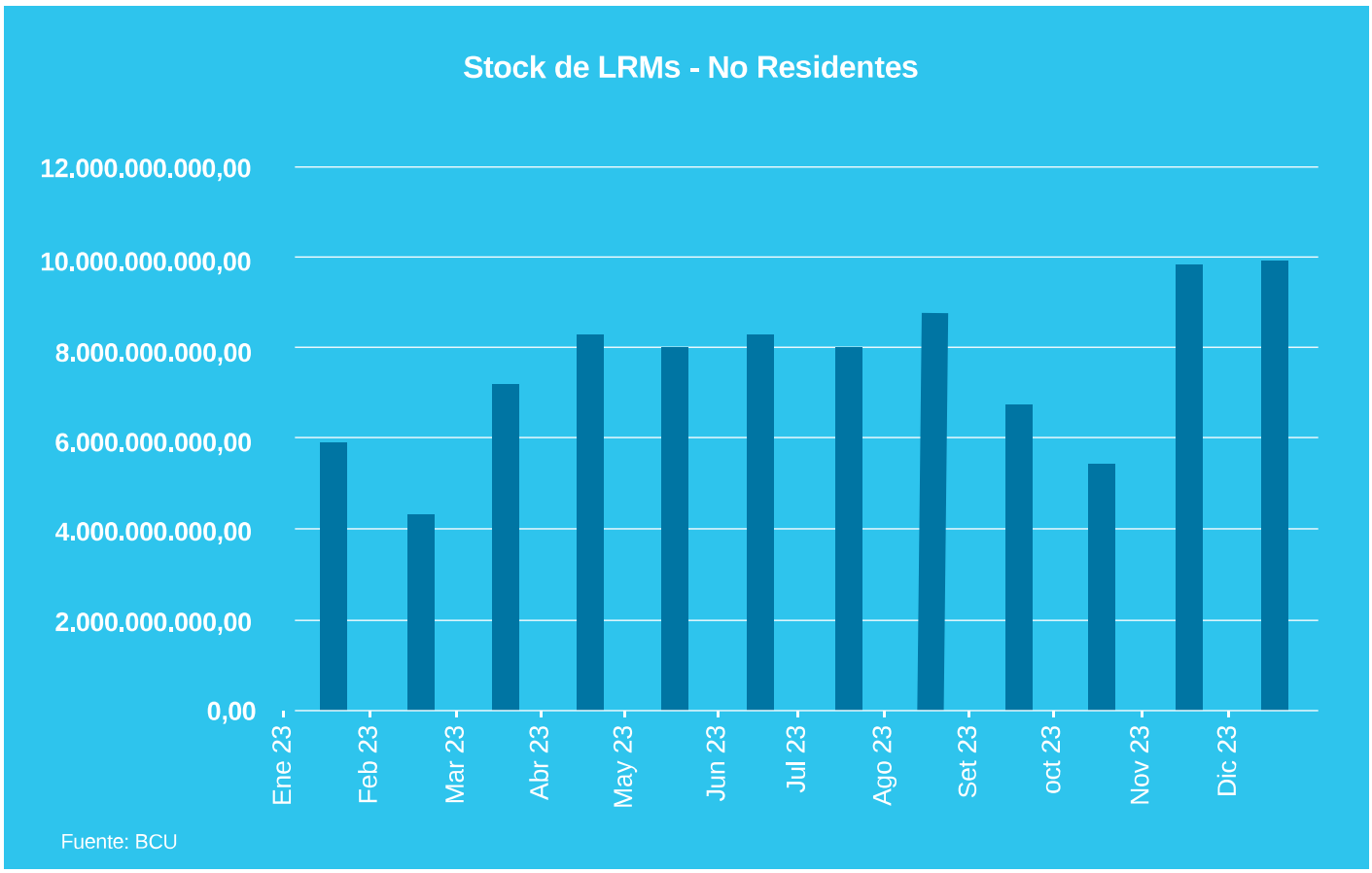
¿Qué nos dejó el **2023**?

En el caso de las tenencias por parte de agentes no residentes, se experimentó un fuerte aumento que prácticamente duplicó el volumen promedio de 2022. Este factor ha sido un elemento más que ayudó a que el peso uruguayo se fortalezca durante 2023. A este tipo de operativa, se le sumó la fuerte apuesta que los fondos de inversión del exterior hicieron sobre el peso uruguayo a través de instrumentos derivados como los "*Non delivery forward*" (otra forma de hacer carry trade), la cual muchas veces pasa desapercibida, pero, dado el volumen de esta operativa, tienen un impacto muy grande en los movimientos del tipo de cambio.

En tanto, por el lado de la generación de divisas, las exportaciones cayeron **13%** con respecto al 2022, en un año que estuvo marcado por una fuerte sequía que afectó al sector agropecuario.

La sequía impactó fuertemente en el nivel de producto agropecuario y del país en general, con pérdidas que rondaron el **3%** del **PIB**

Desde el punto de vista global, la caída en las exportaciones se debe a un menor crecimiento del resto del mundo, pero fundamentalmente de China, principal destino de nuestras exportaciones, así como también de una fuerte corrección en el precio de las materias primas. Localmente, la sequía impactó fuertemente en el nivel de producto agropecuario y del país en general, con pérdidas que rondaron el **3%** del **PIB** según la Oficina de Programación y Política Agropecuaria.



¿Qué nos dejó el 2023?

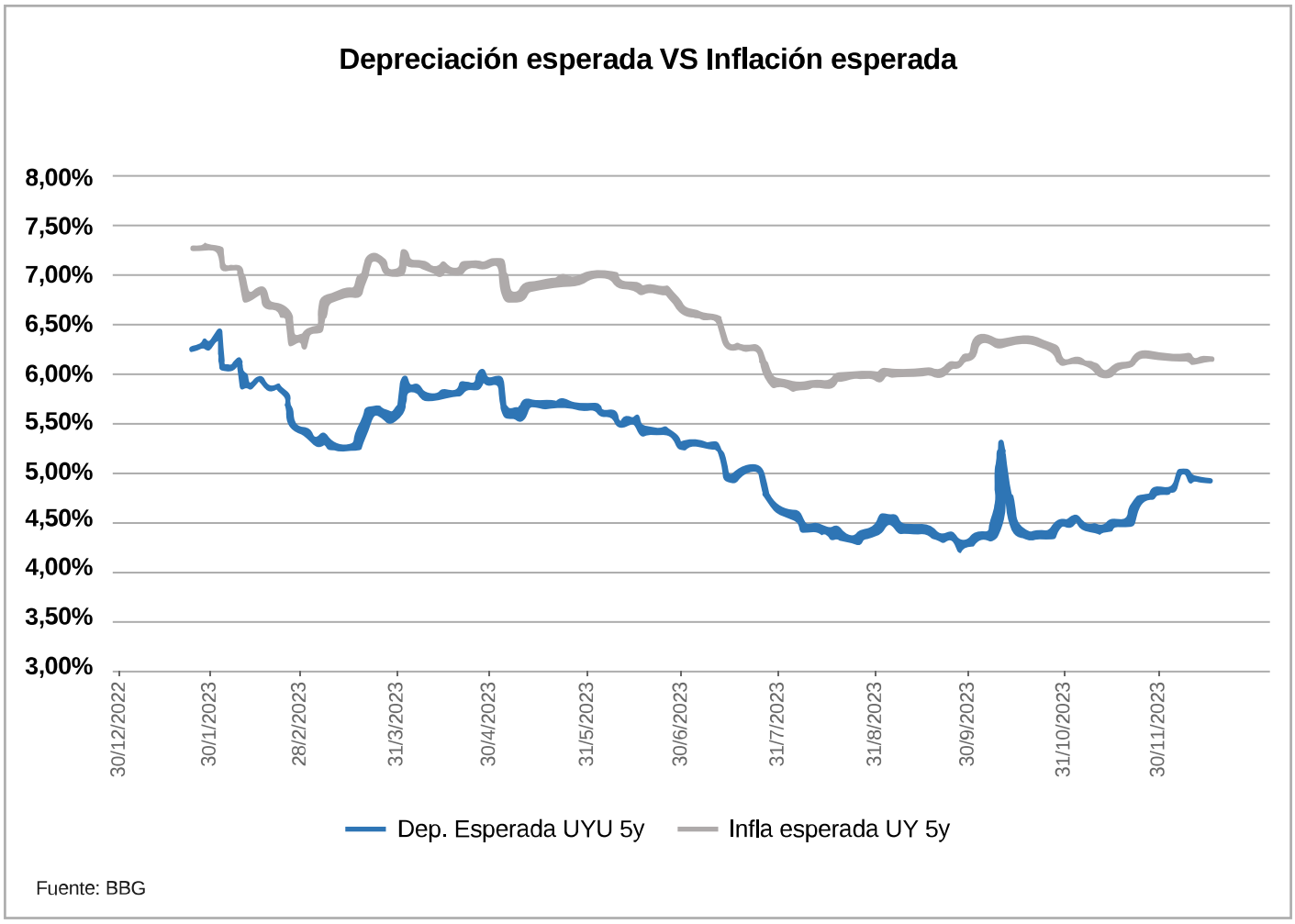
A la hora de analizar lo que ocurre con los instrumentos a tasa fija nominal e instrumentos en Unidades Indexadas, nos resulta interesante observar el comportamiento de la depreciación esperada y la inflación esperada que surgen de las curvas de rendimientos locales.

La inflación esperada a 5 años, implícita en el mercado de bonos, empezó el año en torno a **7,25%** y terminó cerca del **6%.** Esta convergencia se dio en un contexto donde el Banco Central recortó **250** puntos básicos la tasa de interés lo cual hizo que la curva de rendimientos nominal en pesos se comprimiera, en promedio, unos **225** puntos básicos.

En tanto, la depreciación esperada para los próximos años tuvo un comportamiento muy similar a la inflación esperada, comenzando el año en torno a **6%** y finalizando en **4,5%**, luego de haber tocado mínimos cercanos a 4%.

Esta dinámica, obedece a que la tasa nominal doméstica disminuyó, al igual que el riesgo país, mientras que la tasa libre de riesgo americana, si bien tuvo mucha volatilidad durante el año, permaneció en los mismos niveles que a comienzos de año. La lectura implícita entre estas dos variables, es que, para el mercado, en los próximos 5 años la depreciación del peso será menor que la inflación.

Para el mercado, en los próximos 5 años la depreciación del peso será menor que la inflación.



Fuente: BBG

¿Cómo luce la **macroeconomía**?

Luego de un año caracterizado por una fuerte sequía que impactó al sector agropecuario a comienzos del año, la actividad económica para 2023 se estima que termine con un crecimiento anual en torno a **0,4%**, según los analistas consultados por el BCU, muy por debajo del crecimiento potencial del país. Se estima que la pérdida del sector agropecuario rondó los **U$S 1.900** millones según Opypa. Una vez superada la sequía, el segundo semestre fue algo mejor al primero, con un crecimiento cercano al **1%**.

Para 2024 se espera cierto rebote de la actividad, en medio de un contexto global más benévolo para los países emergentes en general, con recortes de tasas por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos y dólar estable, que llevaría el PIB a niveles entre **2,5%** y **3,5%**.

Durante 2023 el país experimentó los niveles más bajos de inflación en los últimos 18 años, registrando durante el mes de agosto **3,87%** de inflación acumulado en los últimos 12 meses, niveles no observados desde el año 2005. Esta caída en los precios no es exclusiva de nuestro país, tanto en la región como en el mundo hemos visto un proceso de desinflación similar, con un fuerte ajuste de precios relativos.

Para 2024 se espera cierto rebote de la actividad, en medio de un contexto global más benévolo para los países emergentes en general

Principales variables macroeconómicas Uruguay

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Crecimiento del PBI	1,6	0,5	0,3	-2,9	5,9	4,9	0,4	3,1
Inflación	6,6	8,0	8,8	9,4	8,0	8,3	5,1	6,4
Salarios	8,0	8,2	8,5	7,75	6,3	9,4	9,1	8,5
Desempleo	6,9	8,4	8,5	10,6	7,0	7,9	7,8	8,1
Déficit fiscal	-3,2	-2,7	-3,2	-5,2	-4,1	-2,6	-4,0	-3,7
Deuda gobierno	60,4	59,6	60,8	74,4	71,5	57,4	55,7	55,0
Tipo de cambio	28,8	32,4	37,3	42,3	44,7	40,1	39,0	41,6

Elaboración propia en base a datos del INE, MEF y BCU. Los datos son al cierre de cada año, las celdas en gris son estimaciones.

¿Cómo luce la **macroeconomía**?

Esta dinámica fue acompañada por una política monetaria contractiva por parte del **Banco Central del Uruguay** que funcionó correctamente, logrando influenciar y anclar expectativas de inflación en niveles cercanos al techo del rango meta. Vale destacar que también la desaceleración de la actividad y la apreciación del peso contribuyeron a la caída de precios.

El déficit fiscal sufrió un aumento durante 2023 y se estima se ubique en torno a **4%** del PIB, por encima al esperado a comienzos de 2023 que rondaba el **3%.**

El aumento se explica por factores cíclicos y fuera de lo común, como un muy pobre desempeño económico producto de la fuerte sequía que sufrió la economía y que afectó la recaudación fiscal.

El déficit fiscal sufrió un aumento durante 2023 y se estima se ubique en torno a **4%** del PIB, por encima al esperado a comienzos de 2023 que rondaba el **3%.**

Cabe destacar que el déficit estructural cerraría 2023 en **3%**. El desempleo cerró el año en **7,8%**, por debajo al **7,9%** en 2022. Los salarios nominales aumentaron por encima del 9% con ganancias en torno al **4%** en términos reales.

¿Qué esperar para 2024?

El contexto global será un tanto más favorable para los países emergentes. El proceso de desinflación de los países desarrollados parece dirigirse a un escenario de *"aterrizaje suave"* o recesión leve, es decir, una caída en el nivel de precios, sin afectar fuertemente el nivel de actividad y empleo. En este contexto, la Reserva Federal tendrá flexibilidad para bajar la tasa de interés en dirección a una instancia de política monetaria más neutral.

Esta dinámica, tiende a favorecer a los países emergentes, con condiciones financieras menos restrictivas, un dólar globalmente débil y precios firmes de las materias primas.

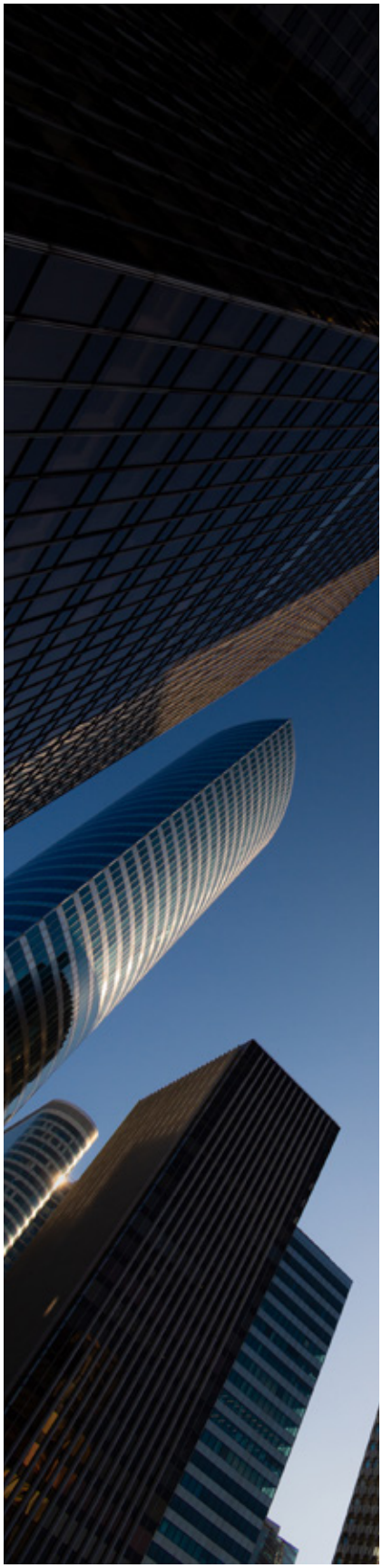
Hoy en día, podemos decir que el escenario base para Estados Unidos es el que describimos anteriormente. Sin embargo, todavía tienen cierta probabilidad de ocurrencia los escenarios extremos. Por un lado, un aumento acelerado del desempleo y una caída abrupta de la actividad, lo cual llevaría a un escenario de *"hard landing"* o recesión profunda, con caída de precios de los activos de riesgo y eventualmente una **FED** que reduce las tasas en forma pronunciada. Por otro lado, un escenario de *"no aterrizaje"*, es decir, un escenario donde la inflación se mantiene rígida en niveles cercanos al **3%** producto de una economía pujante y un mercado laboral recalentado.

Este último escenario, obligaría a la Reserva Federal a permanecer en su instancia contractiva por un período de tiempo más prolongado.

Otro factor determinante en los mercados es el desempeño de China. En los últimos tiempos China ha ido convergiendo a niveles de crecimiento potencial estructuralmente menores a los experimentados a comienzos del siglo **XXI**, propio de países de mayores ingresos.

Esto resulta razonable, en la medida que se trata de un país que se fue abriendo al mundo capitalista en las últimas décadas, dejando atrás las tasas de crecimiento de dos dígitos.

Más allá de aspectos estructurales, los datos más recientes de China muestran una caída en el nivel de precios y una caída en la demanda doméstica que se presenta como el principal desafío para 2024. Con el objetivo de apuntalar la demanda, a comienzos de 2024 el **Banco Popular de China** decidió bajar en **50** puntos básicos el coeficiente de reserva de caja exigido a los bancos del país asiático. Para 2024 se espera que el país crezca nuevamente en torno al **5%**.



¿Qué esperar para **2024**?

En cuanto al impacto del contexto global en el precio de los activos locales, el comportamiento de la **FED** en 2024 incidirá directamente en el precio de los bonos de Uruguay en dólares y en el valor del dólar a nivel global. Respecto de los bonos en dólares entendemos que ya es un buen momento para tomar duración. La inflación en EE.UU. se dirige al nivel objetivo de la FED, lo cual puede demorar más o menos tiempo, pero seguramente logre el objetivo tratándose del banco central más poderoso del mundo. En este escenario base de *"aterrizaje suave",* las tasas de la curva de bonos americanos tendería a caer, al igual que lo haría la curva de Uruguay en dólares (Suba de precio de los bonos).

Cuando nos referimos a los instrumentos en moneda nacional, los mismos estarán influenciados por el contexto global, lo cual repercute en el flujo de demanda de estos papeles y por lo tanto en el precio de los mismos. En caso de ocurrir el escenario base a nivel global, la caída en las tasas libre de riesgo, así como la debilidad del dólar, estimulará la demanda por papeles de países emergentes en moneda local, fundamentalmente bonos de países de Latinoamérica, con una mejor perspectiva que los emergentes asiáticos. En cuanto a los riesgos de cola, tanto un escenario de *"no aterrizaje"* que fortalezca el dólar y vuelva a generar cierta suba en las tasas libre de riesgo, como un escenario de recesión profunda que impacte negativamente en el precio de cualquier activo de riesgo, son dos escenarios negativos para los instrumentos en moneda local, pero igualmente la probabilidad de ocurrencia de ambos escenarios es menor al escenario base y en cualquiera de ellos el *"carry"* de los bonos defenderá a los inversores.

En materia cambiaria, el peso uruguayo se ha fortalecido levemente en 2023. En términos reales, la brecha entre el tipo de cambio real de fundamentos y tipo de cambio real se encuentra en el **12,5%** tomando el promedio de las metodologías utilizadas, según el **Banco Central del Uruguay**. En términos nominales, de darse un aterrizaje suave en EE.UU., deberíamos observar un dólar que se debilita o permanece estable a lo largo del año. Si el escenario en EE.UU. es de recesión profunda, probablemente el peso uruguayo, al igual que cualquier activo de riesgo en el mundo, caiga de precio, es decir, el dólar subiría en dicho escenario. En tanto, si el escenario efectivamente es de ***"no aterrizaje"*** también podríamos observar un dólar subiendo durante 2024.

Como vemos, la dinámica del tipo de cambio va a depender en gran medida del contexto global. Sin sorpresas a nivel global, no hay razones para que la dinámica que vimos en 2023 cambie.

¿Qué esperar para **2024**?

Respecto de la conveniencia entre inversiones en **UI** o en moneda nacional, favorecemos las inversiones en letras de regulación monetaria a 6 y 12 meses de plazo en pesos y las inversiones en **UI** con vencimientos entre 2027 y 2029.

Desde el punto de vista monetario, creemos que el **BCU** deberá observar una caída más profunda en el promedio de las expectativas de inflación de los agentes, antes de continuar bajando la Tasa de interés de referencia.

Como hemos mencionado, a finales de 2023 se observó un rebote del precio de los transables que generó cierto empuje en la inflación.

Habitualmente se observa un aumento de la incertidumbre en los meses previos a una elección nacional

El dato más reciente muestra el precio de los *"transables"* ajustando al **1,8%** y el precio de los *"no transables"* al **7%** (claramente por encima del techo del rango meta). Tanto el rebote de los transables como el hecho de entrar en un año electoral, le generan ciertos desafíos a la autoridad monetaria, que debe mantener anclada las expectativas durante 2024. Por último, nos adentramos en un año electoral tanto en Uruguay como en Estados Unidos.

En lo local, la evidencia empírica muestra que habitualmente se observa un aumento de la incertidumbre en los meses previos a una elección nacional, lo que puede impactar en las variables económicas y financieras con consecuencias negativas para la actividad, la inflación y las expectativas, por lo cual debemos ser cautelosos.

nobilis.com.uy
seguinos en:

Teléfono: 2915 5533 - Mail: contacto@nobilis.com.uy
Rincón 477 Piso 3, 11000. Montevideo, Uruguay