



NOBILIS

Perspectivas 2023

Estimado cliente,

Les presentamos un nuevo informe anual "Perspectivas 2023" en el que repasamos los principales acontecimientos financieros que han impactado en los portafolios de inversión durante 2022 y compartimos nuestras convicciones para 2023.

Sabemos que el año pasado fue un año difícil para los activos financieros y que los mercados cada tanto nos golpean, nos asustan, pero también sabemos que a largo plazo éstos recompensan a quienes son pacientes. Pero esto no es nuevo para nosotros y por eso estamos abocados a buscar las mejores alternativas para atravesar las distintas coyunturas, y siempre con el foco en sus objetivos y su horizonte de inversión.

Nos esforzamos día a día para darles un mejor servicio, construyendo una empresa más sólida y comprometida con nuestra sociedad. Es así que en esta línea queríamos compartirles algunas de las iniciativas en las que trabajamos durante el 2022.

Lanzamos el canal Nobilis Digital; apostando a modernizar y mejorar la experiencia de usuario, siguiendo las tendencias de transformación digital con el objetivo de adaptarnos a los cambios y exigencias de las nuevas generaciones. Por otro lado, continuamos desarrollando actividades de Educación financiera;

entre las que se destaca el apoyo al programa Desem Sumando Recursos y los ciclos de charlas que brindamos en universidades y en empresas. En dichas instancias buscamos transmitir el valor de pensar en el futuro y planificarlo de manera consciente en materia de inversiones para evitar o minimizar sorpresas.

Por último, destacamos las iniciativas culturales que buscan contribuir al patrimonio cultural de los uruguayos y los distintos eventos y charlas temáticas con el fin de mejorar su experiencia como cliente Nobilis.

Para finalizar, queremos agradecerles la confianza que año a año depositan en nuestra empresa, sabemos que sus ahorros sin importar el monto son muy valiosos para usted y esta confianza nos impulsa a seguir mejorando.

Los invitamos a leer el informe en detalle y quedamos a disposición para ahondar sobre los temas aquí abordados.

01

Mercado Internacional



¿Qué pasó en **2022?**

PÁG.
08



¿Cómo lucen los activos desde una **perspectiva histórica?**

PÁG.
10



¿Qué esperar en **2023?**

PÁG.
14



Nuestra mayor **convicción**

PÁG.
20

02

Mercado Local



¿Qué nos dejó el **2022?**

PÁG.
24



¿Cómo luce la **macro-economía?**

PÁG.
29



¿Qué esperar para **2023?**

PÁG.
30

O1

Mercado Internacional

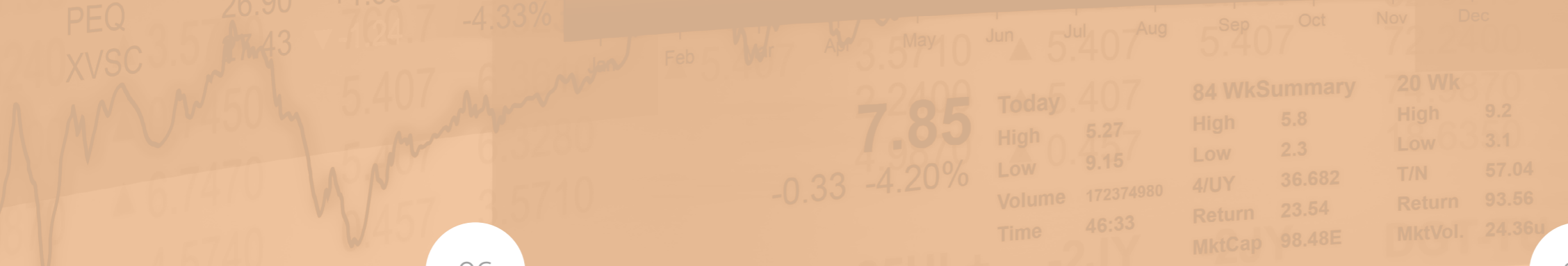


Symbol	Unit	8/12	Change
US/EURO	\$	182.492	-2.230
NAZ			-0.0039
GT/56	€		-0.592
YEH.			-1.759
KTC			-68.23
WIF			-456.56
WI-ILM	\$		-8.354
STJ			-0.036
B/LE/RE			-0.01126
JOB	€		-2.603
BLII			-4.695
BLI			-35.30
SNA	¥		-134.56
Las Vegas	\$	36.5295	-23.589
on Raw 49 2t		at 2.5	Open 5.82

Currencies	\$1=	Change	%Change
British POUND	0.6529	+0.0001	+0.012%
Czech KORUNA	20.1790	+0.0440	+0.215%
Danish KRONE	0.6559	+0.0005	+0.009%
European EURO	0.7889	+0.0002	+0.028%
Hungarian FORINT	241.67340		
Norwegian KRONE	6.0510	+0.0023	+0.038%
Polish ZLOTY	0.068		
Russian RUBLE			
Swedish KRONA		+0.0019	+0.027%
Swiss FRANC		0.0018	+0.188%

Today	High	Low	Volume	Time	84 WkSummary	20 Wk
7.85	5.27	9.15	172374980	46:33	High 5.8 Low 2.3 4/UY 36.682 Return 23.54 MktCap 98.48E	High 9.2 Low 3.1 T/N 57.04 Return 93.56 MktVol. 24.36u

Gainers	Price	Change	%Change
AFC	172.5		6%
BPIRT	29.		5.5%
GOH	42.	.28	0.7%
AITA	23.1	.63	2.8%
JTAS	37.24		65%
RCA	20.19		10.47%
AECT	18.04	-1.47	-8.15%
XNC	34.33	+2.18	+6.35%
PEQ	26.90	+1.50	+5.97%
XVSC	17.43	-0.7	-4.33%



3 Month % Change	
-0.86%	
Telecommunications	+6.81%
Healthcare	+5.62%
Services	+1.73%
Trade	+5.11%
Technology Services	-1.57%
Transportation	+5.00%

Today	High	Low	Volume	Time	84 WkSummary	20 Wk
7.85	5.27	9.15	172374980	46:33	High 5.8 Low 2.3 4/UY 36.682 Return 23.54 MktCap 98.48E	High 9.2 Low 3.1 T/N 57.04 Return 93.56 MktVol. 24.36u

¿Qué pasó en 2022?

El 2022 empezó y terminó en torno a un solo tema; **la inflación**. Luego del fuerte rebote del crecimiento en 2021, se esperaba una leve desaceleración en el nivel de actividad y una baja sostenida en la inflación durante 2022. **La guerra de Rusia-Ucrania y la intensificación en la política Covid Cero de China cambiaron el rumbo de la macroeconomía global llevando la inflación a niveles máximos en más de cuarenta años y a una crisis energética que puso en jaque a Europa.** De acuerdo con las estimaciones del Banco Mundial se esperaba para 2022 un crecimiento global de 4,1% pero ahora se estima que cerrará en 2,9%.

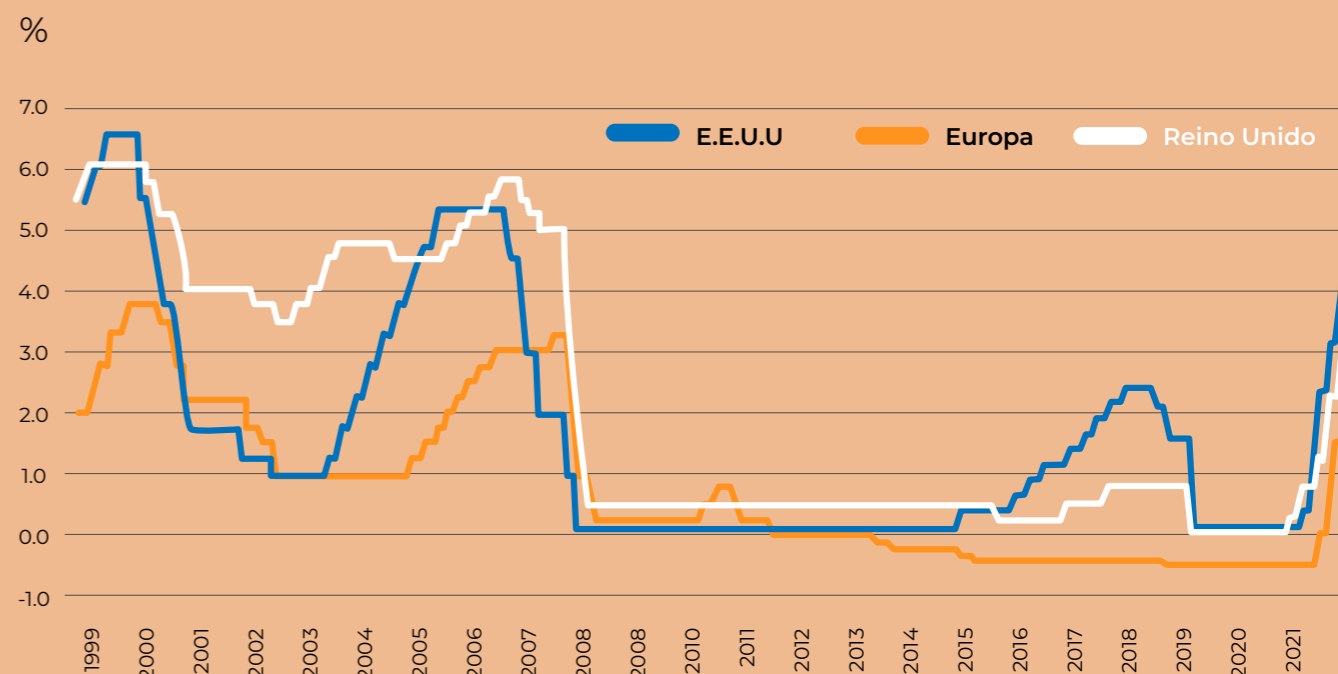
Los bancos centrales fueron los grandes protagonistas del año adoptando políticas monetarias fuertemente restrictivas. La postura de la Fed, frente a una inflación que inicialmente definió como transitoria, fue tornándose cada reunión más restrictiva y llevó su tasa de referencia desde el rango 0-0,25% hasta 4,25-4,5% (cuadro 1). El Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra fueron en la misma dirección y en los países emergentes (a excepción de China) la historia no fue distinta. La perspectiva de crecimiento que había a principio de año se transformó rápidamente hacia la de una probable recesión en varias partes del mundo.

Los efectos se observaron en la economía real y en los mercados financieros. La inflación fue mayor

al aumento de salarios y deterioró el poder adquisitivo de las personas que debieron utilizar ahorros o créditos para mantener su nivel de consumo. Las tasas de interés para préstamos hipotecarios en EE.UU. alcanzaron su máximo nivel en 20 años y las ventas de propiedades disminuyeron con los precios retrocediendo desde junio.

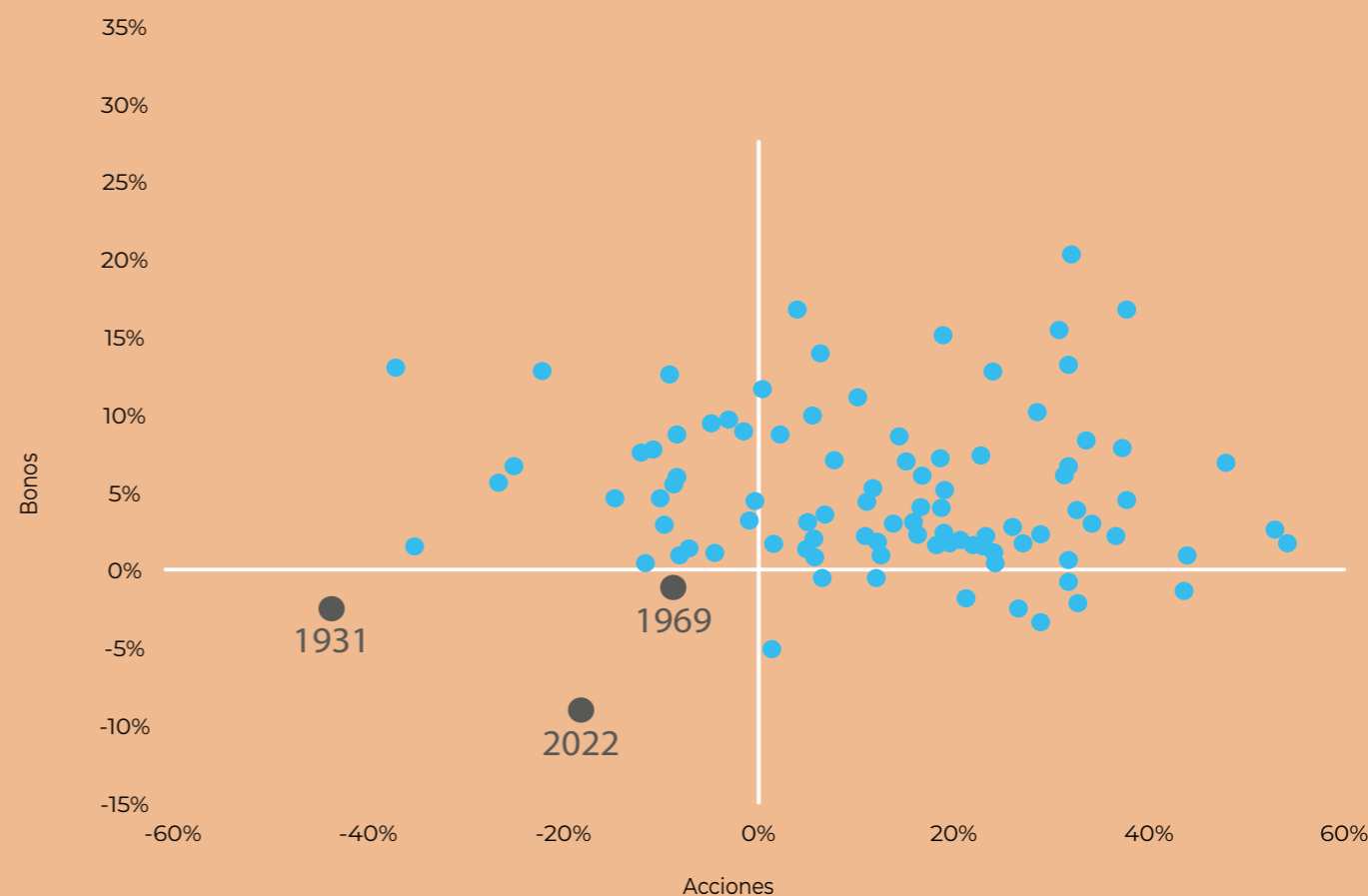
El precio de los bonos (inversamente proporcional al nivel de tasas) cayó a medida que el mercado incorporaba el discurso alcista de los bancos centrales y llevó a que **la renta fija de calidad tuviera el peor año de la historia.** Las valuaciones de las acciones cayeron frente a un escenario de actividad más incierto a pesar de que las ganancias no reflejan un fuerte impacto hasta el momento. **Esta situación de bonos y acciones retrocediendo simultáneamente fue tal vez el hecho más relevante del año a nivel de portafolios de inversión dado que ha ocurrido muy pocas veces en la historia** (cuadro 2). Hubo pocos activos que lograron terminar el año en terreno positivo. Incluso algunos que llegaron a estar muy arriba como el petróleo, cerraron cerca de cero. Los crypto activos no fueron la excepción; el Bitcoin terminó el año en -64%, con la quiebra de FTX recordando a los inversores los riesgos de un mercado no regulado. El dólar fue un gran ganador y terminó 8,2% arriba según el índice DXY.

Cuadro 1 - Tasas de política monetaria de bancos centrales



Fuente: Bloomberg

Cuadro 2 - Retornos anuales para bonos y acciones



Fuente: SBBI Data, Bloomberg

¿Cómo lucen los activos desde una perspectiva histórica?

La abrupta caída en los activos de renta fija redundó en una nueva realidad en términos de las valuaciones para todos las distintas subclases de activos que integran esta categoría.

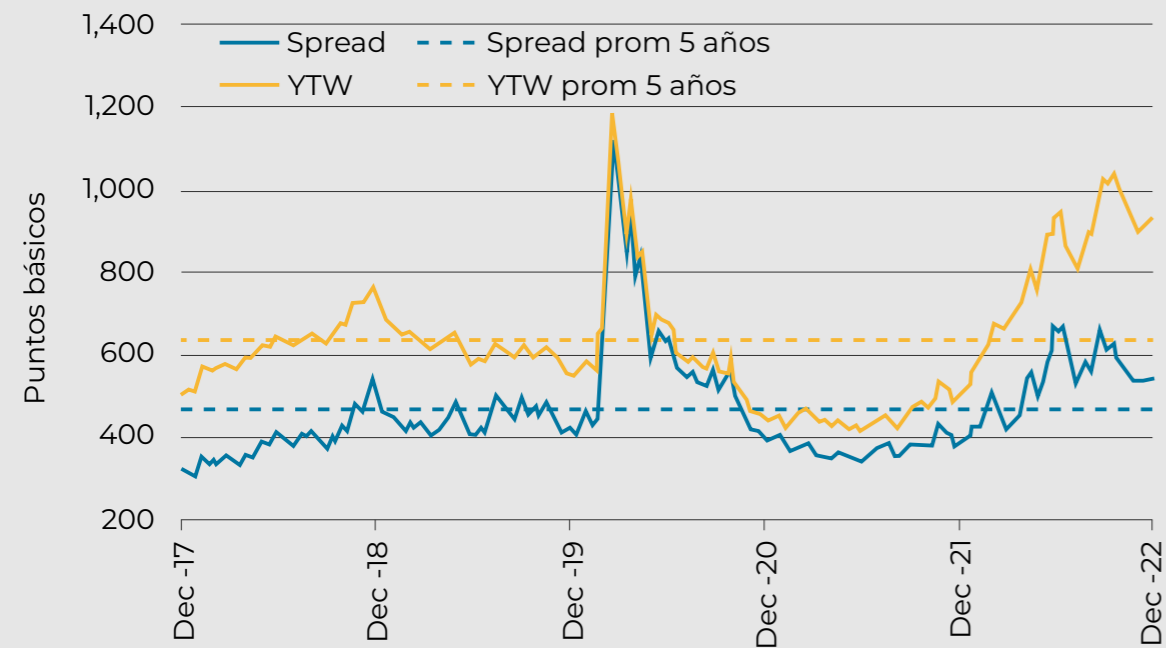
Los rendimientos de los bonos del Tesoro americano han alcanzado niveles no vistos desde antes de la crisis de 2008. Las sucesivas subas de tasas de la Fed y las proyecciones de subas adicionales han llevado a que los títulos a plazos de un año ofrezcan rendimientos cercanos a 4,7%. No obstante, la curva de tasas de interés se invirtió durante 2022 y al cierre de año un bono a 2 años rendía 0,55% más que un bono a 10 años (4,42% vs 3,87%). Esto permite inferir que los inversores creen que la inflación se controlará a largo plazo y el nivel

de tasa actual no se mantendrá en el tiempo.

Los bonos corporativos con grado inversor estuvieron dentro de los más castigados dada su larga duración. Los spreads pasaron de 100 pbs a 140 pbs, algo por encima de los promedios de 5 años. y al cierre de año ofrecían un rendimiento cercano a 5,2%.

Los bonos de alto rendimiento tienen menor duración y fueron menos afectados por la suba de tasas. Los spreads subieron a lo largo del año hasta 545 pbs, por encima de su promedio de 5 años de 470 pbs y al cierre de año ofrecían un rendimiento de 9,4% aprox (cuadro 3).

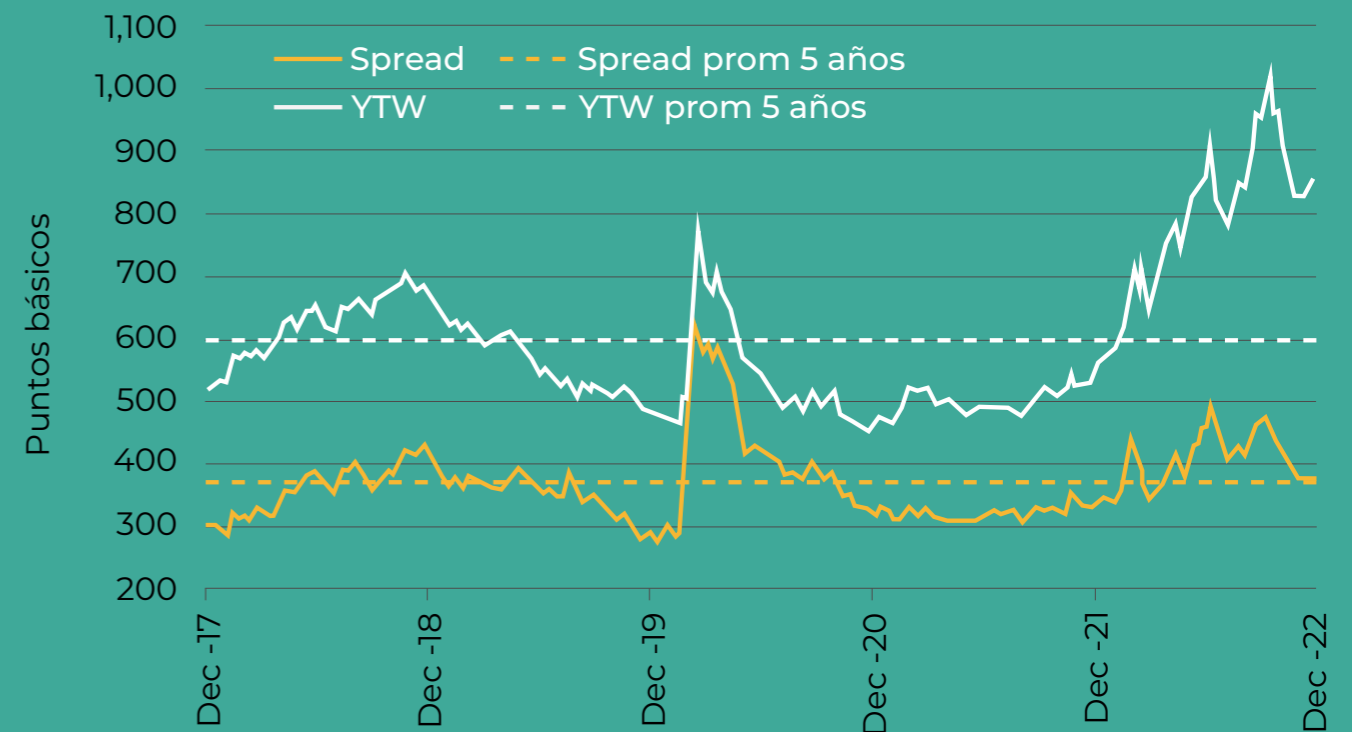
Cuadro 3 - Bonos Alto Rendimiento - Evolución spreads y rendimiento (YTW)



Fuente: Bloomberg Barclays Global HY

Los bonos emergentes fueron los más castigados de todos. La larga duración sumado al aumento de spreads y los defaults de Rusia y Ucrania, que a principio de año representaban casi 5% del índice, fueron determinantes. Los spreads permanecen relativamente cercanos a los niveles de largo plazo en torno a los 374 pbs y al cierre de año ofrecían un rendimiento de 8,5% aprox (cuadro 4).

Cuadro 4 - Bonos Emergentes - Evolución spreads y rendimiento (YTW)

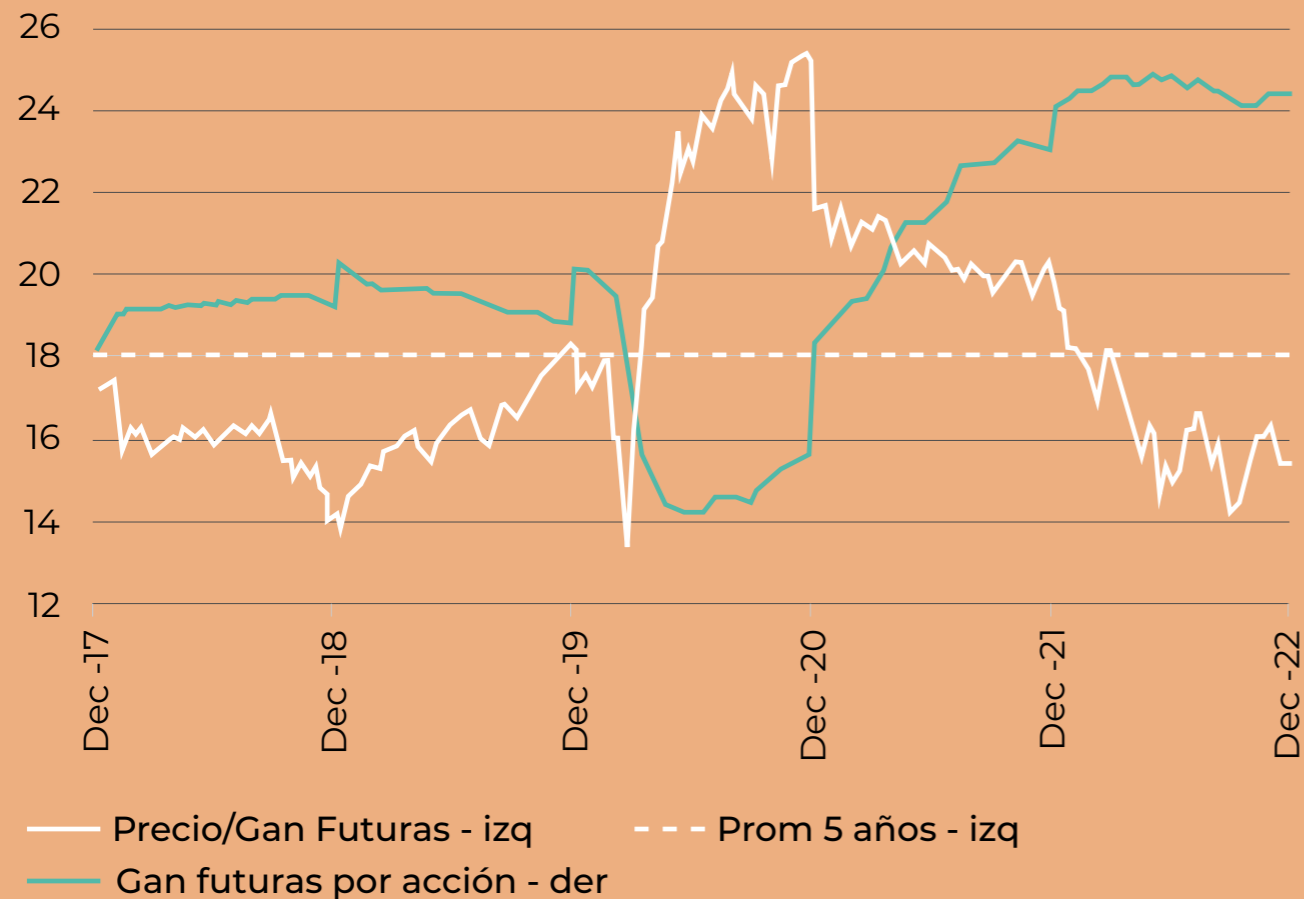


Fuente: JPM EMBI

Las acciones en general tuvieron un año malo aunque sorprendentemente no así las ganancias de las empresas. El retorno negativo se explicó principalmente por una caída en las valuaciones.

En las acciones de países desarrollados los múltiplos retrocedieron considerablemente durante la primera mitad del año. En el segundo semestre se vió una moderación en las ganancias futuras aunque de todas formas se espera que sigan creciendo en 2023. Esto dejó como resultado una valuación de $x15,5$ significativamente inferior a la de principios de 2022 y por debajo del promedio de 5 años (cuadro 5).

Cuadro 5 - Acciones de países desarrollados - Valuaciones y ganancias esperadas

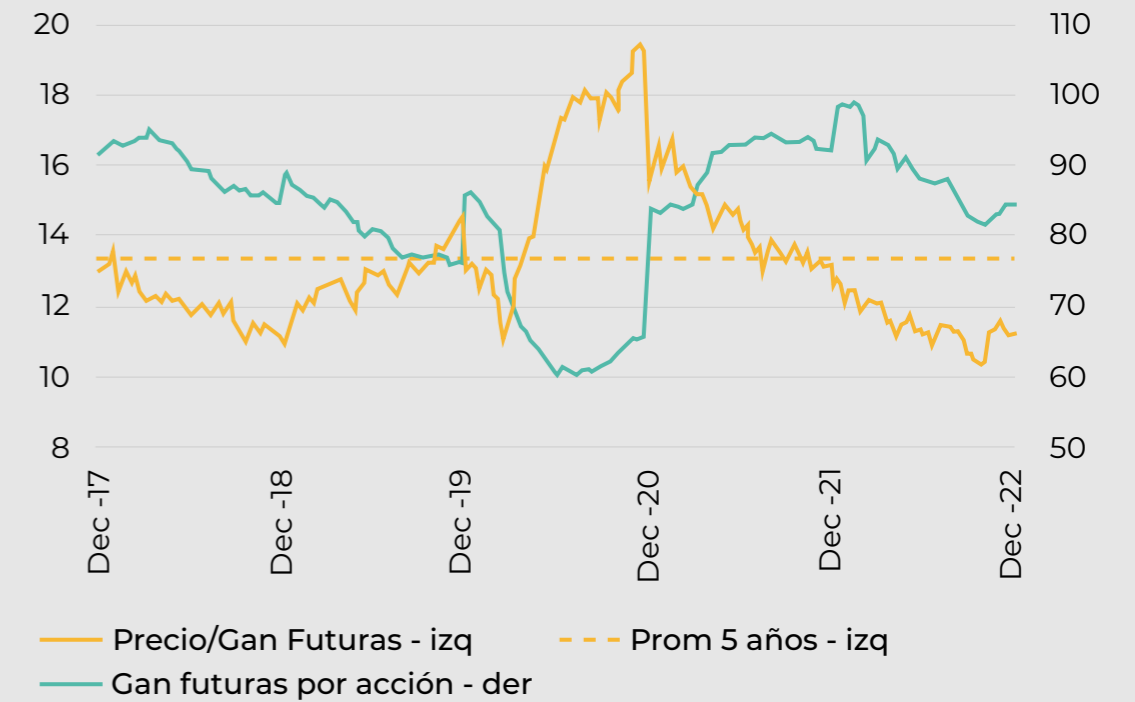


Fuente: MSCI World

En las acciones de países emergentes la caída en las valuaciones fue menor pero las ganancias esperadas corrigieron desde el primer trimestre. Una parte importante de la explicación viene dada por las acciones de China (un tercio del índice).

Las valuaciones que ya se encontraban por debajo del promedio de 5 años al inicio de año cayeron aún más y quedaron en $x11,3$ (cuadro 6).

Cuadro 6 - Acciones de países emergentes - Valuaciones y ganancias esperadas



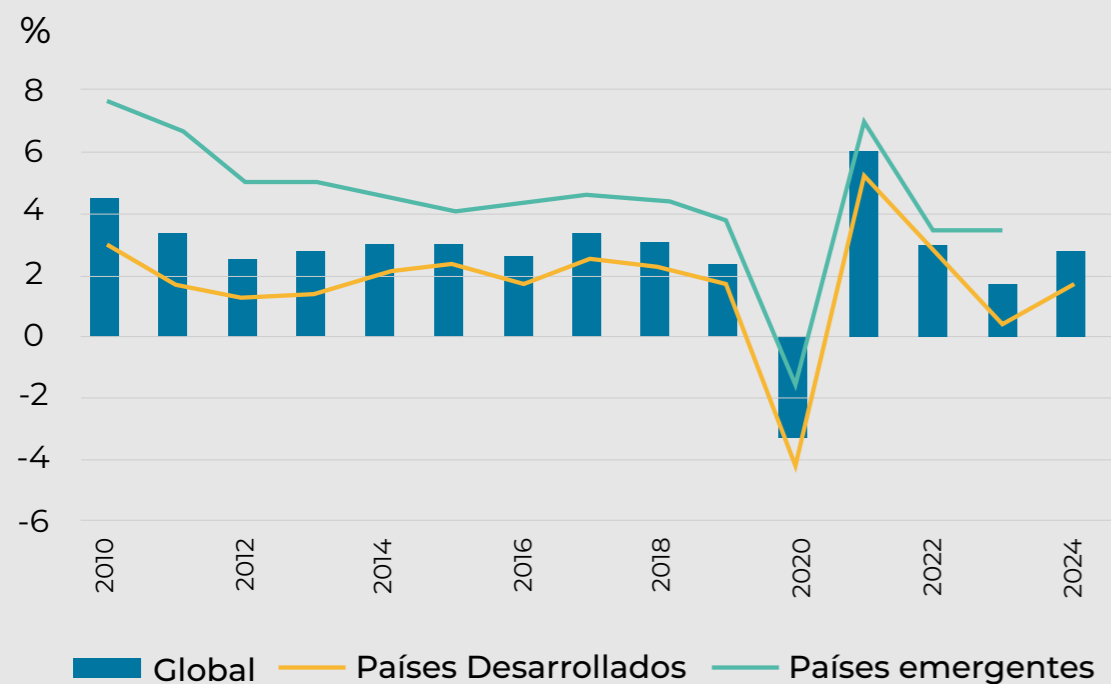
Fuente: MSCI EM

¿Qué esperar en 2023?

Menor crecimiento global y probable recesión

Para 2023 se espera que el nivel de actividad global caiga a 1,7%, lo que marcaría el menor ritmo de crecimiento desde 2001 (sin considerar 2008 y 2020). EE.UU y Europa son la principal explicación de esta caída, mientras que China iría en el otro sentido con un crecimiento de 4,3%, por encima del 2,7% de 2022. Según el consenso de mercado **existe una alta probabilidad de recesión en varias economías desarrolladas**. Los analistas difieren en si se dará en la primera o la segunda mitad de año e incluso algunos estiman que podría ser en 2024 pero en general coinciden en que la misma debería ser leve y corta (cuadro 7).

Cuadro 7 - PBI



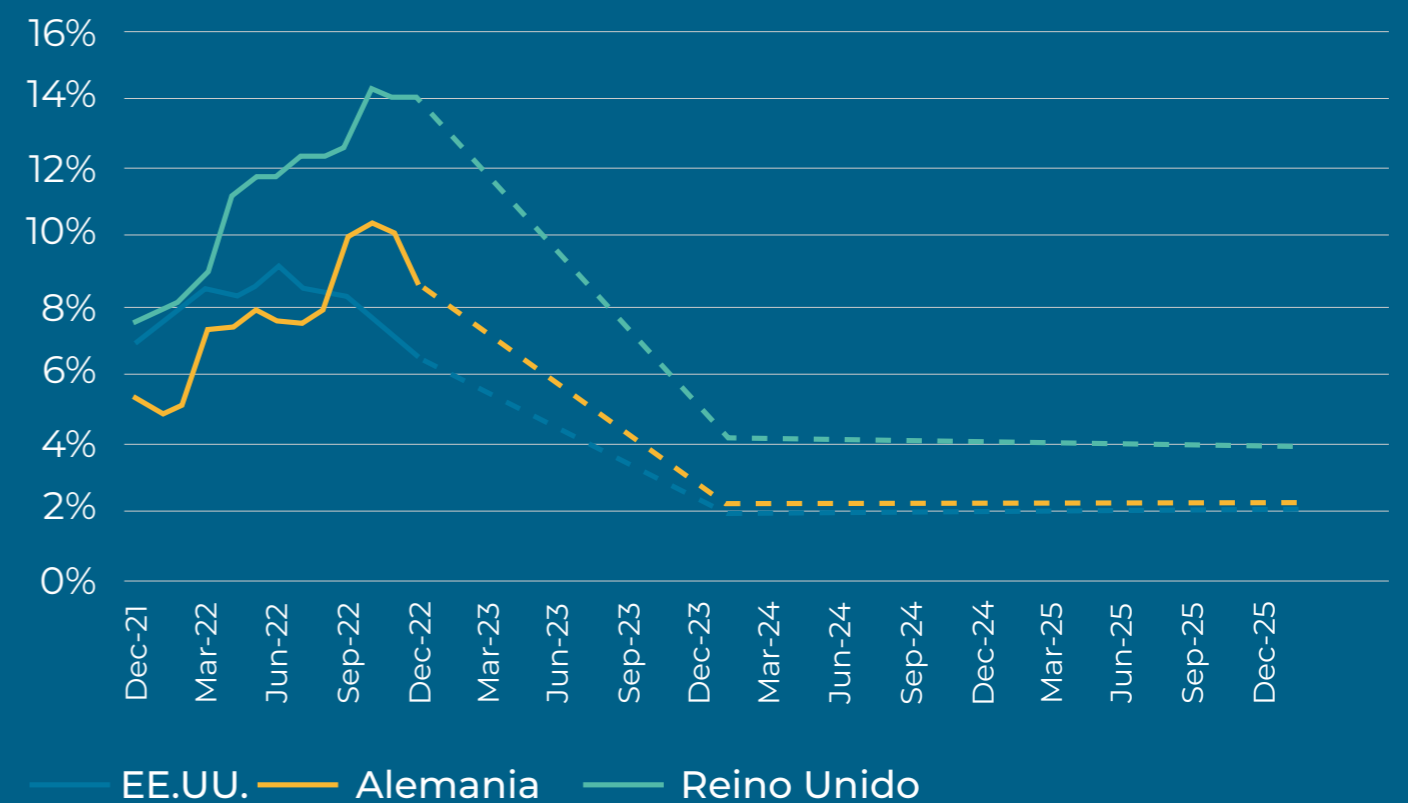
Fuente: Banco Mundial

Menor inflación

La política monetaria restrictiva sumada al menor nivel de actividad previsto, cadenas de suministro parcialmente acomodadas de las disrupciones de la guerra y la reapertura reciente de China deberían quitar presión en varias fuentes inflacionarias observadas en 2022.

Se espera que para fines de 2023 la inflación esté bastante por debajo de los niveles actuales con EE.UU. moderando en primer lugar y luego Europa. De hecho, el mercado descuenta que para principios de 2024 la inflación estará mucho más próxima a 2% (cuadro 8).

Cuadro 8 - Inflación esperada según swaps de inflación



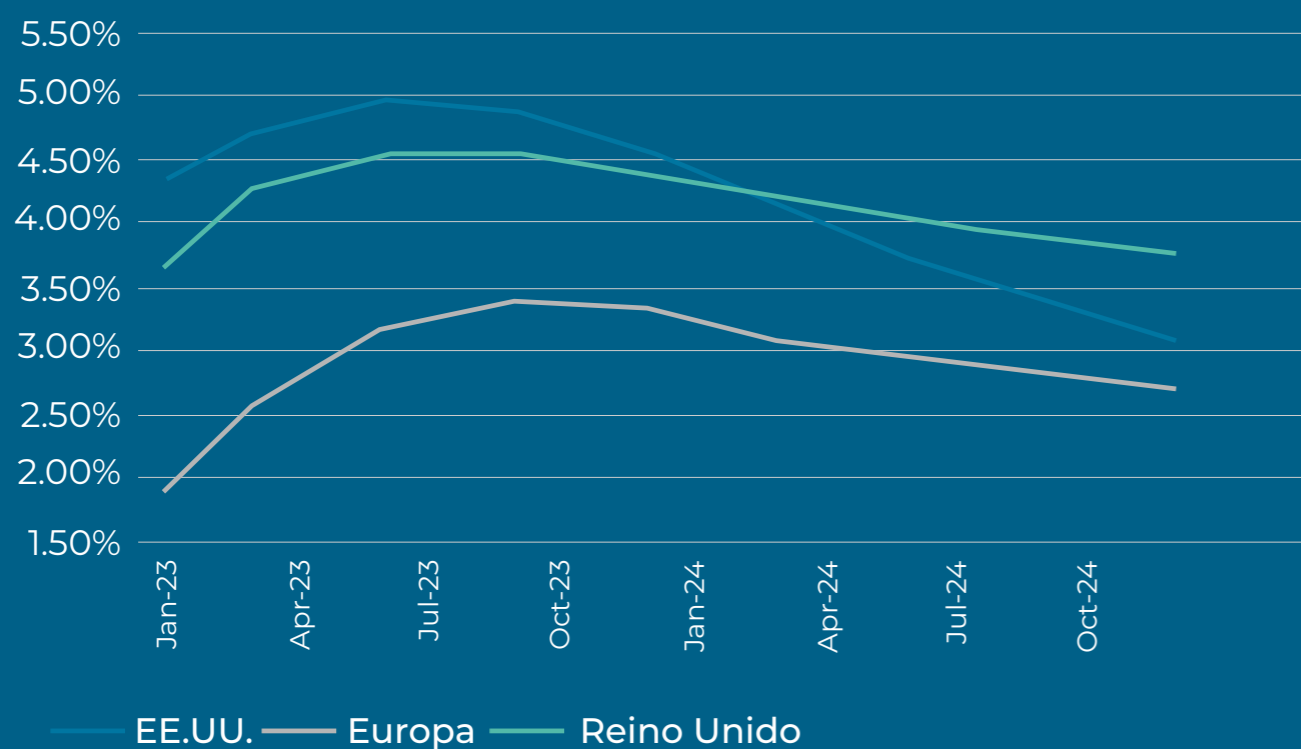
Fuente: Bloomberg con swaps de inflación zero cupón para 1,2 y 3 años

Tasas de Política Monetaria altas y sostenidas hasta finales de 2023.

La Fed pretende continuar subiendo las tasas de interés hasta 5,1% (Dot Plot dic-22) para fines de 2023. Por el momento no se muestran satisfechos con las razones por las que ha bajado la inflación que se explica por el lado de bienes. **Necesitan ver un enfriamiento de la inflación salarial y como han dicho el riesgo de subir la tasa por debajo de lo necesario es mayor al de excederse.** Es esperable que incluso una vez hayan alcanzado el pico de tasa (primer semestre), la mantengan elevada por un tiempo antes de recortar. Alcanzado este punto la volatilidad del mercado debería reducirse.

Los futuros de Tasa Fed se están operando por debajo de 5%, es decir que el mercado no cree que la Fed cumpla con lo que está comunicando. Si la Fed termina siguiendo el camino del Dot Plot (no siempre ocurre) los precios de los activos deberían ajustar a la baja (cuadro 9).

Cuadro 9 - Tasas de política monetaria implícitas en futuros



Fuente: Bloomberg

Retornos positivos en bonos y mayor potencial a futuro.

Los rendimientos iniciales, el pico de tasa de la Fed más próximo y unas expectativas de inflación de largo plazo ancladas **permiten ser optimistas para la renta fija en 2023.** Incluso en un escenario en donde la recesión resulte no tan leve y los spreads se amplíen, los cupones ofrecen un "colchón" importante para los inversores. Considerando que la curva está invertida la parte corta luce más atractiva para generar ingresos y reinvertirlos a tasas mayores (cuadro 10).

Cuadro 10 - Impacto de una suba de tasas 100 pbs mayor a la esperada por el mercado

Clase de Renta Fija	Duración (OAD)	TIR inicial (YTW)	Variación precio por suba de 100 pbs	Cupón corriente	Retorno Total
Alto Rdto	2,8%	8,7%	-2,8%	6,0%	3,3%
	4,4%	8,2%	-4,4%	6,5%	2,1%
Emergente	1,9%	7,6%	-1,9%	4,6%	2,8%
	6,4%	7,2%	-6,4%	5,4%	-1,0%

Fuente: Bloomberg Barclays Indices

Buenas perspectivas para la renta variable aunque con volatilidad de corto plazo.

La caída en las valuaciones ha dejado un punto de entrada más atractivo para los inversores de acciones a largo plazo. A pesar de esto, siguen habiendo luces amarillas a nivel de fundamentos que obligan a mantener cautela. La presión salarial sobre las utilidades es un factor a monitorear de cerca junto con el nivel de ventas que puede corregir a la baja si las condiciones macroeconómicas empeoran inesperadamente.

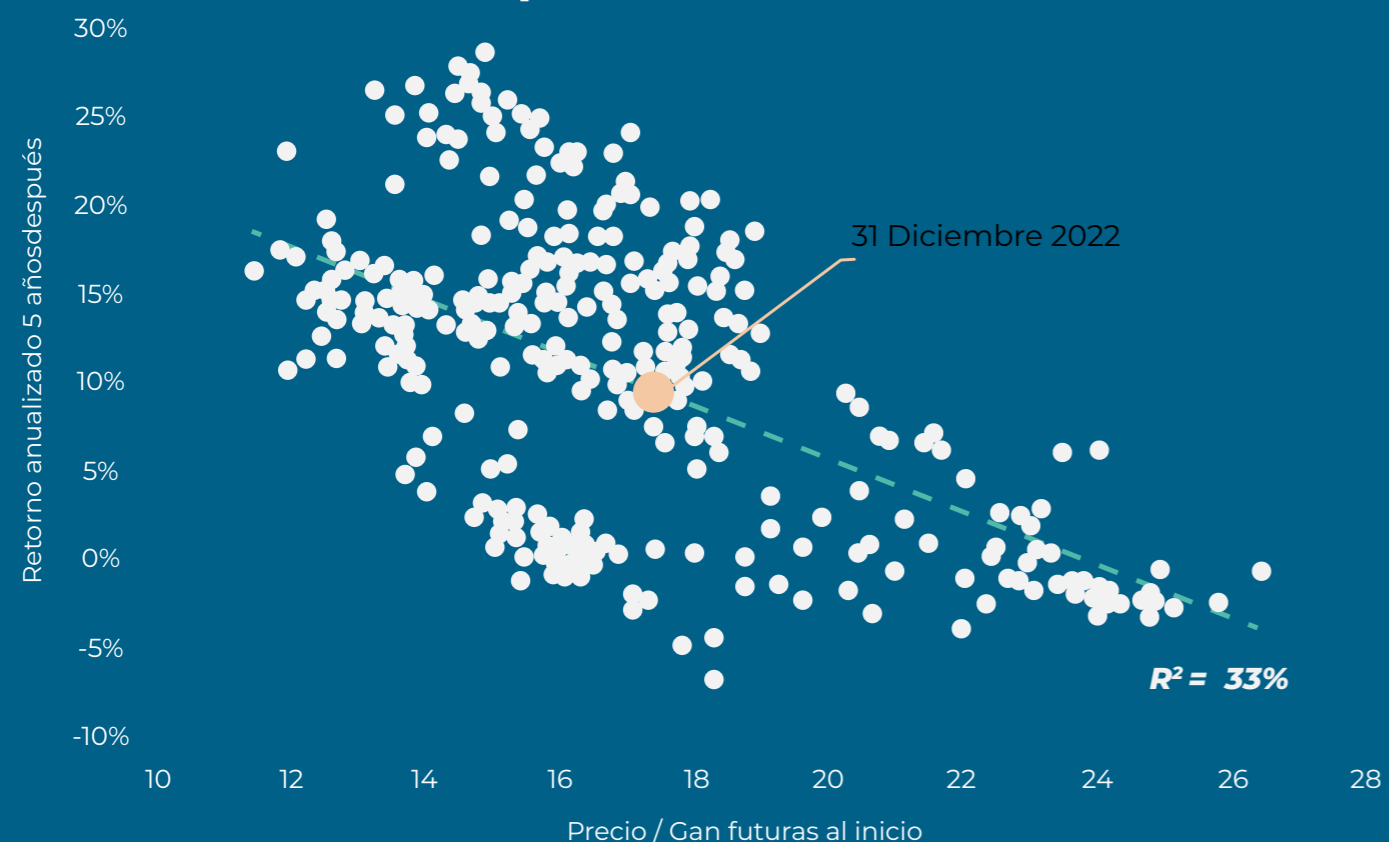
Las ganancias estimadas para 2023 fueron revisadas a la baja durante el último año. Sin embargo, dado la fortaleza que muestra el mercado laboral, la magnitud de la revisión es menor en comparación con otros periodos recesivos y deja lugar a un ajuste mayor en un escenario negativo. En los países desarrollados las ganancias esperadas para 2023 vienen siendo revisadas a la baja, aunque todavía se espera que

crezcan 11% mientras que en países emergentes vienen siendo revisadas al alza y se espera que caigan 7%.

La volatilidad propia de las acciones, valuaciones justas en el caso de EE.UU., y utilidades que pueden seguir cayendo **permiten ser levemente optimistas para los próximos 12 meses, aunque con volatilidad y riesgo de caídas adicionales antes de una recuperación más sostenida.**

Nuestra convicción radica en la capacidad de predecir los retornos de las acciones a largo plazo según el ratio de Precio/Ganancias el cual actualmente se encuentra cercano a niveles promedio. En el cuadro 11 se puede observar el poder explicativo que tiene este indicador en el retorno futuro para un horizonte de inversión de 5 años.

Cuadro 11 - S&P 500 desde 1990 - Valuación inicial y retorno anualizado 5 años después

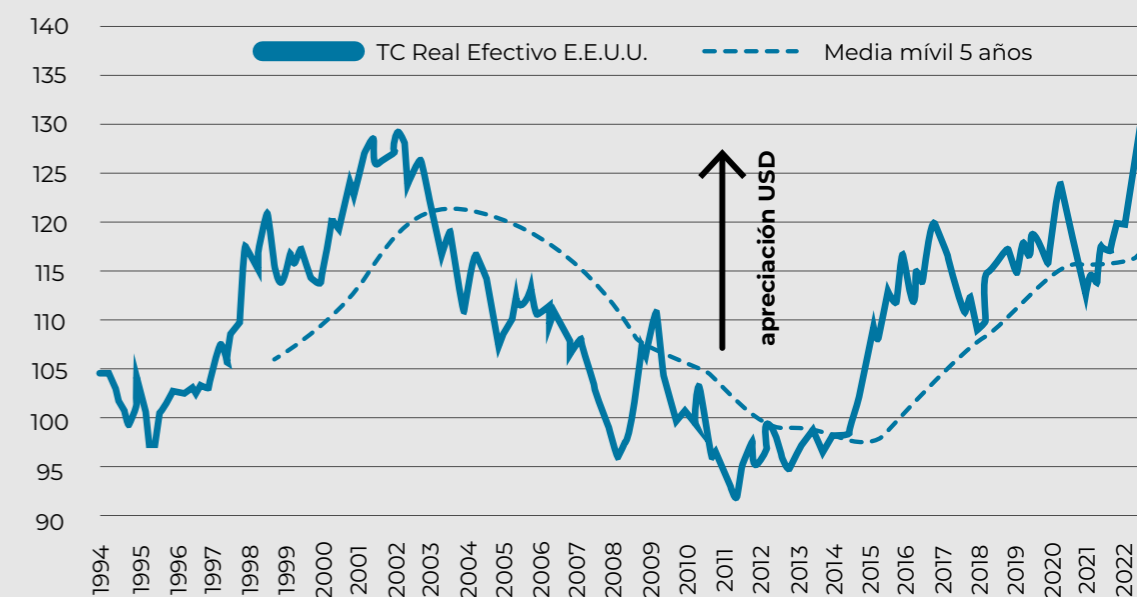


Fuente: Bloomberg

Dólar debilitándose.

El fortalecimiento del dólar durante 2022 **extendió la apreciación que trae la moneda desde 2014 y la llevó a niveles históricamente altos** (cuadro 12). La rapidez de la suba de tasas de la Fed, una tasa terminal más alta que la esperada para otros bancos centrales y expectativas de inflación ancladas en EE.UU. respaldaron al dólar. La Fed bajó el ritmo de suba en la última reunión mientras que por ejemplo, el BCE se encuentra acelerando. Esto, sumado a menores precios de commodities, **debería reducir el diferencial de tasas y debilitar el dólar de cara a los próximos meses.**

Cuadro 12 - Tipo de cambio real efectivo Estados Unidos



Fuente: fred.stlouisfed.org/series/RBUSBIS, January 11, 2023

Nuestra mayor convicción

El año pasado fue uno de los más difíciles que hayan enfrentado los mercados financieros. La escalada inflacionaria y la agresiva respuesta de política monetaria golpearon a todos los portafolios, incluso aquellos que tenían los activos más defensivos. Poner un freno a la economía para evitar un espiral inflacionario provoca un daño inmediato pero evita un mal mayor a futuro. Históricamente en los 12 meses siguientes a la última suba de tasas de la Fed, los bonos subieron 11% y las acciones 20% en promedio, mostrando la importancia de mantenerse invertidos. Estas son las oportunidades que se generan luego de momentos de caídas, y quienes tienen un plan y cuentan con asesoramiento pueden aprovecharlas.

Durante el último año se cuestionó mucho la función de los bonos como activo defensivo en un portafolio balanceado. Los bajos rendimientos de principios de 2022 no dejaron espacio para amortiguar la suba de tasas. Esta situación es totalmente diferente ahora. Con los rendimientos actuales los bonos mejoraron su potencial de diversificación y los argumentos para construir portafolios balanceados y pensados para el largo plazo está más vigente que antes, y ahora con mejores retornos esperados.

02

Mercado Local



¿Qué nos dejó el 2022?

La suba de la tasa de interés en EEUU, también impactó a los bonos de Uruguay en dólares cuyos **retornos fueron negativos en magnitudes que oscilan entre -1,5% y hasta -23,6%** dependiendo de los vencimientos. Los bonos a plazos más largos son siempre los que más se benefician o perjudican con los movimientos de la tasa de interés.

Rendimiento Bonos

Bono	Cotización		Retorno		Total USD
	Dic-21	Dic-22	Capital	Cupón	
Bonos de Uruguay en USD					
Global 24	105,63	98,85	-5,5%	4,500%	-1,5%
Global 25	114,43	102,96	-10,0%	6,875%	-4,6%
Global 27	111,92	100,58	-10,1%	4,375%	-6,6%
Global 31	115,30	99,68	-13,6%	4,375%	-10,3%
Global 33	148,34	125,69	-15,3%	7,875%	-10,8%
Global 34*	100,00	107,77	7,8%	5,750%	8,8%
Global 36	151,47	126,50	-16,5%	7,625%	-12,3%
Global 45	116,10	90,49	-22,1%	4,125%	-19,3%
Global 50	132,51	99,64	-24,8%	5,100%	-21,9%
Global 55	131,63	96,94	-26,4%	4,975%	-23,6%
Bonos de Uruguay en UI					
Global 27	113,83	103,64	-9,0%	4,125%	14,0%
Global 28	118,12	104,40	-11,6%	4,375%	10,7%
Global 30	115,95	103,87	-10,4%	4,000%	11,9%
Global 37	112,75	101,97	-9,6%	3,700%	12,8%
Global 40	116,22	103,28	-11,1%	3,875%	10,9%
Bonos de Uruguay en Pesos					
Global 28	99,67	91,40	-8,3%	8,500%	11,0%

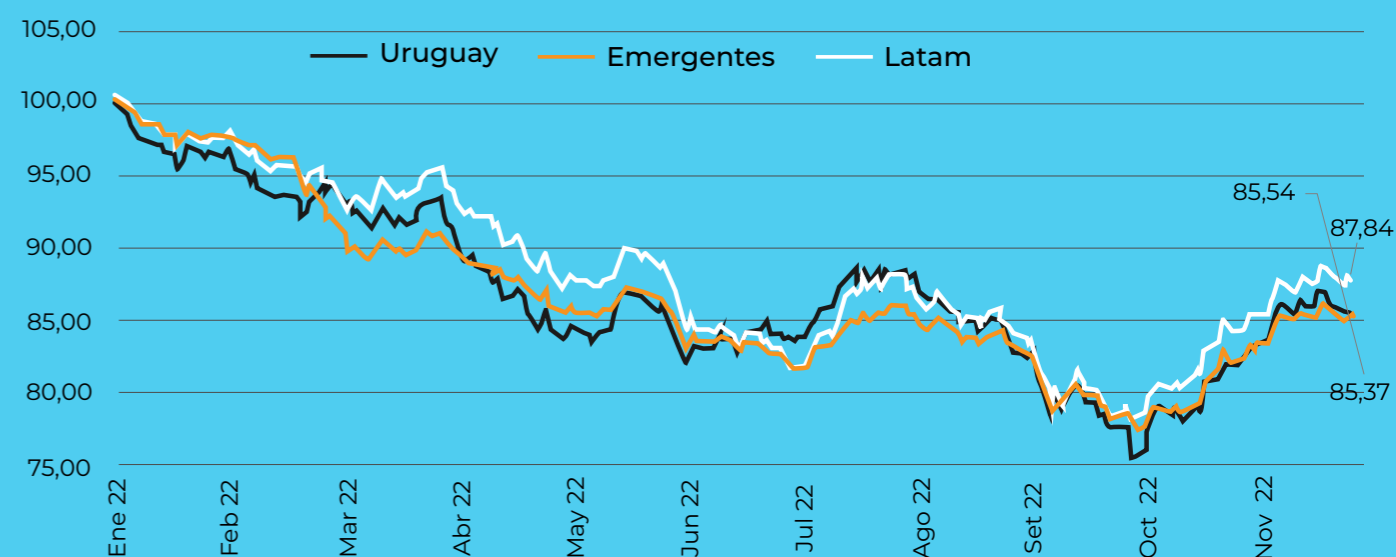
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg y BEVSA. Para el cálculo de retorno total se toma el current yield.

*Precio Emisión.

La realidad de nuestros bonos en dólares fue muy similar a la de otros mercados emergentes, aunque algo peor que la de sus pares de Latinoamérica. **Esto último se explica en que la duración promedio de los bonos de Uruguay es de 10**, mientras que la de sus pares de Latinoamérica es en promedio 6 lo que se traduce en que aumentos de tasas de interés americana de 100 pbs impactan 10% el precio de los bonos de Uruguay mientras que sólo 6% al resto de latam.

No obstante, cabe destacar que pese a la caída de nuestros **bonos la calidad crediticia de Uruguay ha mejorado durante 2022 y eso no fue así para sus pares de la región**. Esta mejora la podemos observar numéricamente en una disminución del riesgo país que pasó de 112 a **72 puntos básicos, el menor nivel de nuestra historia**. Pero también en las decisiones de las agencias calificadoras de riesgo que en promedio mantuvieron o incrementaron sus calificaciones sobre Uruguay. Los movimientos más recientes fueron de la agencia DBRS Morningstar que en noviembre mejoró la calificación a BBB con perspectiva estable. Previamente en octubre R&I había aumentado la calificación a BBB+ con perspectiva estable.

Retorno Total Bonos 2022



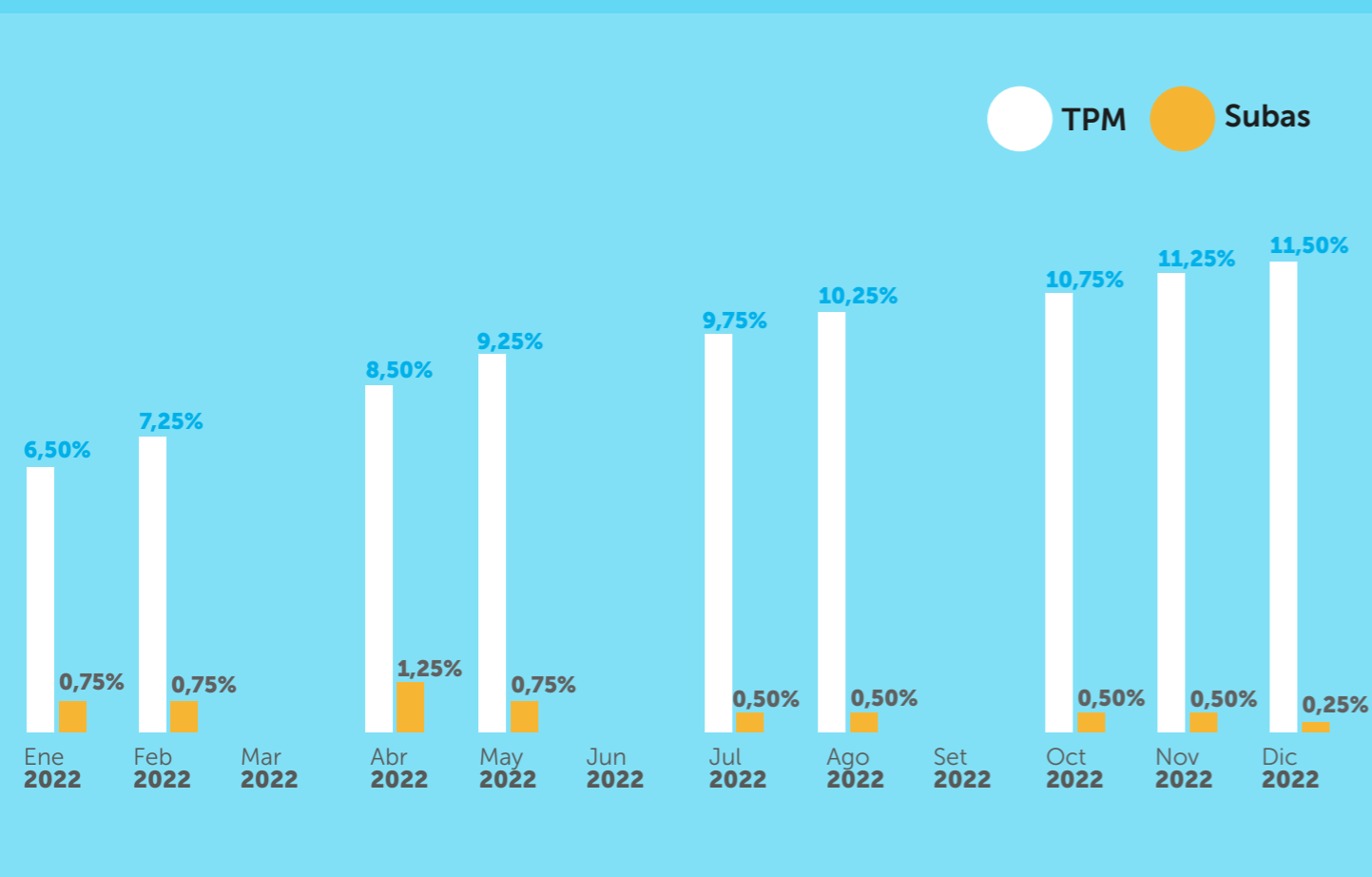
Fuente: Índices Bloomberg Barclays, Nobilis. Base 31/12/21 = 100

El rendimiento de los instrumentos en UI y pesos tiene dos miradas distintas. Si nos enfocamos en los precios de los instrumentos veremos caídas en los mismos que se explican por el cambio en la política monetaria del BCU que subió la tasa de interés de referencia en 575 puntos básicos, desde 5,75% a 11,5%. La suba de tasas también permitió que los rendimientos de los títulos de corto plazo en unidades indexadas aumentasen de niveles cercanos a 0 a 2,5%. Por su parte, los rendimientos esperados de las letras de regulación monetaria a un año de plazo también fueron en aumento y a fin de 2022 ofrecían retornos de 12%. Este nuevo nivel de tasas de interés implica un giro de una política monetaria expansiva a una contractiva donde la tasa de interés de referencia supera en varios puntos la inflación esperada para los próximos 12 a 24 meses. **Sin embargo, si miramos la rentabilidad en dólares el retorno fue excepcionalmente bueno fruto de la apreciación del peso.**

El peso uruguayo se apreció 10,35% durante 2022 siendo la moneda de Latinoamérica de mejor desempeño en el año y una de las mejores a nivel global.

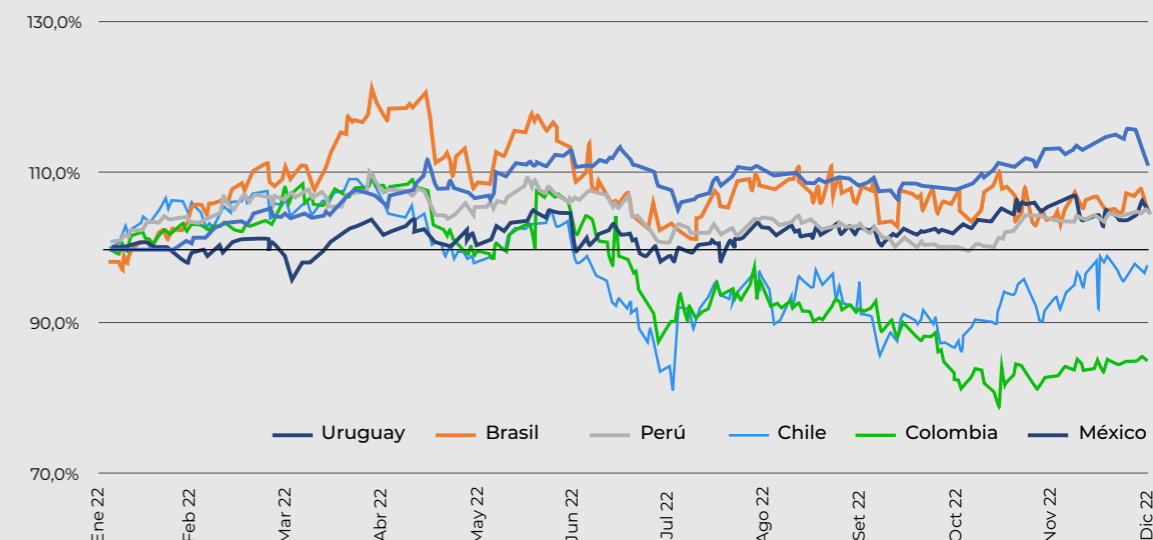
Las razones detrás de esta apreciación son varias. En primer lugar, un nivel de exportaciones récord tanto de bienes como de servicios empujado en parte por los excelentes precios de las materias primas en el primer semestre del año. Segundo, una economía que se destaca entre sus pares de la región y que sigue captando inversión extranjera directa y disminuyendo su riesgo país. Tercero, el fuerte proceso de suba de tasas de interés que llevó

adelante el BCU y que aumenta el atractivo de a invertir en moneda local para inversores extranjeros pero que sobre todo evitó que los inversores institucionales locales dolaricen sus portafolios de inversión.



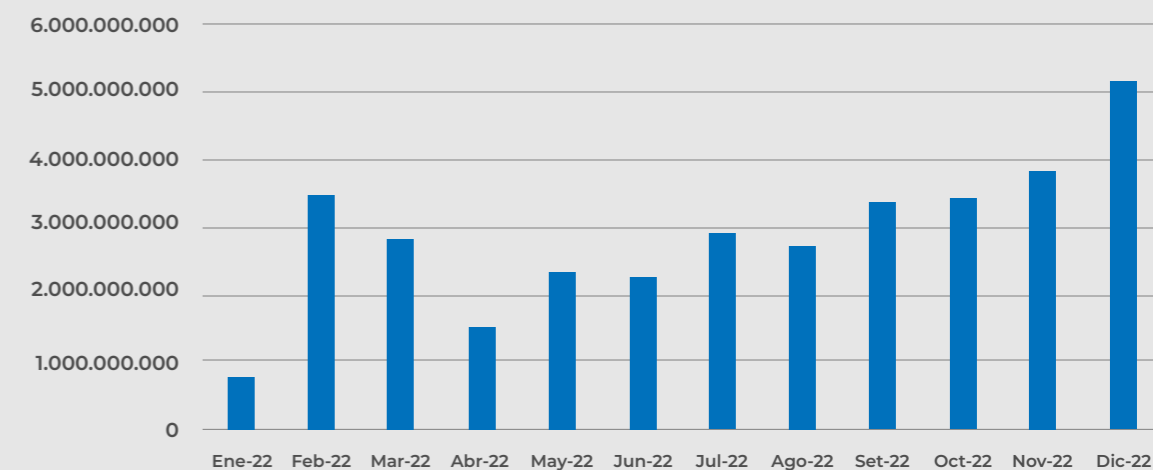
Sobre este último punto **mucho se ha especulado respecto de que la suba de tasas de interés ha causado un fuerte ingreso de capitales golondrina, de corte especulativo ("carry trade")** que explica la caída del tipo de cambio. No obstante, de acuerdo con la información que publica el BCU sobre la tenencia de letras de regulación monetaria por parte de agentes no residentes debemos decir que no se observa un incremento sustancial que impacte sobre el mercado de cambios. Y que fue recién en la segunda mitad del año y sobre todo en diciembre cuando los incrementos fueron lo suficientemente significativos como para empezar a pensar que esto pueda ser una variable relevante a la hora de explicar la debilidad del dólar. **A nuestro juicio ha tenido mayor relevancia el ingreso de divisas de la economía real, exportación de bienes y servicios, que el factor financiero/especulativo.**

Monedas Latam.



Fuente: Bloomberg

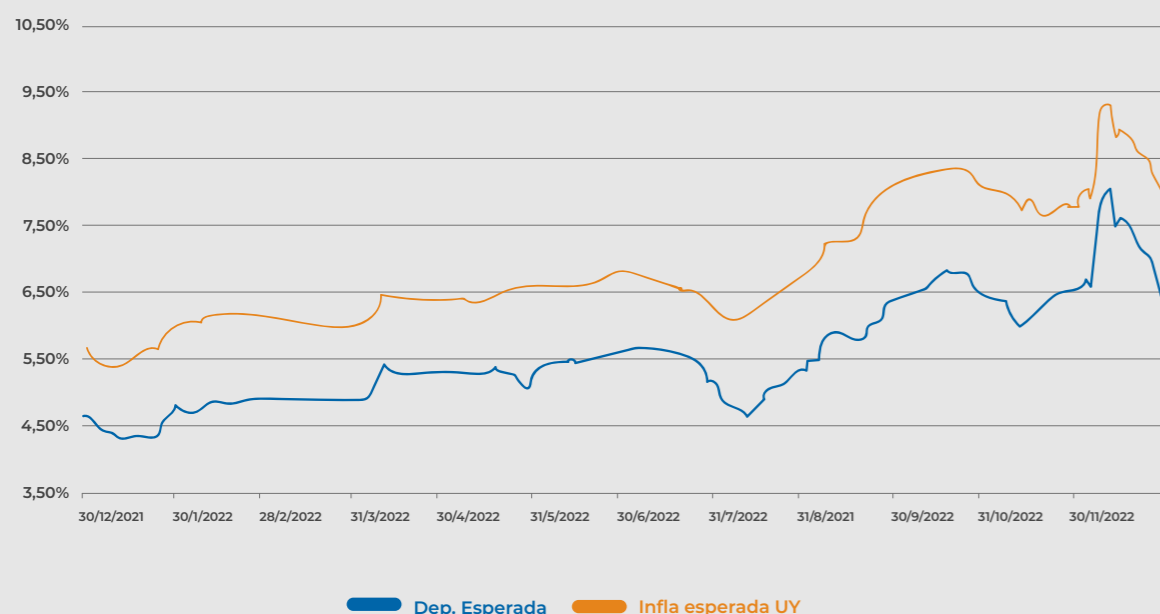
Stock de LRMs no residentes



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCU.

Otro de los movimientos de variables financieras que es interesante analizar es el comportamiento de la depreciación esperada y la inflación esperada que surgen de las curvas de rendimientos. **La inflación esperada a 5 años, implícita en el mercado de bonos, empezó el año en torno a 5,5% y terminó cerca del 8%,** a medida que los agentes empezaron a incorporar una mayor expectativa de que los aumentos de precios se mantuvieran en el mediano plazo. Mientras que **la depreciación esperada para los próximos años también aumentó, aunque en menor medida; comenzó el año cerca del 4,5% y culminó en 6,5%.** Si bien estas dos variables tienden a converger en el largo plazo, durante todo el 2022, la inflación esperada por el mercado para los próximos 5 años estuvo por encima a la depreciación esperada, lo que efectivamente terminó ocurriendo durante este último año.

Depreciación esperada 5y VS Inflación esperada 5y



¿Cómo luce la macro-economía?

La actividad económica para 2022 se estima que termine con un crecimiento anual cercano a 5,4%, superando las proyecciones de los analistas consultados por el BCU, quienes a fines del año pasado proyectaban un incremento de 4%. El primer semestre de 2022 fue excepcionalmente bueno, impulsado principalmente por un sector agropecuario que registró precios récord para los principales productos de exportación. Para 2023 se estima que el crecimiento económico se mantenga, aunque a un ritmo más moderado y se ubique entre 2,5% y 3%.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Crecimiento del PBI	1,6	0,5	0,3	-2,9	5,9	5,5	2,6
Inflación	6,6	8,0	8,8	9,4	8,0	8,3	7,3
Salarios	8,0	8,2	8,5	7,75	6,3	9,3	8,0
Desempleo	6,9	8,4	8,5	10,6	7,0	7,8	7,9
Deficit fiscal	-3,2	-2,7	-3,2	-5,2	-4,1	-2,9	-2,8
Deuda gobierno	60,4	59,6	60,8	74,4	71,5	68,0	70,0
Tipo de cambio	28,8	32,4	37,3	42,3	44,7	40,1	42,0

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.

La inflación en Uruguay sigue siendo uno de los principales problemas macroeconómicos, aunque este año con el aliciente de que la suba de precios fue un problema global. 2021 había finalizado con una inflación de 8% que se aceleró durante gran parte del 2022 hasta alcanzar un pico de 9,95% en setiembre, y a partir de allí comenzó a ceder hasta cerrar el año en 8,29%. El incremento final es bajo y destacable dentro del contexto regional y global.

Para 2023 existen discrepancias notorias en cuanto a las expectativas de suba de precios en diferentes actores. Por un lado, los analistas económicos consultados por el BCU estiman una inflación de 7,3% para este año. Por otra parte, la encuesta de expectativas empresariales que publica el INE muestra que estos esperan un incremento de precios de 8,9% y finalmente el gobierno que en la última rendición de cuentas sostuvo que la inflación se ubicaría en 6,3%.

El déficit fiscal se redujo durante 2022 y se estima se ubique en -2,9% del PIB. El mayor crecimiento económico, un aumento de la recaudación y el cuidado del gasto público, explican esta mejora. Para el año próximo se estima que se mantenga en niveles similares. Respecto del desempleo, en noviembre se ubicó en 7,78% y en el promedio anual cerrará mejor que 2021. Mientras que los salarios a noviembre se incrementaron 9,6%, y de mantenerse este incremento en diciembre, lograremos cerrar por primera vez desde 2019 con aumento de los salarios reales. Aún queda camino para seguir recuperando la caída del salario real registrada los últimos 3 años, pero es un buen comienzo.

¿Qué esperar para 2023?

A nivel global parece claro que **el crecimiento económico durante 2023 será débil o incluso podría estancarse y eso no es una buena noticia para los países emergentes y productores de materias primas.** De consolidarse un escenario global donde la FED logra un aterrizaje suave de la economía sin necesidad de nuevas subas de las tasas de interés a las ya proyectadas, o en el que la inflación se desacelera a un mayor ritmo del proyectado, entonces el escenario será más benévolo. No obstante, si la inflación se vuelve más permanente y la reserva federal adopta una postura más contractiva, con mayores subas de tasas a las proyectadas o si entramos en una recesión profunda el panorama será mucho más desafiante.

Para terminar de entender el panorama global debemos seguir muy de cerca a China. Las restricciones impuestas por el gobierno de dicho país para hacer frente al COVID-19 afectaron el crecimiento de la economía en 2022, a lo cual se sumó una crisis en el sector inmobiliario que parece haber quedado atrás. Para 2023, el escenario base apunta a que la economía se reactive y logre crecer a un mayor ritmo que el año previo, impulsado por el fin de las

restricciones sanitarias y estímulos monetarios y fiscales.

Como vimos Uruguay termina 2022 con un año récord de exportaciones a nivel de bienes y de servicios; los primeros están fuertemente influenciados por la realidad de la economía de China y los segundos por los de EE.UU. **Por lo que la relevancia no es solo por su impacto macro, sino que es directo al ser nuestros principales destinos de exportación.**

Las decisiones de la FED respecto de las tasas de interés impactarán directamente en el precio de los bonos de Uruguay en dólares y en el valor del dólar a nivel global y en el mercado local. **Respecto de los bonos en dólares creemos que ofrecen rendimientos atractivos especialmente a plazos cortos o intermedios. Todavía no creemos que sea el momento de irse a los bonos de mayor duración hasta que no se despejen las incertidumbres respecto del fin del ciclo de alzas de la FED,** porque la inversión de la curva americana hace que el yield adicional que obtiene un inversor por asumir plazos más largos no compense el riesgo.

En cuanto a los instrumentos en moneda nacional, creemos que el fin del ciclo de subas de las tasas de interés del BCU abre una oportunidad para las inversiones en pesos. Como ustedes saben, nosotros creemos y la evidencia empírica lo avala que las inversiones en títulos de deuda soberanos en moneda nacional y en UI, han arrojado mayor rentabilidad en el largo plazo que las inversiones en dólares. Por eso aconsejamos a todos los clientes, para los que sea compatible con sus objetivos de inversión, construir una posición en moneda nacional en sus portafolios.

Somos conscientes de que existe un relativo atraso cambiario que debería corregirse en el mediano plazo. No obstante, no vemos razones en el corto plazo, 3 a 6 meses, que hagan cambiar la dinámica en el mercado de cambios doméstico y que puedan propiciar una depreciación del peso acelerada. Por supuesto que esta afirmación cortoplacista debe revisarse regularmente a la luz de los datos y la realidad. Una amenaza latente que podría afectar la dinámica vendedora de dólares en el mercado local es una sequía muy fuerte que genere rendimientos malos en la soja.

Respecto de la conveniencia entre inversiones en UI o en moneda nacional, tendemos a favorecer las inversiones en letras de regulación monetaria a 6 y 12 meses de plazo en pesos y las inversiones en UI a plazos

de hasta 5 años. Creemos que la inflación en Uruguay seguirá siendo un dolor de cabeza, y por eso no estamos favoreciendo los bonos globales en pesos nominales con vencimiento 2028 o 2031. Entendemos que existen algunas causas estructurales que no se van a resolver a corto plazo a través de la política monetaria, y que además la recuperación del salario real dificultará la baja de la inflación al rango meta al que apunta el gobierno. No obstante, aquellos inversores que vean que la inflación se va a desacelerar bruscamente en Uruguay deberían inclinarse por los instrumentos antes mencionados.

Finalmente, será muy importante atender la evolución de la reforma previsional, que es clave para la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y que daría mucho oxígeno al gobierno para hacer otras reformas e incluso para realizar más inversiones o gasto especialmente previo a las elecciones de 2024.



NOBILIS



Rincón 477 3^{er} piso. C. P: 11.100
Montevideo, Uruguay. Tel.: +598 2 915 553 3
www.nobilis.com.uy