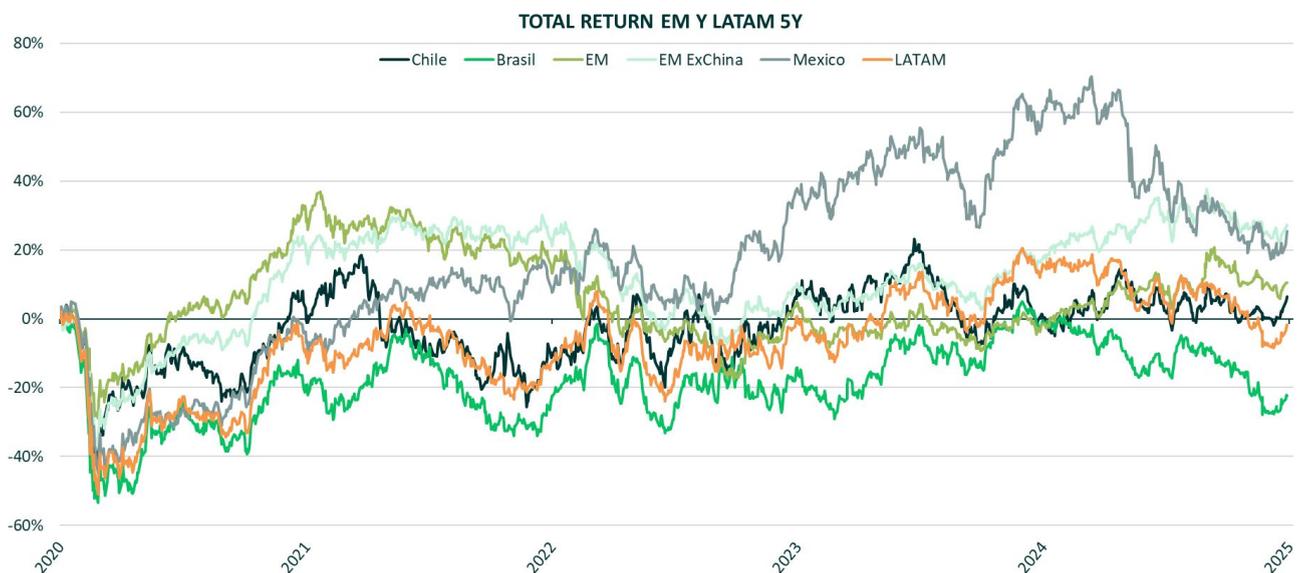


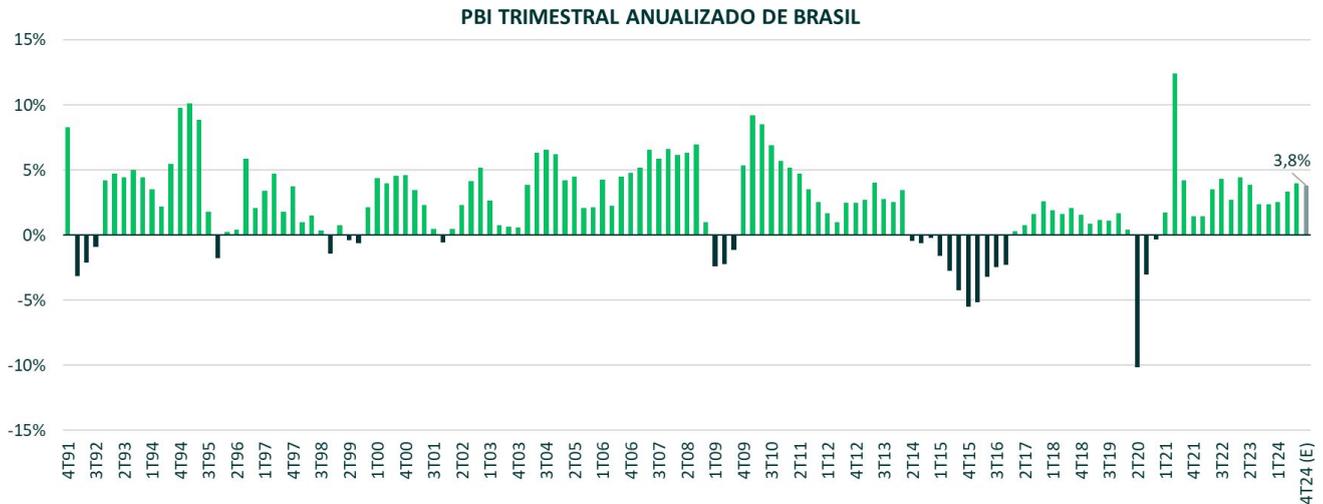
En búsqueda de catalizadores

No hay novedad al destacar la mala performance que han tenido los activos brasileños en los últimos años. Si miramos a hoy **el índice MSCI Brazil actualmente está a un 40% arriba de sus mínimos de principios de 2016, luego de la crisis fiscal y económica**. A nivel de valuaciones, el forward P/E actual se encuentra a más de un desvío estándar por debajo de su promedio histórico desde 2006. Si bien desde el período post pandemia el equity emergente y latinoamericano no han sido los más favorecidos, Brasil en particular ha laggeado a sus pares con fuerza en los últimos 5 años acumulando un rendimiento negativo del 22%. *Ante esta situación, cabe preguntarnos, ¿a qué se debe?*



Luego de la pandemia, el Banco Central del país fue el pionero dentro de las autoridades monetarias más grandes en comenzar a subir la tasa de interés para intentar combatir una inflación que comenzaba a encender alarmas ante una gran flexibilización monetaria para paliar los efectos de la cuarentena en 2020. En conjunto con los grandes avances iniciales contra los precios, también han mostrado fuertes y resilientes indicadores de actividad que hasta ahora persisten. **Los últimos datos apuntaron a un PBI por encima de lo esperado el año pasado, con el 3T24 creciendo a un 0,9%, en paralelo al consumo de los hogares avanzando un 1,5% en el trimestre, y las inversiones un 2,1%.**





En noviembre, la tasa de desempleo se mantuvo en el 6,4%, el nivel más bajo desde que comenzó la serie histórica en marzo de 2012, pero algunos números comienzan a dar señales de desaceleración confirmando que el crecimiento será menor en 2025: la producción industrial y las ventas minoristas se contrajeron en octubre producto de las condiciones financieras más restrictivas. Pero, el continuo apoyo fiscal y la demanda interna aún resistente ayudarán a seguir sosteniendo al alza la actividad dificultando el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta.

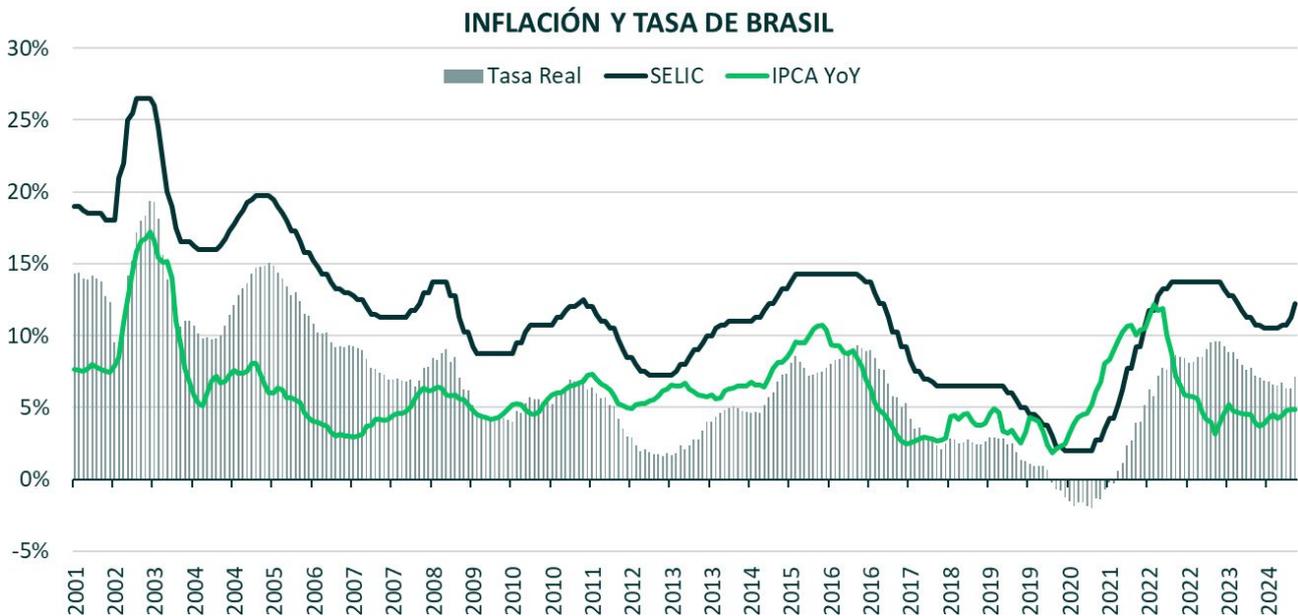
En este escenario, las proyecciones apuntan a un incremento del PBI del 3,3% en 2024, y una desaceleración a un todavía interesante 2,1% en 2025.

En materia de inflación, 2024 volvió a ser un año de preocupación: en diciembre, el IPCA registró un crecimiento de 0,52%, cerrando el año en 4,8% interanual, superando el rango meta de inflación para el período del 1,5-4,5%. El desglose muestra un incremento en los datos núcleo que creció 0,58% mensual acelerando interanualmente al 4,3%. **Para 2025, el entorno inflacionario seguirá siendo desafiante (se estima por encima del 5%) por lo anteriormente mencionado y por expectativas totalmente desancladas producto de un escenario fiscal complejo y que pone presión al tipo de cambio.**

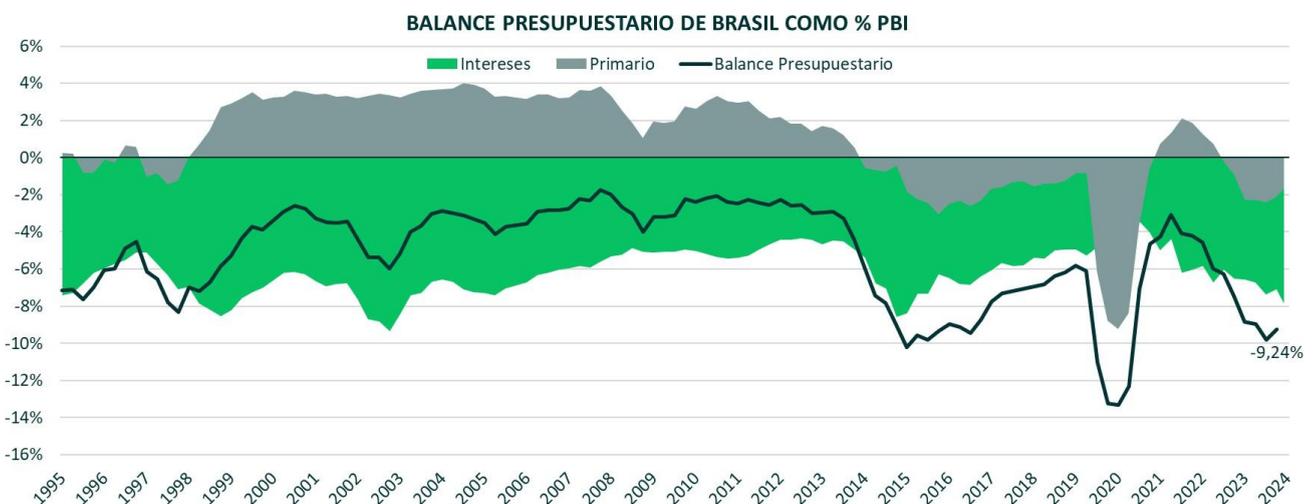
Para intentar enfrentar el contexto, el Banco Central continuó empujando ajustes en la política monetaria y volvió a embarcarse en un tightening que partió del 10,5% en septiembre del año pasado, hasta ubicarla en el 12,25% actual mientras las proyecciones para el próximo año ahora apuntan a una SELIC en torno al 15,5%.



Actualmente, la tasa real (considerando expectativas de inflación de los próximos 12 meses) se encuentra en niveles promedios de los últimos casi 25 años, y aún por debajo de los niveles alcanzados en el período 2014-2016.



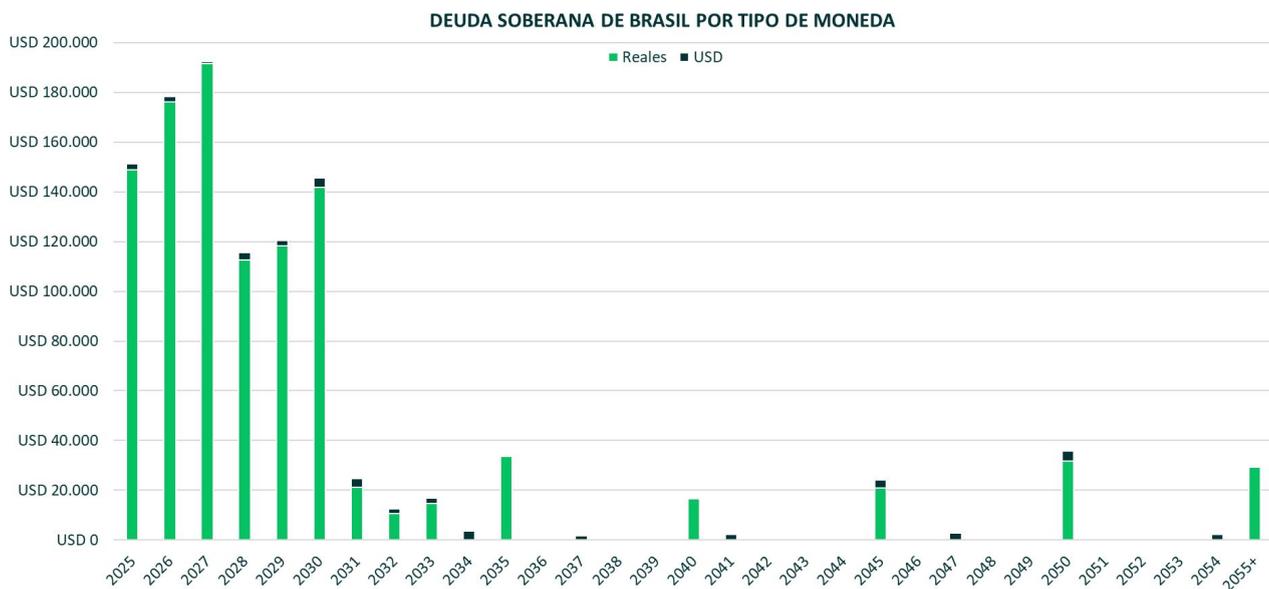
El ajuste en Brasil es necesario para evitar que el país entre en un escenario de dominancia fiscal, en el que la política monetaria pierda su eficacia. Algunas señales ya podemos observar mientras las expectativas de inflación siguen moviéndose al alza y el tipo de cambio cayendo a pesar del aumento y el guidance futuro de la tasa de interés. En la medida que este fenómeno se asiente, más difícil será cumplir el objetivo y mayor necesidad de incremento de tasas habrá para contener el tipo de cambio, y en consecuencia los precios.



*Evidentemente el gobierno no trata el tema como una prioridad a pesar del continuo deterioro del presupuesto federal. Así, persisten las incertidumbres políticas y fiscales, y la efectividad del paquete anunciado para generar ahorros sustanciales sigue en duda. La posición del gobierno no transmite confianza en un compromiso fiscal robusto, especialmente con el ciclo electoral de 2026 acercándose. **Por lo tanto, el escenario económico sigue siendo desafiante y los impactos del ciclo de ajuste monetario sobre el crecimiento, sumado al nuevo presidente del Banco Central y el próximo ciclo electoral, serán los principales puntos de atención para el escenario.***

En diciembre de 2022, antes de la llegada al poder de Lula da Silva, la deuda bruta equivalía al 71,7% del PBI, según datos del Banco Central. Desde entonces, la cifra ha escalado al 77% y se estima que alcance el 80% del PBI.

No obstante, si miramos la composición de la deuda, podemos notar que el problema no es externo. Del total de la deuda soberana, la deuda en USD es de tan sólo alrededor del 4%. **La deuda soberana, que asciende a algo más de USD 84.399 MM, se ubica bastante por debajo de las reservas internacionales (RRII) que son de USD 326.829 MM.**



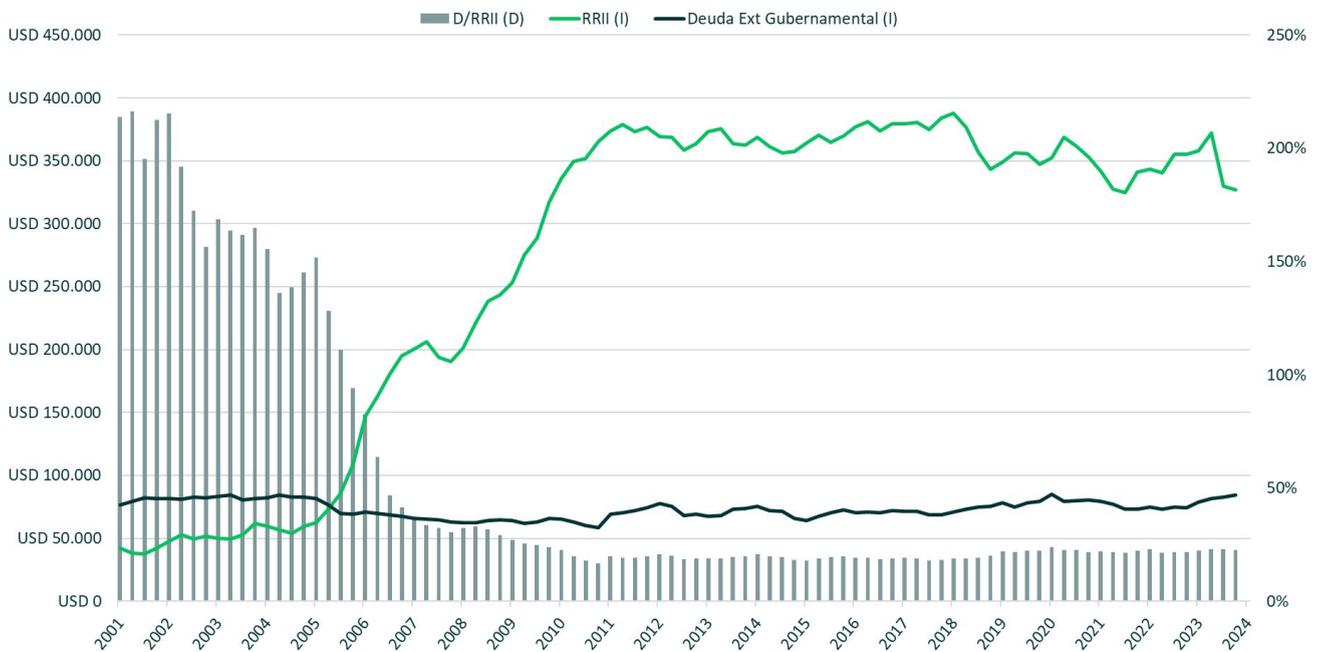
Ergo, no podemos atribuir la deuda externa como un riesgo adicional al país. *Pero hay dos dinámicas que sí queremos destacar que hacen saltar nuestras alarmas:*

- I. *A una tasa real de +7%, la acumulación de intereses crece de forma exponencial en deuda en moneda local donde más del 80% del stock total vence antes del 2030.*
- II. *Si bien todavía fuertemente robustas, el gobierno ha vendido ≈ USD 45.000 MM de RRII (una reducción del 12%) desde el pico en octubre en pos de contener la caída del tipo de cambio*



producto no sólo de la victoria de Trump, sino principalmente por las decepciones sobre la cuestión fiscal.

RESERVAS INTERNACIONALES Y DEUDA EXTERNA (EN MM) DEL GOBIERNO DE BRASIL



Experiencia 2014

Un escenario que combine problemas fiscales con recesión económica no es una novedad en Brasil, y creemos que vale la pena mirar en la historia para intentar vislumbrar cuál podría ser el impacto no sólo en la macro, sino en los activos, la posibilidad de que el círculo vicioso en la economía más grande de LATAM dure más de lo sosteniblemente recomendado.

La situación ya el país la ha vivido en 2014, donde la conjunción de fenómenos internos y externos derivaron en una de las recesiones históricas más grandes de la nación que abarcó del 2014 al 2016 y duró 11 trimestres consecutivos.

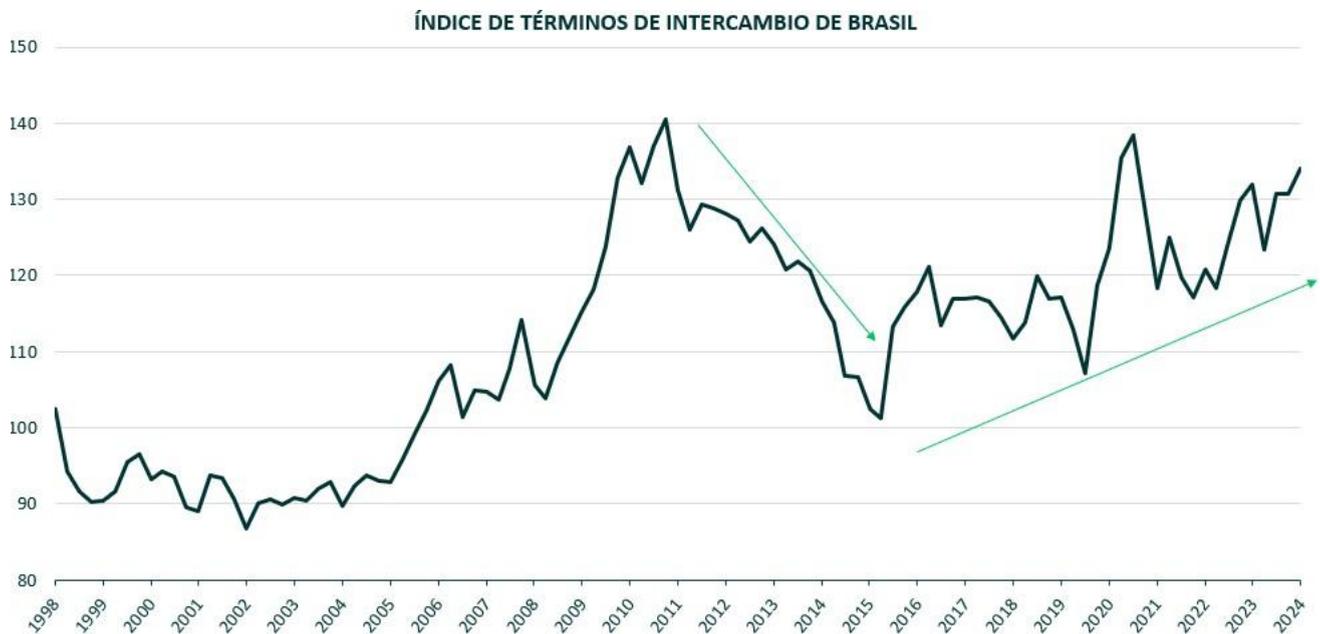
La presencia de baja inversión, tasas reales altas y un tipo de cambio apreciado formaron las condiciones endógenas para un bajo crecimiento¹. No obstante, y lo destacable, es que **las condiciones externas se alinearon para afectar negativamente la demanda agregada.**

Al mismo tiempo, se produjeron cambios en el escenario internacional, con la caída de los precios de los principales commodities, el fin del programa de estímulo monetario por parte de la Reserva Federal (*Taper Tantrum*) y cambios en la dinámica de crecimiento de la economía mundial,

¹P. Vartanian & Hugo Garbe □2019□. The Brazilian economic crisis during the period 2014□2016□ is there precedence of internal or external factors?



desacelerando el crecimiento en muchos países emergentes. Lo anterior queda en evidencia en el siguiente gráfico con la profunda caída en los términos de intercambio desde mediados de 2010.

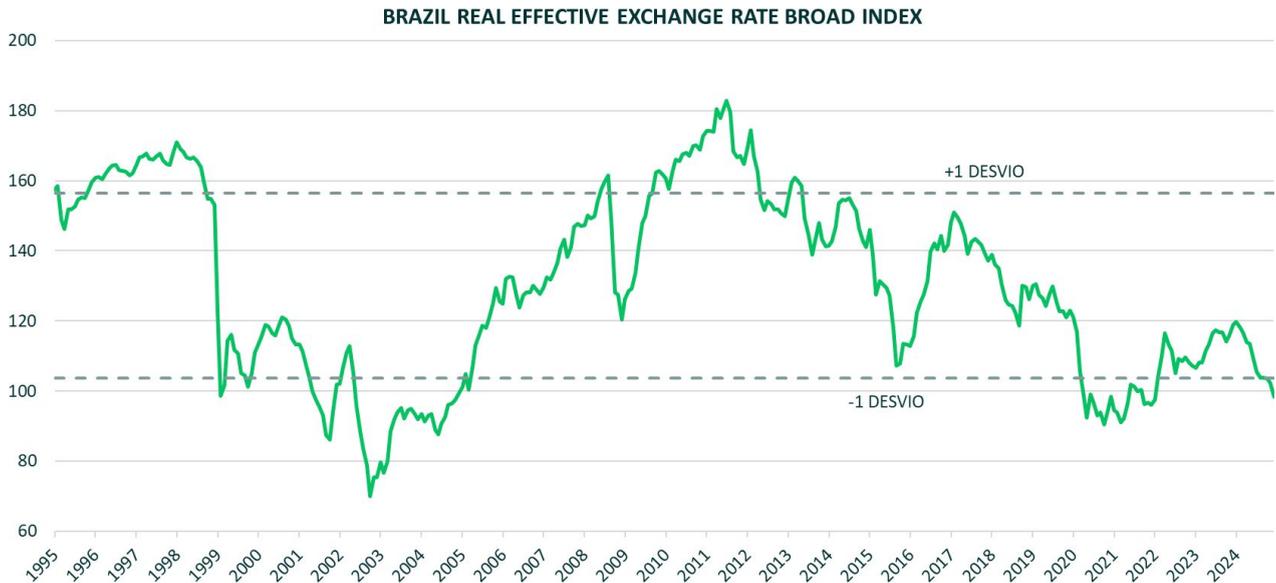


Desde esta perspectiva, incluso teniendo en consideración una balanza de pagos que es superavitaria, entendemos que los problemas externos no conforman un problema en lo inmediato.

En un contexto global de crecimiento económico, no pareciera que tengamos vientos de frente para los commodities más allá de los ya priceados por la debilidad china. **No obstante, la fortaleza del dólar y los aranceles impuestos por la nueva administración de Trump serán los principales interrogantes exógenos para los próximos meses.** Difícilmente se pueda predecir la magnitud del impacto de una aún incierta política arancelaria. Para la mayor economía de LATAM no debería ser inocua ya que se trata de su segundo socio comercial, pero la posibilidad de que ello abra paso a reforzar vínculos comerciales con el resto de países, incluso con China (hoy su principal socio), son también una posibilidad tangible.

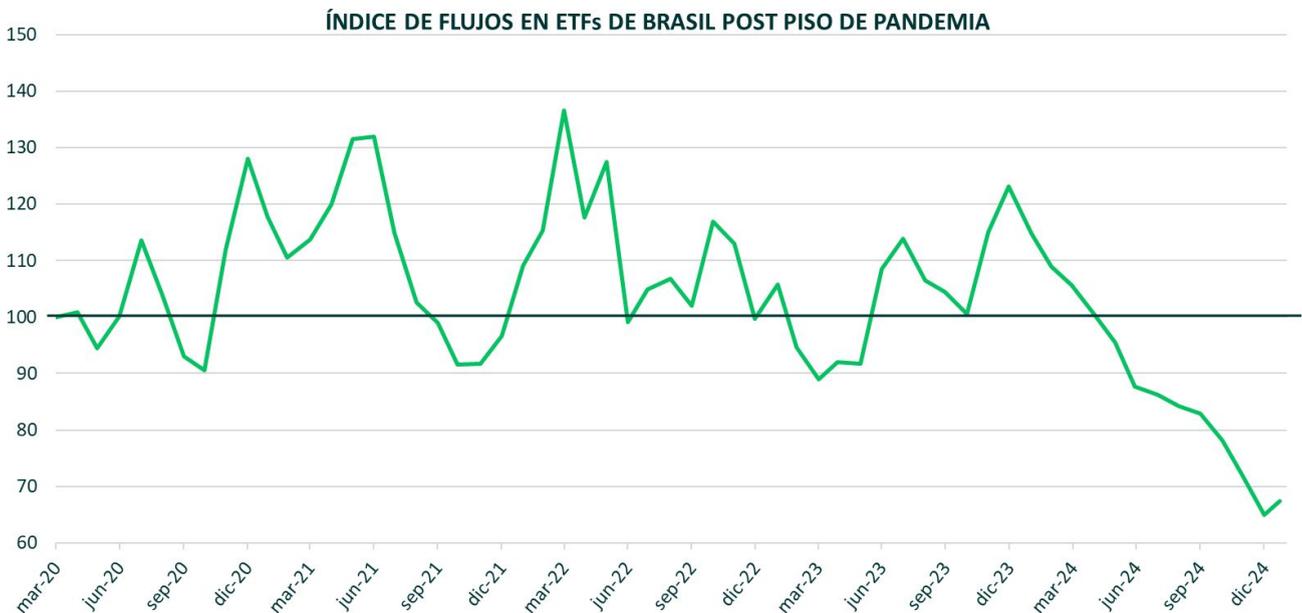
Lo cierto es que gran parte de todos estos puntos de seguimiento que hemos tratado hasta el momento, vienen siendo puestos en precios y forman parte de la reciente debilidad de la moneda: **El tipo de cambio efectivo (promedio ponderado de los tipos de cambio individuales de un país en particular con sus principales socios comerciales ajustado en función de la inflación), ha caído con fuerza hasta por debajo de un desvío estándar de su promedio de los últimos 30 años.**





Renta Variable, ¿Oportunidad o Value Trap?

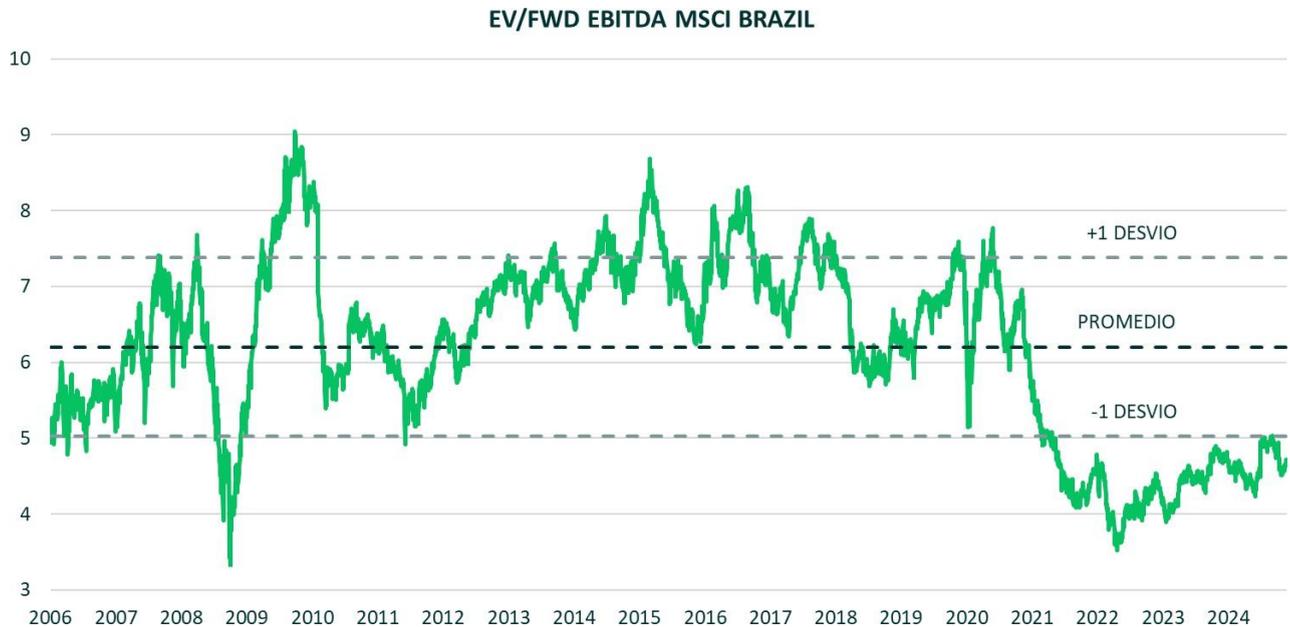
El pesimismo se ha apoderado de los inversores internacionales. Si bien ya existía un desinterés por los activos brasileños, ahora ese desinterés se ha transformado en sentimiento negativo, pudiendo notar en la constante caída de los flujos hacia el equity del país desde finales de 2023.



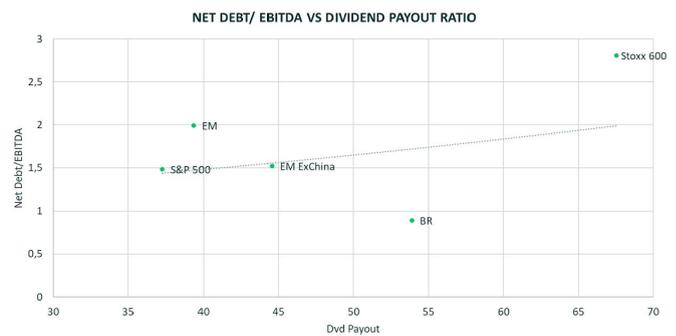
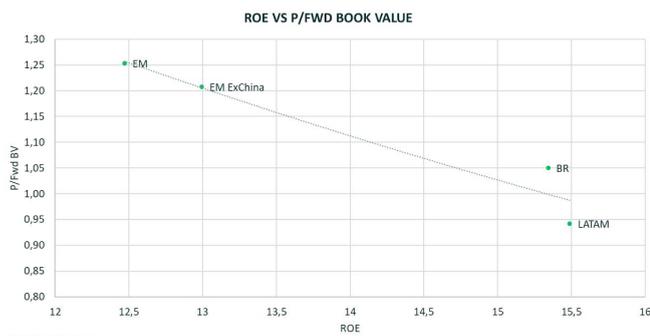
Incluso, las valuaciones muestran el mismo escenario. El múltiplo de Enterprise Value/Forward EBITDA se encuentra más de un desvío por debajo de su promedio desde 2006. Incluso por debajo



de lo alcanzado en períodos como 2011, 2016 e incluso 2020 con la pandemia. Sólo se ubica por encima de períodos como la crisis sub-prime o la suba de tasas de interés del 2022.



A pesar de ello, y de que los múltiplos así lo reflejan, estamos hablando de un índice que con un atractivo retorno sobre el equity respecto a sus comparables junto a una baja valuación, y que además cuenta con muy bajos niveles de deuda.



Conclusión

Brasil es un tema caliente en estos momentos. Los riesgos han sido expuestos. Simplemente mirar las valuaciones y aseverar que es barato, no sería lo más sensato. Los desafíos son grandes con tendencia a empeorar mientras que la solución no está a la vista en la medida que la cercanía a un año electoral deja poco espacio para la austeridad y la disciplina que no se evidenció hasta ahora. Actualmente, las probabilidades de recesión de la economía se ubican en torno a una mediana del



15% de acuerdo a datos de Bloomberg. A pesar de la fortaleza del consumo y el mercado laboral, una espiral inflacionaria y de depreciación podría enturbiar las cosas. ***Sobre todo teniendo en consideración que de las empresas de mediana y alta capitalización, alrededor de más del 83% en promedio de sus ingresos provienen de fuentes internas, y no del exterior.***

Creemos que la señal más importante para un giro de 180° sobre el humor de los inversores para con los activos brasileño de manera consistente, y no oportunidades de corto plazo, deberán venir por el lado político. Esto podría complicar aún más el panorama si no se logran alcanzar mayores acuerdos en el Congreso, mientras la aprobación del presidente sigue cayendo.

El pesimismo está arraigado y los múltiplos son muy bajos desde hace más de 3 años... Falta un giro político para revertir la situación y podríamos estar aún en las fases tempranas para que las expectativas del cambio comiencen a verse impactados.

Call to Action

Con el objetivo de capitalizar las oportunidades que presenta el mercado brasileño bajo las condiciones actuales, ponemos a disposición dos notas estructuradas con perfiles conservador y moderado. Estas notas están orientadas a inversores que consideran a Brasil como una oportunidad de inversión, y desean participar de manera alternativa, limitando las posibles pérdidas y/o aprovechando los cupones que se distribuyen.

Perfil conservador - Capital Garantizado 95%

El producto garantiza el 95% del capital inicial, limitando el riesgo a solo un 5% de la inversión. Esto asegura que, incluso si el ETF EWZ registra un rendimiento negativo significativo, el inversor recuperará el 95% del capital al vencimiento. Además, ofrece una participación en los incrementos del precio del ETF durante el plazo de 18 meses, con un límite de rentabilidad fijado en el 116%, lo que establece una ganancia máxima del 16% sobre el capital invertido, independientemente del aumento total del ETF.

Producto	95% Capital Garantizado sobre EWZ
Plazo	18 meses
Subyacente	Ishares Msci Brazil ETF [EWZ]
Capital garantizado	95%
Participación	100%
Cap	116%



Resumen de resultados posibles

1. Rendimiento positivo del ETF EWZ (hasta 16%)

El inversor participa al 100% de las ganancias del ETF hasta el cap del 16%

2. Rendimiento negativo del ETF EWZ

Si el ETF tiene pérdidas, el inversor recuperará el 95% del capital inicial al vencimiento.

Nota cotizada por Sesame Financial Group



Perfil Moderado - Athena Oxygen Autocall

Nota estructurada Autocall, diseñado para generar rendimientos periódicos (cupones) bajo ciertas condiciones, basado en el desempeño del ETF iShares MSCI Brazil (EWZ)

Producto	Athena Oxygen Autocall
Emisor	Min. A- (S&P Rating)
Divisa	USD
Vencimiento	24 Meses
Strike	100%
Subyacente	iShares MSCI Brazil ETF EWZ
Barrera de autocall	T1: Non callable T2: 100% de su nivel inicial T3: 100% de su nivel inicial T4: 100% de su nivel inicial ... T8: 70% de su nivel inicial
Barrera de capital	70.00% de su nivel inicial (Europea = observación a vencimiento)
Observaciones	Trimestrales
Cupón trimestral si autocalled o vencimiento (con memoria)	3.90% (15.60% p.a.)

Barrera de Autocall

- A partir del trimestre 2 (T2), el producto será autocallable (posible vencimiento anticipado) si el precio del ETF EWZ alcanza o supera el 100% de su nivel inicial.
 - ◆ Si se activa el autocall, se paga el cupón acumulado y el producto termina anticipadamente.
 - ◆ A partir del trimestre 8 (T8), la barrera de autocall baja al 70% del nivel inicial, lo que incrementa la probabilidad de un vencimiento anticipado.



Barrera de capital

- Existe una barrera de protección al **70% del nivel inicial**, evaluada únicamente al **vencimiento** (barrera europea).
 - ◆ Si al vencimiento el precio del ETF está por debajo de esta barrera, el inversor asume las pérdidas del subyacente proporcionalmente.
 - ◆ Si está por encima del 70%, se devuelve el 100% del capital inicial.

Observaciones

- **Cupón trimestral con memoria:**
 - ◆ Cada trimestre se evalúa si el ETF cumple las condiciones de autocall. Si se cumplen, se paga un cupón acumulado del **3.90% por trimestre (equivalente al 15.60% anualizado)**.
 - ◆ Si no se activa el autocall y el cupón no se paga, este se acumula y puede recuperarse en futuras observaciones.

Funcionamiento resumido

- **Durante los primeros trimestres:**
 - ◆ No es callable (no puede vencerse anticipadamente en el T1).
 - ◆ A partir del T2, si el ETF alcanza el 100% de su nivel inicial, se paga el cupón acumulado y el producto finaliza.
- **A partir del T8:**
 - ◆ La barrera de autocall baja al 70%, aumentando la posibilidad de cierre anticipado con el pago del cupón acumulado.
- **Al vencimiento (24 meses):**
 - ◆ Si el ETF está por encima del 70% del nivel inicial, se devuelve el 100% del capital y los cupones acumulados.
 - ◆ Si está por debajo del 70%, el inversor asume la pérdida proporcional al desempeño del ETF.

Resultados relevantes de esta semana - 20 al 24 de enero

Empresa	Comentario	Variación Después del Dato	Sorpresa - EPS
3M (MMM)	<p>3M reportó un beneficio por acción ajustado de 1,68 USD, superando en 0,14 USD las estimaciones de los analistas. Aunque los ingresos ajustados fueron de 5.800 millones de dólares, ligeramente por debajo de las expectativas, las ventas totales alcanzaron 6.010 millones, superando los 5.850 millones esperados.</p> <p>El margen operativo ajustado se redujo ligeramente al 19,7% desde el 19,9% del año anterior, mientras que el margen bruto fue del 41,2%. Además, la empresa anunció que su programa de reestructuración está casi completo, con un 90% de los ahorros previstos ya alcanzados y una reducción del 12% en su plantilla desde 2022. Orientación para 2025: Crecimiento orgánico esperado de las ventas del 2% al 3%; EPS de \$7,60 a \$7,90; conversión de flujo de caja libre de aproximadamente el 100%.</p>	4,16%	1,08%
Netflix (NFLX)	<p>Netflix (\$NFLX) superó expectativas en el cuarto trimestre con un BPA de \$4,27 (vs. \$4,20 esperado), ingresos de \$10.250 millones (vs. \$10.110 millones) y 301,63 millones de suscripciones pagas (vs. 290,9 millones estimadas). La utilidad neta duplicó la del año anterior, alcanzando \$1.870 millones, mientras que los ingresos crecieron un 16% interanual. La compañía también elevó su pronóstico de ingresos para 2025 a un rango de \$43.500-\$44.500 millones, \$500 millones más que su estimación previa. Netflix anunció además un aumento del 14% en los precios en EE. UU. y ajustes en Canadá, Portugal y Argentina.</p>	13,65%	2,10%
United Airlines (UAL)	<p>United Airlines presentó resultados del 4T que superaron las expectativas de Wall Street. Reportó un beneficio por acción (BPA) ajustado de 3,26 USD, por encima de los 3,00 USD esperados, y unos ingresos de 14.700 millones de USD, superando la estimación de 14.470 millones de USD. United informó de una ganancia de 985 millones de dólares en el cuarto trimestre, un 64% más que el año anterior. Para el primer trimestre de 2025, United proyecta un BPA ajustado de entre 0,75 y 1,25 USD, significativamente superior a los 0,54 USD anticipados por los analistas. Además, la compañía espera que sus ganancias ajustadas para todo el año 2025 estén entre 11,50 y 13,50 USD, en línea con el consenso del mercado de aproximadamente 12,82 USD.</p>	6,89%	2,40%
Procter & Gamble (PG)	<p>La empresa reportó resultados trimestrales que superaron las expectativas de los analistas, impulsados por un sólido desempeño en EEUU y China, sus principales mercados. Las ganancias por acción alcanzaron 1,88 dólares, superando los 1,86 dólares previstos, mientras que los ingresos fueron de 21.880 millones de dólares, por encima de los 21.540 millones estimados. En el segundo trimestre fiscal, los ingresos netos atribuibles a la compañía ascendieron a 4.630 millones de dólares (1,88 dólares por acción), comparados con los 3.470</p>	0.86%	3.09%



millones (1,40 dólares por acción) del año anterior. Las ventas netas aumentaron un 2%, alcanzando los 21.880 millones, y los ingresos orgánicos crecieron un 3%, impulsados por un mejor desempeño en China, donde las ventas orgánicas disminuyeron solo un 3% frente a una caída del 15% en el trimestre previo. Además, P&G reiteró su pronóstico para el año fiscal 2025, proyectando ganancias netas básicas por acción entre 6,91 y 7,05 dólares, con un crecimiento de ingresos estimado entre el 2% y el 4%.

Johnson & Johnson (JNJ)

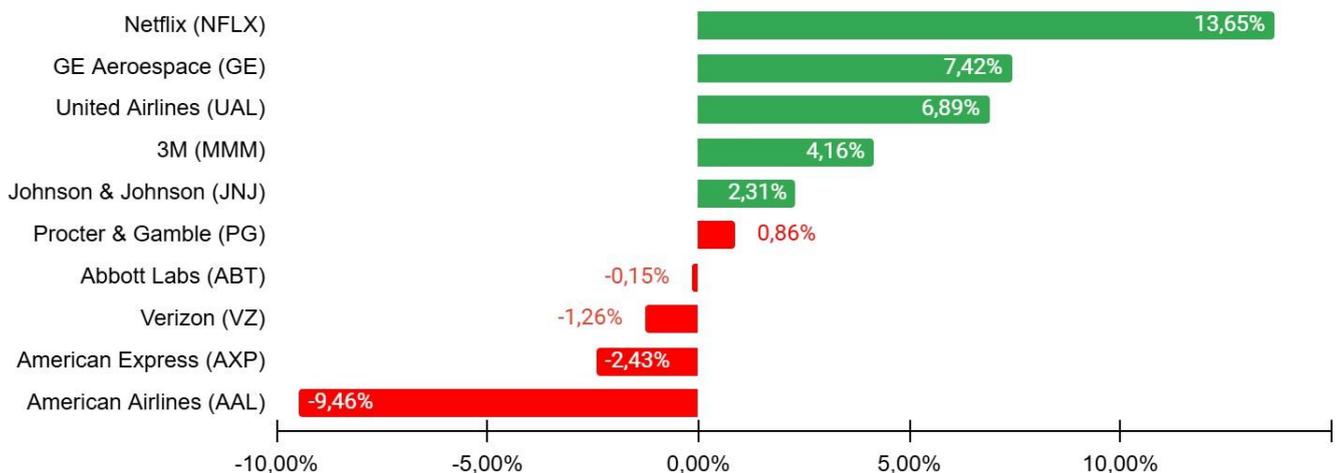
J&J superó las expectativas trimestrales gracias a la sólida demanda de sus medicamentos oncológicos. Los ingresos del cuarto trimestre fueron de 22.520 millones de dólares (+5,3% interanual), superando los 22.420 millones previstos, mientras que el beneficio ajustado por acción alcanzó 2,04 USD, por encima de los 2,01 USD estimados, aunque cayó un 11% respecto al año anterior. La división de medicina innovadora creció un 4,4% con ingresos de 14.330 millones, impulsada por oncología, y la unidad de tecnología médica aumentó un 6,7%, alcanzando 8.190 millones, gracias a la recuperación de procedimientos quirúrgicos y nuevas tecnologías. Sin embargo, las acciones se vieron presionadas por riesgos como la competencia de genéricos para Stelara, presiones en márgenes por renegociaciones con Medicare, débil demanda de dispositivos médicos en China, un litigio por productos de talco y el impacto negativo del tipo de cambio en 2025. J&J proyecta ingresos de 90.900-91.700 millones y un beneficio ajustado por acción de 10,75-10,95 USD para 2025, en línea con las expectativas del mercado.

2.31%

-3,64%

VARIACIÓN EN EL PRECIO POST DATO

Semana 20/1 al 24/1



Calendario económico del 27 al 31 de enero

Fecha	Evento
lunes 27 de enero	Permisos de Construcción EE.UU
	Informe de mercado objetivo del Banco Central de Brasil
	Ventas de Viviendas nuevas EE.UU
martes 28 de enero	Tasa de desempleo España
	Índice Redbook de Ventas Minoristas anual EE.UU
	Decisión de tipos de Interés Chile
miércoles 29 de enero	Confianza de los hogares Japón
	Decisión de Tipos de Interés Canada
	Decisión Tipos de Interés EE.UU
jueves 30 de enero	IPC Enero España
	PBI Italia
	PBI Zona Euro
	PBI México
	PBI EE.UU
	Solicitudes de Seguros por desempleo EE.UU
	IPC Japón
Decisión de Tipos de Interés BCE	
viernes 31 de enero	IPC Francia
	PCE EE.UU
	Tasa de desempleo Brasil



Resultados empresariales del 27 al 31 de enero

Fecha	Empresa	
lunes 27 de enero	AT&T (T)	
	Nucor (NUE)	
martes 28 de enero	Boeing (BA)	
	General Motors (GM)	
	Lockheed Martin (LMT)	
	Royal Caribbean Group (RCL)	
	jetBlue (JBLU)	
	Sysco (SYY)	
	Kimberly Clark (KMB)	
	SAP (SAP)	
	Logitech (LOGI)	
	Starbucks (SBUX)	
miércoles 29 de enero	ASML (ASML)	
	T Mobile (TMUS)	
	Tesla (TSLA)	
	Meta (META)	
	Microsoft (MSFT)	
	IBM (IBM)	
jueves 30 de enero	UPS (UPS)	
	Mastercard (MA)	
	Caterpillar (CAT)	
	Nokia (NOK)	
	Apple (AAPL)	
	Visa (V)	
	Intel (INTC)	
viernes 31 de enero	Exxon Mobile (XOM)	
	Chevron (CVX)	
	Colgate Palmolive (CL)	
	Brookfield (BEP)	



Departamento de Research & Estrategia de Inviu

Nahuel Guevara

Portfolio Management Specialist

Nataly Páez

Portfolio Management Specialist

DISCLAIMER: Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Inviu y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Inviu. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes uruguayas. Inviu Uruguay Agente de Valores S.A., inscripto como Agente de Valores ante el Banco Central del Uruguay bajo el número 4231.

