



Latam Focus

- Perspectivas Latam
- Análisis de los dos mercados de renta variable más grandes de América Latina: El impacto de los recortes de tasas de interés en Brasil y la intervención gubernamental en México

Llamada Trimestral T4



Melissa Ochoa Cárdenas

Estratega de Inversión

Insigneo

Perspectivas Latam

América Latina sigue siendo una región llena de situaciones cambiantes, en las que los inversionistas pueden encontrar retornos atractivos si están dispuestos a soportar una cierta cantidad de volatilidad y situaciones políticas. Tal y como lo hemos mencionado en ocasiones anteriores, en un contexto en el que la política sigue siendo el factor principal, la región ha exhibido un rendimiento superior en la mayoría de sus monedas y en la renta fija local. Por lo tanto, revisemos lo que ha ocurrido en los países a los que les hacemos seguimiento para entender los sucesos del último trimestre, así como lo que podría ocurrir en lo que resta del año.

Argentina

La situación en Argentina se mantiene turbia, con el

país viéndose en la obligación de balancear varios factores bastante cambiantes. En medio de un deterioro de la situación macroeconómica, encapsulado por la inflación alcanzando su punto más alto desde 1991 y la actividad económica que pareciera perder impulso, el enfoque sigue estando en las elecciones presidenciales del 22 de octubre. Según varias encuestas electorales realizadas en agosto, el candidato libertario Javier Milei se mantenía como el líder; no obstante, en una encuesta realizada por Proyección Consultores a comienzos de septiembre, Sergio Massa emergió como el candidato favorito, mientras que Patricia Bullrich, la candidata de la oposición, no estaba pudiendo recoger el apoyo que había obtenido su anterior contendor Horacio Rodríguez Larreta. No obstante, luego de que Bullrich nombrara a Carlos Melconión como su asesor económico y cambiara el enfoque de su discurso hacia la economía, pareciera como si su campaña hubiera obtenido algo de impulso y lo que mantiene estas elecciones como una carrera de tres participantes.

La dominancia de Milei es relevante al tener en cuenta sus propuestas macroeconómicas, en las que planea dolarizar la economía argentina y eliminar el Banco Central. Adicionalmente, otra de sus propuestas clave es la reversión de las políticas intervencionistas implementadas por la administración actual, al mismo tiempo que plantea el desmonte de las políticas económicas estatistas en el país.

Sin embargo, teniendo en cuenta que el Congreso actualmente está dominado por la oposición, Milei enfrentará resistencia a varias de sus propuestas, especialmente la dolarización de la economía. Este es un asunto delicado para el libertario; por lo tanto, ha anunciado su intención de organizar un plebiscito no vinculante para demostrar su popularidad. Esta situación solo agrega variables al de por sí complejo escenario de las reservas internacionales argentinas, en las que se estima que las reservas netas estarían alcanzando un nivel negativo cercano a los USD 4,000

mm al 31 de agosto. Por su parte, la siguiente revisión por parte del FMI está estipulada para noviembre, luego de la primera vuelta de las elecciones presidenciales. Si Milei llegase a ganar la carrera por la Casa Rosada, el programa con el FMI probablemente experimentará cambios significativos.

Otro tema que últimamente ha estado en un punto crítico es la discusión en torno al presupuesto de 2024. Mientras que Massa y la actual administración abogan por la presentación del presupuesto dentro de los parámetros establecidos – a saber, antes de que ocurran las elecciones de octubre –, se han encontrado con oposición de Milei, quien aboga por la presentación del presupuesto después de las elecciones. El presupuesto fue presentado el 15 de septiembre; sin embargo, Massa estuvo de acuerdo con posponer su discusión hasta después de las elecciones.

Brasil

En Brasil, la lectura de inflación de agosto sorprendió al mercado a la baja, luego de exhibir una variación anual de 4.61%, que sigue allanando el terreno para que el Banco Central – más conocido como COPOM – continúe con la implementación de una política monetaria más expansiva. Al tomar un enfoque más detallado, cabe resaltar el retroceso observado en los precios de alimentos y bebidas, los cuales tuvieron una contribución negativa por tercer mes consecutivo. En contraste, una vez se diluyeron los descuentos no recurrentes en el mes de julio, las tarifas eléctricas aumentaron en agosto. Según varios analistas del mercado, este dato de inflación debería calmar los sentimientos pesimistas relacionados con las expectativas de inflación que, para 2023, se mantienen por encima de la meta del Banco Central.

En este contexto, en su última reunión de política monetaria el COPOM mantuvo su postura de recortes al reducir la tasa Selic en 50pbs a 12.75%. En esta

reunión, el COPOM anunció que, aunque la actividad económica en Brasil había demostrado ser más resiliente de lo esperado, esperaban que se siguiera desacelerando. Adicionalmente, el Comité enfatizó en la necesidad de seguir implementando una política monetaria más restrictiva hasta que el proceso desinflacionario se hubiera consolidado y que las expectativas de inflación terminaran de anclarse; no obstante, el COPOM afirmó de manera unánime que podrían ocurrir recortes en la tasa Selic de la misma magnitud en futuras reuniones, siempre y cuando el escenario se desarrollara dentro de sus expectativas, y luego de asegurar que la magnitud total del ciclo expansivo dependerá de las dinámicas inflacionarias.

Hacia adelante, será relevante monitorear cualquier suceso que ocurra en el frente fiscal. El tema se ha vuelto tan crucial que el COPOM mencionó su preocupación sobre posibles cambios en las metas fiscales durante su última reunión. Esta afirmación surge luego de que Brasil hubiera aprobado un nuevo marco fiscal propuesto por el presidente Lula y que era visto como crucial para prevenir una crisis de deuda pública. De otro lado, la administración Lula presentó su presupuesto de 2024 que fue descrito como una alternativa balanceada, en la que el Ministerio de Economía anunció su intención de alcanzar un balance primario de 0% para final de ese año, así como su intención de compensar el aumento planeado en el gasto con aumentos de impuestos. El hecho de que el COPOM haya incluido un comentario fiscal en su comunicado post reunión fue visto como una señal de que cambiar la meta fiscal podría tener consecuencias directas en la política monetaria.

Chile

A medida que la administración Boric finaliza su segundo año en el poder, se enfrenta a más desafíos de los que imaginaba. Tras el rechazo del primer borrador constitucional presentado el año pasado y la creación

del Consejo Constitucional, dicha entidad comenzó a votar sobre el contenido de un nuevo borrador después de conocer las modificaciones presentadas por un grupo de expertos. Es relevante tener en cuenta que el proceso de votación concluyó el 4 de octubre, y la nueva constitución será revisada antes de que el nuevo borrador deba presentarse el 7 de noviembre. Según analistas del mercado, se espera que la nueva Constitución sea más conservadora que la anterior, considerando que el Partido Republicano de derecha tiene 22 escaños en el Consejo, seguido del partido de centroderecha Chile Seguro con 11. Estos dos partidos suman la mayoría de tres quintos necesaria para aprobar normas de manera independiente, pero esto no significa que votarán en bloque.

— “...el **Banco Central chileno** fue uno de los primeros en empezar la **implementación de una política monetaria más expansiva en medio de una inflación descendiente...**”

Dejando de lado el ámbito político, el Banco Central chileno fue uno de los primeros en empezar la implementación de una política monetaria más expansiva, en medio de una inflación descendiente y de una economía que técnicamente está en recesión, si consideramos que su PIB ha estado en terreno negativo por tres trimestres consecutivos. Por lo tanto, el Banco Central inició su ciclo expansivo con un recorte de 75pbs en septiembre, apalancándose en el comportamiento actual de las expectativas de inflación, ya que su referencia a dos años se encuentra en la meta del 3%. Además, el Comité afirmó que las próximas decisiones de política monetaria seguirán

siendo dependientes de la evolución del contexto macroeconómico y de cómo este pueda afectar tanto a la inflación como a sus expectativas.

En el frente inflacionario, la lectura de agosto sorprendió al mercado a la baja al exhibir un mayor descenso en su medida anual, principalmente como consecuencia de las caídas en los precios de alimentos y energía. Por su parte, la inflación básica mantuvo su tendencia bajista luego de haber exhibido una variación mensual negativa. Incluso si esta fuera una sorpresa positiva que será tenida en cuenta por el Banco Central en su reunión de octubre, el proceso de convergencia de la inflación todavía se enfrenta a varios riesgos provenientes de los mayores precios del petróleo y los riesgos climáticos en forma del fenómeno de El Niño, que podrían poner en riesgo la tendencia desinflacionaria observada hasta ahora.

Colombia

En el frente macroeconómico, Colombia exhibió un retroceso en su indicador de actividad en su lectura de julio, manteniendo la tendencia bajista que se ha observado desde que este alcanzó su máximo en abril de 2021. Asimismo, al revisar las cifras del PIB del 2T23 conocidas en agosto, se observa un retroceso similar en medio de un menor consumo y un crecimiento acelerado del gasto del gobierno. De otro lado, la inflación estuvo prácticamente en línea con las expectativas del mercado en su lectura de septiembre, incluso si se observó cierta rigidez en la inflación de servicios y de regulados. En un contexto de inflación más persistente, BanRep probablemente mantenga su tasa de intervención estable por más tiempo de lo previsto, considerando que encauzar la inflación podría costarle más de lo esperado. Esta declaración fue reafirmada en la última reunión del BanRep, en donde la mayoría de los miembros de la Junta decidieron mantener la tasa estable, mientras que dos miembros votaron a favor de un recorte de 25pbs. BanRep

también destacó que la actividad económica se mantiene por encima de la tendencia que habría exhibido si no hubiera ocurrido la pandemia, y que no sería prudente iniciar un ciclo de recortes cuya sostenibilidad podría enfrentarse a retos futuros.

En lo que resta del año, la atención estará centrada en las elecciones regionales de octubre y lo que ocurra en relación con las reformas de Petro en el Congreso. En lo que respecta a las elecciones regionales, el gobierno probablemente experimente una reducción en su poder político, dado que el Pacto Histórico, el partido de Petro, no tiene candidatos fuertes compitiendo en las principales elecciones de alcaldes y gobernadores. Incluso en Bogotá, una ciudad que ha exhibido tendencias un poco más de izquierda en las últimas elecciones, un candidato más tradicional como Carlos Fernando Galán está liderando las encuestas. De otro lado, los congresistas tienden a prestarle más atención a las elecciones regionales que a las discusiones en el Congreso, en donde no sería sorpresa que se observe un estancamiento en los debates sobre las reformas, al menos hasta que hayan pasado las elecciones del 29 de octubre.

De las tres principales reformas del programa de gobierno de Petro, la que tiene la mayor probabilidad de ser aprobada en el contexto actual es la reforma pensional, estando seguida por la reforma a la salud. No obstante, la versión aprobada de la reforma pensional, que ya ha superado una de sus cuatro votaciones en el Congreso, probablemente será una versión más moderada que la inicialmente presentada en marzo. En lo que respecta a la reforma laboral, el gobierno propuso una nueva versión de este texto en agosto, aunque este guarda muchas similitudes con la versión previa. Lo anterior, reduce la probabilidad de que esta reforma sea aprobada. Por último, según The Economist Intelligence Unit – EIU –, el gobierno debería iniciar negociaciones individuales con los congresistas de centro para poder lograr que su proyecto de reforma a la salud supere su etapa inicial de deliberaciones.

México

México ya está listo para que comience su contienda presidencial. El partido de AMLO, Morena, anunció que la exalcaldesa de la Ciudad de México, Claudia Sheinbaum, sería su candidata para las presidenciales. En contraste, los partidos de oposición, ahora agrupados en la coalición Frente Amplio por México que incluye partidos tradicionales tales como el Partido Revolucionario Institucional – PRI – y el Partido de Acción Nacional – PAN –, se unieron para apoyar la senadora Xóchitl Gálvez.

Incluso si la oposición ha ganado terreno dentro de los votantes por las controversias alrededor del nombramiento de Sheinbaum y por la molestia que a AMLO le genera Gálvez y que ha llevado a que la ataque en televisión nacional, Claudia Sheinbaum todavía es la favorita para ganar las elecciones presidenciales de 2024. No obstante, tal y como lo han resaltado algunos analistas, todavía hay varias razones para que AMLO no esté tranquilo en caso de que el apoyo a Gálvez siga creciendo. Sin embargo, la carrera por la presidencia hasta ahora está comenzando, y el camino hasta las elecciones del 2 de junio hasta ahora está en sus etapas iniciales.

En el frente macroeconómico, México reportó una expansión sólida en el PIB del 2T23, en medio de una expansión no menor en el frente de la construcción y un leve retroceso del sector de servicios. Adicionalmente, el consumo se mantuvo en terreno positivo, mientras que el gasto del gobierno se redujo levemente en el trimestre. Sin embargo, la actividad económica en julio exhibió un retroceso, lo que eventualmente podría transformarse en una mayor desaceleración del PIB en los próximos trimestres. De otro lado, la inflación mantuvo su tendencia bajista en agosto, pero en un menor ritmo. Incluso si los precios de la energía exhibieron una variación anual negativa, revirtieron su tendencia y el efecto base existente podría llevar a que se vean mayores datos en este rubro en los

próximos meses. Teniendo en cuenta este contexto, la mayoría de analistas esperan que el Banxico mantenga su tasa estable en el corto plazo, ya que las presiones inflacionarias todavía están latentes, así como una demanda interna sólida que sigue manteniendo una brecha de producto positiva. Esta postura fue ratificada en la reunión de septiembre de Banxico, en la que el Comité favoreció de manera unánime la estabilidad de tasas. Lo anterior, en medio de un descenso más gradual de la inflación que, en conjunto con una perspectiva retadora en donde los riesgos inflacionarios mantienen un sesgo alcista, llevó a Banxico a considerar que será necesario mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual por un periodo prolongado de tiempo.

— “...la mayoría de analistas esperan que el **Banxico** mantenga su **tasa estable en el corto plazo**, ya que las presiones inflacionarias todavía están latentes...”

Perú

Como parece ser tendencia en la región, la inflación peruana ha descendido desde su máximo en junio de 2022. Incluso si se mantiene por encima de la meta del Banco Central, el retroceso observado en su lectura de agosto, en conjunto con una caída en las expectativas de inflación, fueron suficientes argumentos para que el Comité iniciara su ciclo expansivo con un recorte de 25pbs en septiembre. Sin embargo, el Banco Central enfatizó en que este recorte no era equivalente a movimientos subsecuentes en la tasa,

y que mantendrá una postura data dependiente, al tiempo que seguirá monitoreando la inflación y sus variables relacionadas.

En el frente de la actividad económica, la economía peruana completó su segundo trimestre de exhibir un crecimiento negativo en el 2T23 en medio de una caída en las inversiones en inventarios, y que fue más prominente que la expansión observada en los frentes de consumo y exportaciones. La contracción económica fue confirmada por el indicador de actividad que retrocedió -1.3% a/a, principalmente como consecuencia de la contracción observada en los sectores de manufactura, servicios financieros, y construcción.

Como se mencionó anteriormente, la desaceleración en el crecimiento ha venido de la mano de un retroceso en la inflación que, en su lectura de agosto, exhibió retrocesos tanto en su lectura total como en la básica – incluso si la inflación total estuvo levemente por encima de las expectativas del mercado. Adicionalmente, el hecho de que la inflación básica haya seguido descendiendo es consistente con el retroceso de la actividad y lo que pareciera ser una brecha de producto negativa.

En términos políticos, y contra todo pronóstico, la presidenta Boluarte se ha mantenido en el poder, y la mayoría de las protestas en contra de su administración que ocurrieron a principios del año parecen haber cedido. De otro lado, el mercado espera que Boluarte termine su mandato, el cual finaliza en julio de 2026. Según EIU, la administración de Boluarte estará en la capacidad de mantener el marco macroeconómico del país, pero se enfrentará a una débil gobernabilidad que, a su vez, limitará la implementación de políticas. No obstante, Boluarte es consciente de la importancia de mantener una buena relación con el Congreso, con esta situación siendo enfatizada por los recientes cambios de gabinete, en los que Boluarte reemplazó a siete de sus ministros. En un contexto de gobernabilidad frágil que también es

visible en las encuestas de apoyo, en conjunto con una administración que se mantiene decidida a completar su periodo presidencial, el gobierno peruano podría enfrentarse a nuevas protestas que estarían impulsadas por la incapacidad del gobierno para revitalizar la actividad económica, al tiempo que lidia con condiciones climáticas que podrían implicar nuevos desafíos. ■



Mauricio Viaud

PM y Estratega de Inversión Senior
Insigneo

Análisis de los dos mercados de renta variable más grandes de América Latina: El impacto de los recortes de tasas de interés en Brasil y la intervención gubernamental en México

Cuando era niño, pasaba mucho tiempo cerca del mar. Como la mayoría de los niños, corría directamente hacia el sonido de sus olas rompiendo. Sin embargo, mi abuelo siempre me decía “el océano es más grande que tú, no le temas, pero tienes que respetarlo”. Estas sabias palabras me parecen verdaderas hasta el día de hoy. Tiendo a ver el mercado accionario bajo la misma luz que el océano: es más grande que cualquiera de nosotros, y aunque a veces puede parecer abrumador, no le tememos, pero debemos respetarlo.

Respetar tanto el océano como el mercado implica aprender cómo funcionan y cómo comportarse en respuesta. Ambos tienen patrones generales de subidas y bajadas, corrientes y mareas para el océano y ciclos para el mercado. Ambos incluso tienen cualidades de “profundidad”.

— “...la liquidez de los mercados accionarios de **Brasil y México** los convierten en los **más grandes de la región.**”

El tamaño y la calidad de un mercado accionario tienden a medirse por la profundidad y la liquidez de sus componentes. La profundidad se refiere al número de acciones que se negocian en un mercado, mientras que la liquidez se refiere a la facilidad con la que se pueden comprar o vender estas acciones. Los mercados de renta variable como el S&P 500 se consideran mercados de alta calidad, ya que están compuestos por un gran número de acciones que se pueden negociar fácilmente. Muchas veces, el tamaño y la calidad de dichos mercados llevan a la creación de fondos mutuos y de ETFs que replican sus participaciones. La situación es similar en muchos mercados de renta variable de los mercados emergentes. En América Latina, por ejemplo, la profundidad y la liquidez de los mercados accionarios de Brasil y México los convierten en los dos más grandes de la región. De hecho, estos dos mercados combinados comprenden aproximadamente el 90% de las tenencias del índice *MSCI Emerging Markets Latin America*. Eso no quiere decir que otros países de la región no tengan mercados de renta variable significativos. Por el contrario, países como Argentina, Uruguay y Chile, así como

Colombia y Perú, tienen algunas de las empresas más prometedoras de la región cotizando en sus mercados. En este artículo, sin embargo, nos centraremos en la evolución actual de los dos mercados de renta variable más grandes de la región: Brasil y México.

Brasil: La marea está subiendo

En nuestra opinión, los mercados de renta variable brasileños lucen actualmente muy atractivos. Sin embargo, al igual que con cualquier otro mercado de renta variable, tenemos que ser conscientes de dónde nos encontramos en el ciclo económico de ese país. Esto nos ayudará a determinar qué sectores favorecer y cuáles evitar. Si elegimos los sectores adecuados, tenemos muchas más probabilidades de elegir las acciones adecuadas. Al igual que ocurre con el océano, sus mareas mueven todos los barcos. Sin embargo, los marineros experimentados saben que vale la pena ser conscientes de en qué punto se encuentran las mareas cambiantes. Una marea creciente levantará todos los barcos, pero algunas partes del océano son más favorables que otras.

Brasil fue uno de los primeros países del mundo en subir las tasas de interés. En consecuencia, también se adelantó a sus pares cuando llegó el momento de recortarlas. En un periodo de 15 meses, su banco central elevó la Selic a un máximo del 13.75%. Después de mantener este nivel durante casi un año, el COPOM ha recortado las tasas dos veces, en 50 puntos básicos cada vez, lo que ha reducido la Selic al 12.75%. También han anunciado que mantendrán este ritmo de recortes en las próximas reuniones de noviembre y diciembre. Los recortes de tasas tienden a beneficiar a la mayoría de los sectores de una economía, aunque algunos más que otros. A medida que comienza el ciclo de flexibilización monetaria de Brasil, las acciones del país también cotizan a valoraciones relativamente bajas en comparación con sus pares regionales. El índice IBOVESPA de Brasil cotiza actualmente a una

relación P/E *forward* de 7.6x, un descuento en relación con sus pares mundiales y regionales. Para poner las cosas en contexto, las acciones mexicanas, medidas por el Mexbol, cotizan a 12.4x, mientras que el S&P 500 cotiza a 19.6x. Desde una perspectiva histórica, las acciones brasileñas cotizan actualmente cerca de sus mínimos de 10 años. Dada una valoración media a 10 años de 10.8x, el mercado de renta variable brasileño cotiza actualmente un 40% por debajo de su media de 10 años. Esto no significa que las acciones subirán un 40% a medida que bajen las tasas de interés en el país, pero sí da una idea del potencial alcista que tiene este mercado. La incertidumbre política ha creado un viento en contra para Brasil, ya que los inversionistas siguen nerviosos por los posibles cambios que podría imponer el gobierno de Lula. Sin embargo, parece haber un equilibrio entre el gobierno y la oposición, lo que posiblemente conducirá a una postura más benigna por parte del gobierno. Un entorno político aparentemente más estable de lo esperado, combinado con tasas más bajas en un entorno de valoraciones históricamente bajas, nos lleva a tener una visión positiva del mercado accionario del país.

— “...favorecemos la exposición a sectores sensibles a los intereses, como el financiero, el de consumo discrecional y el tecnológico.”

Dada la trayectoria de las tasas, favorecemos la exposición a sectores sensibles a los intereses, como el financiero, el de consumo discrecional y el tecnológico. Ciertas industrias de productos básicos en el país también tienden a tener un buen desempeño frente a tasas más bajas.

Dentro del sector financiero, consideraríamos a Banco Itaú (ITUB), XP Inc. (XP) y NU Holdings (NU) como posibles inversiones. Con un flujo de ingresos altamente diversificado, el Banco Itaú es uno de los bancos más grandes del país. Al ofrecer servicios bancarios tanto a los consumidores como a las empresas, Itaú debería beneficiarse de un mayor gasto a medida que bajen las tasas en el país. Además, cotizando a 8x utilidades, la acción no parece estar sobrevalorada. XP opera como una empresa de gestión de inversiones, ofreciendo servicios de gestión de acciones, renta fija y patrimonio en toda la región. Dada la limitada oferta de estos servicios en América Latina, XP goza de una ventaja competitiva. Al mismo tiempo, es probable que las recientes iniciativas de reducción de costos por parte de la junta directiva amplíen los márgenes de la compañía en el futuro. Cotizando a 12x utilidades, XP cotiza con una prima sobre sus pares. Otra empresa financiera interesante es NU Holdings (NU), ya que se encuentra entre los sectores financiero y tecnológico. Operando como NU Bank, la compañía ofrece servicios de banca digital y transferencia de pagos en la región. Lo que le da a NU una ventaja competitiva es el hecho de que está utilizando con éxito la tecnología financiera para ofrecer servicios financieros a poblaciones previamente no bancarizadas en la región. La valoración relativamente alta de la acción, que actualmente cotiza por encima de 20x utilidades, refleja su combinación entre una firma financiera y una empresa de tecnología.

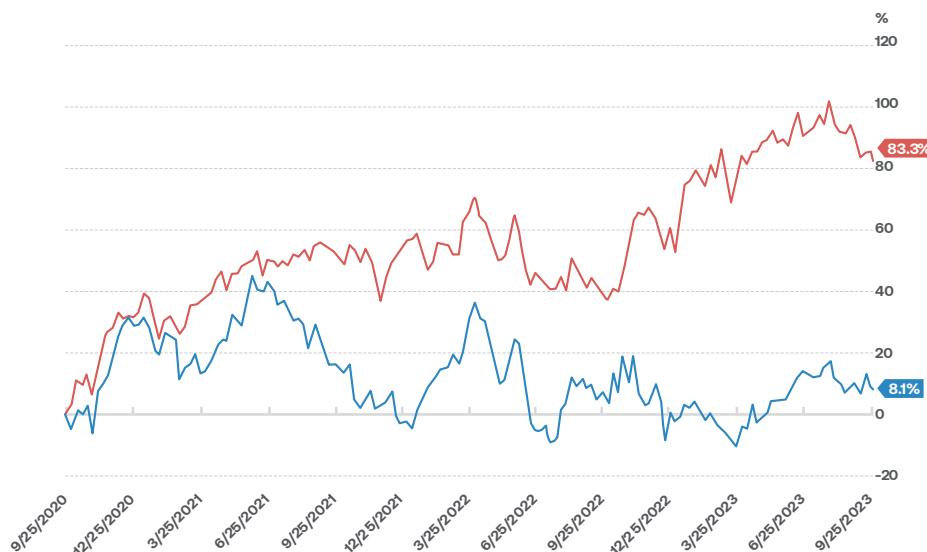
Dentro de Consumo Discrecional, consideraríamos a Natura & Co (NTCO) para la exposición a este sector. Natura es una de las empresas de salud y belleza más grandes de la región, que ofrece productos a través de sus líneas Avon y The Body Shop. La reciente escisión de su línea de productos Aesop simplificó el modelo de negocio de la empresa. La rentabilidad de la compañía podría seguir aumentando, especialmente a medida que las tasas de interés en la región comiencen a caer, lo que podría conducir a un mayor gasto de los consumidores.

— “La **dinámica favorable** de la demanda y la oferta en los mercados petroleros **debería ayudar a impulsar los precios del petróleo** al alza el próximo año. Esta dinámica debería crear un viento de cola para Petrobras.”

Es importante tener en cuenta que cerca del 40% del mercado de valores brasileño está compuesto por los sectores de Energía y Materiales, principalmente Petrobras (PBR) y Vale (VALE). Como resultado de su gran peso relativo, el bajo rendimiento de estos dos sectores podría afectar de forma negativa a todo el mercado, aunque otros sectores podrían tener un mejor rendimiento. Sin embargo, algunas industrias de materias primas en Brasil tienden a tener un buen desempeño cuando las tasas de interés bajan. La dinámica favorable de la demanda y la oferta en los mercados petroleros debería ayudar a impulsar los precios del petróleo al alza el próximo año. Esta dinámica debería crear un viento de cola para Petrobras. Sin embargo, la incertidumbre que rodea la intervención del gobierno en las operaciones de la empresa crea un viento en contra para las acciones. Por su parte, el compañero de peso pesado de Petrobras en el índice, Vale, debería beneficiarse de un contexto de aumento de los precios del hierro. Además, cotizando casi un 25% por debajo de su valoración media de 5 años, la acción parece estar descontando ya gran parte del pesimismo que rodea a una demanda más débil de China.

Rendimiento de los Dos Mercados Accionarios más Grandes de Latinoamérica en los Últimos 3 años. (desde 25/9/23, puramente a base de cambio de precios)

— Brasil
— México



Fuente: Bloomberg

México: Navegando a contracorriente del *nearshoring* y la intervención gubernamental.

Como vecino cercano de Estados Unidos, México está demostrando ser el mayor beneficiario del *nearshoring* en América Latina, y espera ver casi cinco veces más exportaciones que Brasil, el segundo mayor ganador regional. La ola del fenómeno del *nearshoring* ha sido un fuerte impulso para los mercados de valores de México. A finales del mes pasado, este mercado, representado por el iShares MSCI Mexico ETF (EWW), subió un 19% en el año, un 11% más que su homólogo brasileño, el iShares MSCI Brazil ETF (EWZ), con un 8%. Durante el mismo periodo, incluso subió un 6% más que el S&P 500, que aumentó un 13%. El gráfico anterior muestra el desempeño de los dos mercados de renta variable más grandes de América Latina, Brasil y México, representados por sus correspondientes ETFs - EWZ y EWW, respectivamente, en los últimos tres años. Como podemos ver en el gráfico, basándonos únicamente en el cambio de precios, México

superó ampliamente a sus pares regionales más grandes. De hecho, durante este periodo de tiempo, el ETF del mercado mexicano superó incluso al índice Nasdaq Composite de gran peso tecnológico.

Sin embargo, a diferencia de Brasil y algunos de sus otros pares en la región, el banco central de México aún no ha comenzado a recortar las tasas de interés, manteniéndola en 11.25% durante seis reuniones consecutivas. De hecho, Banxico, el banco central del país, aumentó sus proyecciones de inflación para el próximo año y no se espera que recorte las tasas sino hasta después del primer trimestre de 2024. El país parece estar en la misma trayectoria de tasas de interés “más altas durante más tiempo” que su vecino del norte. Sin embargo, el fenómeno del *nearshoring* ha ayudado a impulsar la economía local, como lo demuestra la fortaleza de la demanda interna, lo que está conllevando a un crecimiento de las utilidades actuales y esperadas para el mercado de valores del país. A pesar del importante aumento de este mercado, las sólidas expectativas de utilidades han mantenido su valoración en niveles razonables, en comparación con

sus propios niveles históricos. El mercado accionario mexicano cotiza actualmente cerca de 12.4x utilidades, más alto que sus pares regionales que cotizan entre 7 y 8 veces, pero más bajo que su propio promedio de 10 años de 15x.

— “...estas acciones agregan un **alto grado de incertidumbre** al mercado de valores de México, ya que **minan la confianza** en el entorno empresarial del país y **erosionan su estado de derecho.**”

Qué diferencia puede hacer una semana. Durante la primera semana de octubre, los mercados del país se vieron abruptamente sorprendidos por el anuncio del gobierno de que planeaba cambiar la estructura tarifaria bajo la cual operan sus aeropuertos. La Agencia Federal de Aviación Civil (AFAC) envió un aviso a las autoridades aeroportuarias manifestando, en términos bastante ambiguos, que iba a cambiar unilateralmente la estructura de las tarifas que podían cobrar. Estas tarifas, que van desde las tarifas de uso de los pasajeros hasta las tarifas de aterrizaje, generan juntas una cantidad significativa de ingresos para los aeropuertos del país. Echando más leña al fuego estaba el hecho de que el presidente Andrés Manuel López Obrador, más conocido como AMLO, había declarado en el pasado que no iba a interferir con esta estructura de tarifas. Como era de esperarse, esta última acción del gobier-

no conmocionó al mercado, haciendo que las acciones de empresas de gestión aeroportuaria como el Grupo Aeroportuario del Sureste cayeran más de un 40% a los mínimos del 5 de octubre. Desde entonces, el mercado accionario del país se ha recuperado parcialmente, después de que se conociera la noticia de que el alcance de la reducción de los aranceles podría haber sido inicialmente sobreestimado. Sin embargo, el iShares MSCI México exhibió una pérdida del 6% de su valor durante la primera semana de octubre.

Aunque el tema de la semana pasada parece estar contenido en la industria aeroportuaria, sus efectos se están sintiendo en todo el mercado, ya que representa otro golpe a la confianza empresarial en la economía mexicana. Este no es el primer intento de AMLO de castigar al sector privado del país. En años anteriores, detuvo la construcción de un nuevo aeropuerto, cedió el control operativo del Aeropuerto Internacional Benito Juárez de la Ciudad de México al ejército mexicano, y se apoderó de una parte de un ferrocarril propiedad de un multimillonario del país. Las elecciones presidenciales están programadas para junio de 2024, y traerán un nuevo líder al gobierno. Como resultado, algunos estrategas de mercado opinan que las últimas acciones de AMLO representan un ejercicio para afirmar aún más su poder en su último año de gobierno. Sean cual sean sus motivaciones, estas acciones agregan un alto grado de incertidumbre al mercado de valores de México, ya que minan la confianza en el entorno empresarial del país y erosionan su estado de derecho.

El mercado accionario mexicano se encuentra actualmente atrapado entre fuerzas opuestas. Por un lado, los vientos de cola del *nearshoring* están impulsando el crecimiento de las utilidades y el consumo interno. Por otro lado, la intervención del gobierno está creando vientos en contra al minar la confianza empresarial, que de otro modo sería estable. Al mismo tiempo, este mercado se encuentra en una etapa de su ciclo

— “Este grupo constituye la parte de “defensa” de nuestra estrategia, ya que **es probable** que estas empresas experimenten un **aumento en las ganancias** derivadas directamente del *nearshoring*..”

ligeramente diferente a la de muchos de sus pares regionales, ya que las tasas de interés siguen siendo relativamente altas. Teniendo en cuenta estas corrientes cruzadas, creemos que la mejor manera de que un inversionista se posicione en el mercado de renta variable mexicano es con una combinación de ataque y defensa.

El “ataque”, o exposición a un beta de mercado más alto, podría obtenerse invirtiendo en empresas del sector financiero. Los bancos mexicanos, como Grupo Financiero Banorte, están preparados para cosechar beneficios significativos derivados del *nearshoring*. El banco prevé una migración de trabajadores del sur al norte del país, a medida que las oportunidades que ofrece el *nearshoring* generen más empleo. Como resultado, está invirtiendo fuertemente en la región norte de México, creando casi 1,000 nuevos empleos, para tener la capacidad que necesita para satisfacer la creciente demanda de hipotecas, préstamos comerciales y servicios bancarios generales. Banorte ya tiene una participación del 15% en el mercado mexicano de préstamos, y se espera que un mayor crecimiento de los préstamos amplíe aún más su posición en el mercado en el futuro previsible.

Casi dos tercios de las exportaciones del país a Estados Unidos son bienes orientados a la tecnología que requieren mano de obra altamente calificada. Los empleos de mano de obra altamente calificada conducen a mayores ingresos laborales, lo que conduce a un nivel de vida más alto, lo que significa que la población

local debería tener más incentivos para gastar. Los sectores de consumo discrecional y de consumo básico, en particular, deberían ser los que más se beneficien del aumento del gasto de los consumidores. Es probable que empresas como Walmart de México, Fomento Económico Mexicano y Kimberly Clark de México sean grandes beneficiarias de esta tendencia. Este grupo constituye la parte de “defensa” de nuestra estrategia, ya que es probable que estas empresas experimenten un aumento en las ganancias derivadas directamente del *nearshoring*, pero es menos probable que se vean afectadas negativamente por una mayor intervención gubernamental.

Una pregunta que puede surgir en la mente de los inversionistas después de la precipitada caída de las acciones relacionadas con los aeropuertos sería “¿es ahora un buen momento para comprar estas acciones?” Antes del anuncio del cambio en la estructura de tarifas, estas acciones parecían estables desde una perspectiva fundamental. Podría decirse que cotizaban a valoraciones relativamente altas, pero por lo demás estaban bien. Sin embargo, aún no se ha determinado el alcance real del cambio de tarifas y, al momento de escribir este artículo, se desconoce el impacto en los ingresos de estas empresas. El riesgo político es muy impredecible y rara vez se puede cuantificar. Las acciones más recientes de AMLO se produjeron sin previo aviso, interviniendo en algo que él previamente había declarado que no haría. En nuestra opinión, invertir en acciones relacionadas con los aeropuertos del país en este momento, con la limitada información

actualmente disponible, es como lanzar los dados. El impacto del cambio en la estructura de tarifas podría ser mucho más leve de lo previsto, y un inversionista que compre estas acciones podría tener suerte y ganar mucho. Al mismo tiempo, el impacto podría ser más significativo de lo esperado y el mismo inversionista podría perder una gran parte de su inversión. Como inversionistas disciplinados, estamos en el negocio de seguir los datos, no la suerte.

Históricamente, existe una correlación positiva entre el inicio de un ciclo monetario expansivo y la rentabilidad de los mercados de renta variable. Esta correlación está presente en Brasil, por lo que existe una alta probabilidad de que las acciones brasileñas suban a medida que el banco central recorte las tasas de interés. Junto con las valoraciones cercanas a los mínimos de 10 años, creemos que el mercado de renta variable brasileño podría obtener un rendimiento superior en el futuro cercano. La misma correlación está presente en México, por lo que existe una alta probabilidad de que las acciones mexicanas suban a medida que Banxico recorte las tasas de interés. Sin embargo, dado que el primer recorte de tasas no se espera hasta el próximo año, existe la posibilidad de que el mercado de valores mexicano opere lateralmente en el corto plazo. Esta posibilidad se ve exacerbada por la reducción de la confianza empresarial generada por la reciente intervención del gobierno.

A la hora de invertir, es primordial que mantengamos una visión a largo plazo, haciendo ajustes tácticos dentro de una estrategia a largo plazo. A este punto, a pesar de los posibles vientos en contra en el corto plazo, creemos que la futura flexibilización de la política monetaria, junto con los beneficios del *nearshoring*, hacen que el mercado de valores de México sea una inversión atractiva a largo plazo para los inversionistas con la tolerancia al riesgo adecuada. Lo mismo puede decirse de Brasil, ya que es probable que sus mercados de renta variable experimenten los beneficios de los

recortes de tasas antes que la mayoría de sus pares mundiales. Es importante saber dónde nos encontramos en las subidas y bajadas del mercado de renta variable. Al igual que con el océano, se necesita una buena cantidad de respeto, no miedo, para navegar adecuadamente los mercados. El respeto proviene del conocimiento y la disciplina, el miedo proviene de la emoción. Como inversionistas, queremos basar nuestras decisiones en hechos, no en emociones.

Como siempre, también es importante tener en cuenta que las acciones individuales mencionadas aquí pueden presentar altos grados de volatilidad y no son adecuadas para todos los inversionistas. Estas inversiones se consideran mejor caso por caso, en función de la voluntad y la capacidad de un inversionista en particular para tolerar el riesgo. Si necesita más información o desea discutir estas u otras posibles ideas con más detalle, no dude en ponerse en contacto con el equipo de investigación de Insigneo. ■

Important Legal disclaimer

Insigneo Financial Group, LLC comprises a number of operating businesses engaged in the offering of brokerage and advisory products and services in various jurisdictions, principally in Latin America. Brokerage products and services are offered through Insigneo International Financial Services, LLC, headquartered in Puerto Rico, and through Insigneo Securities, LLC, headquartered in Miami. Both are members of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC). Investment advisory products and services are offered through Insigneo Advisory Services, LLC, an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission. In Uruguay, advisory services are offered through Insigneo International Asesores de Inversion Uruguay, SA, Insigneo Asesores de Inversion Latam, SRL, and Insigneo Asesores de Inversion de Uruguay, SRL, in Argentina through Insigneo Argentina, SAU, and in Chile through Insigneo Asesorías Financieras, SPA. Collectively, these eight operating businesses make up the Insigneo Financial Group. To learn more about the Broker Dealers including their conflicts of interest and compensation practices, please go to <https://insigneo.com/disclosures/> or via www.finra.org. To learn about Insigneo Advisory Services, LLC and any conflicts related to its advisory services, please see its Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website <https://adviserinfo.sec.gov/>

FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Asesores de Inversión de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera.

Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital.

La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.