



Comentarios de Mercado
Enero 2024

Versión Español

Mercados Emergentes

Llamada Trimestral T1

Obtenga orientación sobre inversiones y los principales factores estructurales detrás de los portfolios de sus clientes.

insigneo



Melissa Ochoa Cárdenas
Estratega de Inversión
Insigneo



Mauricio Viaud
PM y Estratega de Inversión Senior
Insigneo



Argentina, México, e India: Tres Países con una Perspectiva Prometedora Para este Año

Los mercados emergentes han ofrecido oportunidades atractivas de inversión en lo que ha sido considerado como un contexto retador para las inversiones. En este artículo, queremos enfocarnos en tres alternativas diferentes que consideramos atractivas para 2024: México, Argentina, e India. México y Argentina son dos países muy diferentes, con una cosa muy importante en común: la promesa de un futuro prometedor.

Argentina posesionó un nuevo gobierno el año pasado y México hará lo mismo en 2024. Ambas economías podrían experimentar impactos positivos duraderos si logran gestionar eficazmente las dinámicas actuales.

Los potenciales beneficios que podría recibir México del *nearshoring* podrían alterar significativamente su panorama comercial en los próximos años. La exitosa liberalización económica de Argentina podría llevar

al país a un camino hacia la prosperidad no visto en décadas.

Por último, India ha demostrado ser un imán para los inversionistas que buscan exposición a Asia, pero no están dispuestos a permanecer invertidos en China. Ahora, compartiremos nuestras reflexiones sobre estos países, junto con ideas potenciales sobre cómo obtener beneficios de ellas.

Argentina: Un camino largo, pero prometedor por delante

Entorno Macroeconómico

La economía argentina ha permanecido débil en términos de actividad, en medio de una inflación descontrolada y un deterioro de las condiciones sociales. Vale la pena resaltar que antes de que Milei asumiera la presidencia, la pobreza en Argentina se ubicaba en 40%, de acuerdo con las últimas cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadística y

Censos de Argentina – INDEC. Incluso si la administración de Milei fue recibida con noticias positivas en el frente inflacionario, teniendo en cuenta que la inflación de octubre exhibió un leve retroceso, la lectura de noviembre volvió a exhibir un dato mensual de doble dígito, y el dato de diciembre se mantuvo en la misma tendencia, exhibiendo una variación anual de 211%.

Lo anterior, como consecuencia del aumento de los precios de los alimentos, la fuerte devaluación observada al principio de la administración de Milei, y la eliminación de subsidios de la energía y transporte.

En términos de actividad económica, la economía argentina exhibió una leve expansión en octubre que sorprendió a los mercados al alza, respaldada por un mejor desempeño de los sectores de minería y pesca. Vale la pena resaltar que agricultura, uno de los principales sectores de la economía, registró su primer incremento en términos anuales en octubre, acabando con una racha de 19 meses de retroceso. Esta lectura positiva trajo consigo algunas revisiones al alza de la proyección del PIB para 2023, que todavía se espera se ubique en terreno negativo: según proyecciones de Bloomberg, la economía argentina tendrá un crecimiento de -1.8% en 2023. Por su parte, el Ministro de Economía Caputo pretende implementar un ancla fiscal y un ancla cambiaria. La primera está orientada a lograr un balance del presupuesto en 2024, al tiempo que reduciría la dependencia del gobierno en la financiación proveniente del Banco Central, mientras que el ancla cambiaria sería la responsable de una devaluación de 2% mensual que plantea implementar la administración de Milei.

Actualización Política

Después de que el recién electo presidente Javier Milei asumiera su cargo el 10 de diciembre, Argentina se embarcó en una montaña rusa política que ha implicado cambios drásticos en sus posturas políticas y macro-

económicas. **Javier Milei había anunciado desde el inicio de su campaña presidencial que su periodo en la presidencia iba a estar cargado de medidas drásticas que aliviarían el déficit fiscal de Argentina, al tiempo que desregularían la economía. También anunció que tomaría medidas tan extremas como dolarizar el país y cerrar el Banco Central.**

Al momento de escribir este reporte, Milei ya ha empezado a tomar medidas hacia el cambio prometido, incluso si las heridas que infligirá a la población argentina no se sanarán rápidamente. La primera medida que tomó Milei fue emitir un Decreto de Necesidad y Urgencia – DNU – que contenía 366 artículos con efecto en sectores tan variados como el comercio al por menor, la salud, la industria farmacéutica, y el turismo. Este decreto también eliminó regulaciones existentes en el comercio y la propiedad. Este DNU debería enfrentarse a resistencia por parte del Congreso, teniendo en cuenta que Milei no tiene mayorías; sin embargo, estas nuevas medidas entraron en vigor el 29 de diciembre. Dado que este es un DNU, el Congreso debe votar para ratificarlo o rechazarlo; sin embargo, cabe resaltar que, dentro de la población argentina según una encuesta realizada por DC Consultores, el decreto de Milei fue visto como una medida positiva. No obstante, hubo protestas antes de que el DNU fuera enviado al Congreso, incluso si estas no fueron de larga duración. Milei también convocó a sesiones legislativas extraordinarias que irán hasta el 31 de enero; en esas sesiones, se espera que los congresistas establezcan comisiones para analizar las propuestas, y que deberían incluir la perspectiva de expertos y funcionarios del gobierno según un reporte de Reuters. Además, hay que destacar que, como varias de las medidas propuestas requieren una mayoría absoluta, su debate y aprobación podría ser más demorado.

Al momento de este reporte, cabe mencionar que la Corte Laboral Argentina suspendió parte del decreto presentado por Milei - más específicamente, la parte

— “...**Javier Milei** había anunciado desde el inicio de su campaña presidencial que **su periodo en la presidencia iba a estar cargado de medidas drásticas que aliviarían el déficit fiscal de Argentina**, al tiempo que desregularían la economía.”

que incluía la reforma laboral. Esta suspensión se dio como respuesta a una apelación realizada por la Confederación General del Trabajo y luego de varias apelaciones que habían sido enviadas a la Corte, alegando que el decreto era inconstitucional. La administración de Milei afirmó que apelaría dicha medida cautelar, luego de considerar que la Corte Laboral no tenía autoridad sobre el asunto. Aun así, la administración de Milei es consciente de que el decreto tendrá que superar un prolongado proceso legal.

Otra medida relevante recientemente implementada por la administración Milei fue la de levantar los controles para liberalizar el comercio. Esto ocurrió luego de la eliminación de un sistema de importaciones que obligaba a las compañías a obtener una aprobación manual para cada cargamento. El Ministro de Economía Luis Caputo afirmó que el sistema anterior generaba presiones inflacionarias y escasez. Dicha escasez fue citada como una causa para que varios participantes del mercado internacional, como General Motors, suspendieran su producción en Argentina.

Por su parte, uno de los temas centrales del gobierno de Milei para 2024 será la unificación cambiaria, que a su vez implica la remoción de los controles de capital. Esta última se espera que ocurra en un contexto de una devaluación de 2% mensual, y de la urgente necesidad de la economía argentina de acumular reservas para poder pagarle a los tenedores de sus bonos, a sus acreedores derivados del proceso de

nacionalización de YPF, y el FMI. Esta situación también será una constante durante el año, teniendo en cuenta que Milei ha dejado en segundo plano sus intenciones de dolarización, o al menos les ha dado un papel menos protagónico que al principio de su mandato; sin embargo, los analistas del mercado creen que Milei no ha abandonado por completo esa idea, sino que simplemente la está posponiendo.

Por último, y haciéndole seguimiento a las obligaciones pendientes del gobierno argentino, la administración Milei anunció la visita de funcionarios del FMI a Argentina durante la primera semana de enero para reiniciar diálogos, que estuvieron liderados por el jefe de gabinete de Milei, Nicolás Posse, y el Ministro de Economía Caputo. Como un avance positivo, Argentina anunció que había finalizado los detalles de un acuerdo con el FMI sobre el programa de préstamo de USD 44 mil millones para Argentina que, con el desembolso inicial de USD 4.7 mil millones, permitiría al país cumplir con los vencimientos de diciembre, enero y abril que Argentina le adeuda al Fondo, así como con el préstamo puente proporcionado por la Corporación Andina de Fomento - CAF. Se espera que este nuevo programa sea aprobado por el FMI en las próximas semanas, y su siguiente revisión será en mayo. **Vale la pena destacar que el Ministro Caputo afirmó que esta situación no representaba un nuevo acuerdo, sino que el Fondo había expresado su disposición a un nuevo programa de deuda y financiamiento adicional.**

Tasa de Cambio

El peso argentino se mantiene en una situación inestable. Poco después de asumir la presidencia, la administración Milei devaluó bruscamente el peso en 54%, llevándolo de 350 pesos/dólar a casi 800. Este ejercicio llevó a la tasa de cambio oficial a niveles similares al “dólar blue,” la tasa de cambio que los argentinos podrían conseguir en los mercados paralelos. Según el Ministro Caputo, esto era necesario para poder “contener la inflación represada,” restableciendo efectivamente las expectativas de inflación, una movida que será todavía más orientada por el *crawling peg* de 2%, que debilitará la moneda mensualmente. Aunque los rumores de dolarización han cedido, el Ministro Caputo ha afirmado que la idea aún está sobre la mesa, habiendo asegurado recientemente que “...la dolarización y el cierre del Banco Central siguen siendo banderas” de la administración Milei. Como lo mencionamos anteriormente, la idea de una dolarización puede posponerse.

Citigroup recientemente realizó un estudio que comparaba el escenario actual de devaluación de Argentina con otros episodios históricos de devaluación alrededor del mundo, empezando con la devaluación del peso mexicano en 1994. Este estudio incluyó episodios pasados de devaluación en Argentina, específicamente aquellos ocurridos en 2002 y 2015. Vale la pena desta-

car que el nivel actual de reservas internacionales como porcentaje del PIB, que actualmente se ubica en 4.9%, está muy por debajo del promedio de esos episodios de devaluación anteriores, en donde se ubicó cerca del 8.3%. Este nivel de reservas alarmantemente bajo probablemente aumentará este año como consecuencia del reciente acuerdo con el FMI; sin embargo, su crecimiento debería ser más moderado de lo inicialmente esperado.

Este estudio también evaluó el número de días que le tomó a estas devaluaciones alcanzar sus máximos, encontrando un promedio cercano a 150 días y, en el caso de las devaluaciones pasadas de Argentina, cercano a 120 días. Lo anterior, es un promedio de 4 a 5 meses, lo que podría complicarse aún más por el nivel actual de reservas internacionales de Argentina. **La variable clave aquí no es cuánto tiempo le tomará al peso argentino estabilizarse, sino cuánto tiempo podrán soportar los locales los efectos del entorno actual.** El presidente Milei le había dicho al país que un dolor en el corto plazo era necesario para alcanzar ganancias en el largo plazo.

El pueblo argentino parece estar listo para soportar un cierto nivel de dolor en el corto plazo; sin embargo, cuando el sustento está en juego, esperemos que la paciencia de la gente no se agote antes de que se pueda implementar un cambio significativo.

Reservas internacionales de Argentina



Fuente: Bloomberg, BCRA. Datos al 9 de enero de 2024

Renta Fija

En el mercado de renta fija, y en medio de un contexto cambiante, seguimos prefiriendo compañías argentinas que tengan exposición a sectores que puedan beneficiarse de los planes del gobierno actual, tales como el sector petrolero y el agro.

Como lo hemos dicho en ocasiones anteriores, seguimos considerando que Adecoagro (AGRO) podría beneficiarse de un mejor tratamiento impositivo propuesto por el presidente Milei, así como de una tendencia positiva observada en los precios del azúcar. No obstante, la imprevisibilidad del clima argentino durante el verano puede ser un viento en contra para las cosechas de azúcar y es un factor que debemos monitorear. Adicionalmente, la potencial prohibición de importaciones de etanol en India es otro riesgo que debemos tener en cuenta antes de abrir una posición en AGRO, incluso si el bono luce barato en términos de valor relativo.

Con respecto al sector petrolero, seguimos favoreciendo emisores como YPF y Pampa, con miras a aprovechar la explotación de Vaca Muerta que la nueva administración planea llevar a cabo. De otro lado, el hecho de que YPF aumentara sus precios de la gasolina en un 26% para alcanzar los niveles internacionales, al tiempo que desarrolla exitosamente a Vaca Muerta, es una señal positiva para los próximos resultados de la empresa. Por su parte, YPF anunció la recompra de su bono con vencimiento en 2024, al tiempo que regresó a los mercados internacionales emitiendo un bono a siete años, cuyos recursos se destinarán a cubrir la recompra del bono a 2024 y a financiar su plan de inversiones en Vaca Muerta. Al momento de escribir este reporte, la curva de YPF lucía justa; no obstante, el tramo medio de la curva cuenta con unos cupones atractivos que, para un nivel de tolerancia al riesgo apropiado, podrían ser una alternativa de inversión atractiva. Otro factor que

debemos monitorear, específicamente para YPF, es una potencial privatización de la compañía, siendo este uno de los puntos que Milei ha mantenido en su programa de gobierno.

Acciones

Las acciones argentinas lideraron el desempeño de los mercados accionarios en Latam en 2023, con el Global X MSCI Argentina (ARGT) aumentando más del 50% en el año. Para ser justos, este ETF no es una representación exacta del mercado de valores del país, ya que una limitada amplitud de mercado y volumen limita la cantidad de valores de renta variable invertibles en el país. Como resultado, algunas acciones individuales tienen un peso desproporcionado en el ETF.

Revisando algunas de las acciones argentinas más negociadas, se puede afirmar que YPF lideró el grupo, cerrando el año con un aumento de casi 85%.

Sorprendentemente, incluso luego de este movimiento, la acción se mantiene casi 75% por debajo de su máximo histórico. Esperar que la acción vuelva a sus niveles máximos pronto es ambicioso, pero seguimos considerando que todavía hay potencial alcista para YPF en el largo plazo. La compañía es uno de los líderes en la exploración de petróleo y gas en el yacimiento Vaca Muerta en Argentina. De hecho, uno de los principales cambios de política que está siendo promocionado por la administración Milei es la liberalización de varias industrias, particularmente la industria energética argentina. Si se aprueba, esta medida eliminaría restricciones a las exportaciones de petróleo y gas, y permitiría a los productores y refinerías fijar precios de mercado sin intervención del gobierno. Esto les permitiría a compañías como YPF vender sus productos a un precio que está más alineado con los precios globales, y no a los descuentos actuales que anteriormente imponía el gobierno para subsidiar

precios de combustibles artificialmente bajos. Según la empresa, los precios del petróleo en Argentina se negociaban con casi un 50% de descuento con respecto a los precios del Brent a finales del año pasado. Si bien el petróleo de diferentes regiones del mundo se negocia a diferentes precios, un descuento de casi 50% con respecto al referente global del petróleo parece excesivo. Además, como mencionamos anteriormente, el presidente Milei ha hablado sobre la privatización de YPF, una medida que impulsaría significativamente su potencial. Si la nueva administración tiene éxito en desregular el sector energético, este cambio por sí solo podría permitir que la empresa alcance sus objetivos de crecimiento en la producción.

El sector de energía es uno de nuestros favoritos en el país. Aunque YPF pueda ser el principal beneficiario de la postura de la administración Milei sobre esta industria, hay otras compañías que también podrían beneficiarse de un mayor potencial de producción en el yacimiento de Vaca Muerta, incluyendo a Vista Energy. De hecho, Vista es una compañía de producción y exploración de petróleo y gas mexicana. No obstante, la mayoría de su potencial de crecimiento en términos de producción proviene del yacimiento de Vaca Muerta. Liderada por un sólido equipo directivo, la compañía tiene la intención de alejarse de la práctica convencional de perforación vertical, pasando a métodos no-convencionales como la perforación *horizontal shale*, lo que debería reducir los costos de producción y, con el tiempo, posiblemente resultar en un aumento de los márgenes netos.

Los sectores de la economía más orientados hacia los consumidores también deberían beneficiarse de la nueva administración Milei. Incluso si el consumidor argentino pueda enfrentarse a vientos en contra en el corto plazo mientras se implementan las nuevas políticas, es probable que, en el largo plazo, pueda beneficiarse de un ambiente más amigable para hacer negocios. Compañías financieras tales como Banco Macro (BMA) y Grupo Financiero Galicia (GGAL) podrían

aprovechar un posible aumento en el gasto de los consumidores. Como una de las instituciones financieras más grandes en Argentina, Banco Macro

— “**Milei** ha hablado sobre la **privatización de YPF**, una medida que impulsaría significativamente su potencial.”

ofrece tarjetas de crédito y préstamos al consumidor, los cuales podrían experimentar un aumento en la demanda en medio de un entorno macroeconómico más estable. Banco Galicia, parte del Grupo Financiero Galicia, es uno de los bancos privados más grandes del país, que podría beneficiarse de una potencial repatriación de capitales al país, en caso de que la nueva administración pueda estabilizar la economía y aumentar la confianza empresarial.

Otro beneficiario de un potencial aumento en la demanda de los consumidores argentinos sería MercadoLibre (MELI). Gran parte de los ingresos de la compañía provienen de Brasil; sin embargo, Argentina es su segundo mayor mercado, equivalente al 25% de sus ingresos. Altas tasas de crecimiento en sus ingresos, en conjunto con un manejo prudente de los gastos, han llevado a un aumento en la utilidad de MercadoLibre, lo que podría mantenerse por el potencial de expansión que tiene el mercado argentino.

Actualmente, el mercado accionario argentino, medido por el índice S&P Merval, se negocia a valoraciones caras, en el rango de 30x utilidades *forward*. **Incluso si esta valoración luce extendida en el corto plazo, los retrocesos en este mercado podrían crear**

oportunidades atractivas para inversionistas con un horizonte de inversión de largo plazo y una alta tolerancia al riesgo.

México: Cosechando los beneficios del *nearshoring*

Entorno Macroeconómico

La economía mexicana ha sido resiliente y exhibió algunos signos de recuperación luego de haber tenido un retroceso durante los primeros meses de 2023: según su indicador de actividad, el IGAE, la economía mexicana creció 4.24% a/a en octubre, principalmente impulsada por el sector de construcción, lo que contrasta con el retroceso observado en minería, como consecuencia del menor impulso del sector de petróleo y gas. Esta tendencia de resiliencia también se observó en la última lectura trimestral del PIB, que se mantuvo relativamente estable alrededor de 3%. Para el último trimestre de 2023, los economistas esperan que México exhiba un leve retroceso en su crecimiento; sin embargo, la brecha de producto debería permanecer en terreno positivo lo que, a su vez, podría ser un problema para Banxico, el Banco Central mexicano.

En términos de inflación, la lectura de diciembre exhibió un descenso más gradual de los precios con cierta rigidez consecuencia de los descuentos de fin de año y la eliminación de los subsidios a la electricidad al final del verano; no obstante, la inflación básica retomó su tendencia bajista luego de haber alcanzado un máximo de este ciclo en la primera mitad de noviembre. Banxico consideró como positivo el descenso de la inflación básica durante su última reunión de política monetaria, en la que la Junta decidió, de manera unánime, mantener su tasa de política monetaria estable. Durante esa reunión, Banxico enfatizó que esperaba que el proceso desinflacionario continuara

a un ritmo más gradual, estimando una convergencia de la inflación a la meta en 2T25; adicionalmente, incluso si el comunicado de prensa afirmó que se podría esperar estabilidad en la tasa durante algún tiempo, las noticias positivas provenientes desde el frente inflacionario ya tienen a algunos analistas del mercado descontando un primer recorte de tasa de Banxico en 1T24. Sin embargo, las últimas minutas exhibieron una Junta más inclinada hacia la estabilidad de tasas, en línea con el *forward guidance* presentado durante la reunión de política monetaria. A pesar de ello, un miembro de la Junta afirmó que existían condiciones para comenzar a discutir la posibilidad de recortes de tasa en las próximas reuniones, citando como su principal argumento la reducción observada en la inflación.

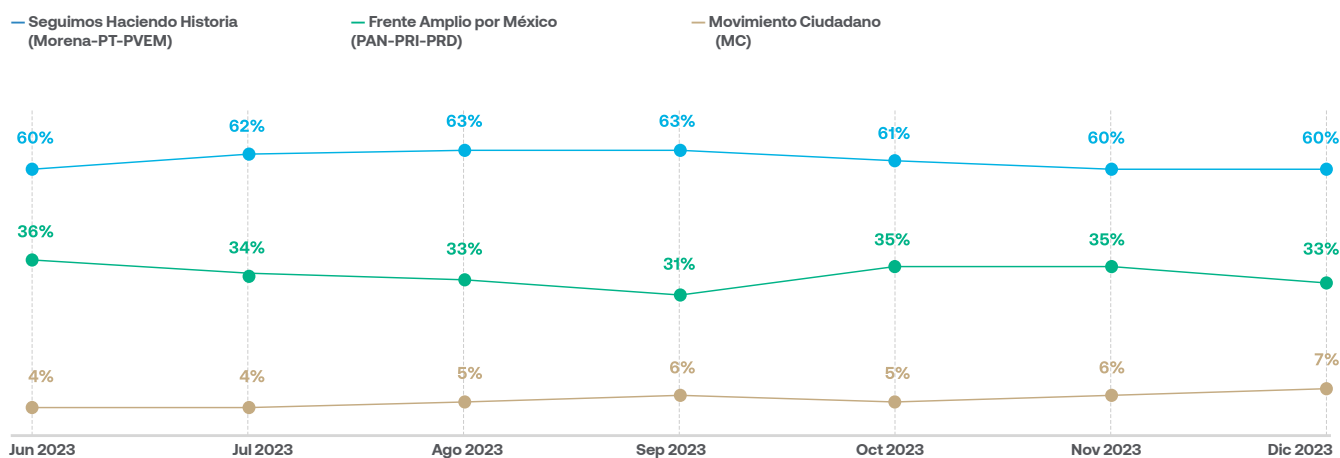
Actualización Política

México es uno de los tantos países que tendrá elecciones este año, compartiendo el protagonismo del continente con Estados Unidos y, en menor medida, con El Salvador, Panamá, y Venezuela, entre otros.

De una forma no tan usual, la carrera presidencial empezó antes que en ocasiones anteriores, con las dos candidatas principales – Claudia Sheinbaum de Morena, y Xóchitl Gálvez, quien representa a los partidos de oposición agrupados en la coalición Frente Amplio por México – habiendo registrado sus candidaturas en septiembre del año pasado.

Según las últimas encuestas disponibles al momento de escribir este reporte, la ventaja que Sheinbaum tiene sobre Gálvez todavía está presente, con una tercera opción – un candidato que aún debía ser definido por el partido Movimiento Ciudadano, ya que Samuel García retiró su candidatura – estando muy rezagada.

Sheinbaum se consolida como la candidata principal para las elecciones de junio



Fuente: Americas Society/Council of the Americas - Oraculus.
 Datos al 14 de diciembre de 2023

La mayoría de analistas sigue descontando una victoria de Sheinbaum, principalmente por la popularidad de AMLO y, según el Economist Intelligence Unit – EIU –, por la incapacidad de la oposición de presentar alternativas de política claras. Además, cabe anotar que Morena actualmente controla dos tercios de los gobiernos regionales luego de las elecciones locales de junio de 2023, lo que a su vez es favorable para una victoria de Sheinbaum en las presidenciales de este año.

En este contexto, vale la pena destacar que la administración de AMLO no ha estado exenta de controversias, donde su intento de eliminar la financiación para el Instituto Nacional Electoral – INE –, y su intento de modificar la política de seguridad del país se destacan como los más controversiales. En lo que respecta al INE, la Corte Suprema derogó parcialmente la ley que intentaba reducir su financiación, pero este intento de reformar el INE fue considerado perjudicial para la democracia mexicana. La desfinanciación del INE

— “La economía mexicana ha sido resiliente y exhibió algunos signos de recuperación luego de haber tenido un retroceso durante los primeros meses de 2023”

también se dio en medio de un intento por parte de AMLO de cerrar el Instituto Nacional de Transparencia, Acceso a la Información y Protección de Datos Personales, o INAI, en abril del año pasado.

Adicionalmente, cabe resaltar que AMLO ha estado aumentando el gasto del gobierno durante su último año como presidente, alcanzando así los niveles más altos de déficit fiscal desde 1988 al aumentar el monto presupuestado para los programas de gasto social.

Este gasto observado es un cambio radical de la postura usualmente más austera de la administración. Estos cambios al gasto también incluyeron triplicar el monto para la deuda externa, así como apoyo adicional para Pemex, que fue incluido en el presupuesto de 2024. El aumento en la deuda externa se materializó iniciando 2024, con México siendo el primer mercado emergente en emitir deuda denominada en dólares, con el objetivo de obtener recursos para financiar aquellos programas de gasto que necesitaran financiamiento.

Tasa de cambio

El peso mexicano probablemente se verá afectado por dos variables importantes este año: el panorama macroeconómico en Estados Unidos y el comportamiento de las tasas de interés en el ámbito local. La economía estadounidense ha demostrado ser más resiliente de lo que se había previsto. La inflación sigue descendiendo, mientras que el mercado laboral se mantiene sólido, lo que aumenta las probabilidades de que el elusivo “aterrizaje suave” sea una realidad. Incluso si alcanzar un aterrizaje suave es una posibilidad, consideramos que este escenario ideal no es el más probable. La posibilidad de una recesión, de una forma u otra, se mantiene sobre la mesa. Al mismo tiempo, los fuertes lazos comerciales entre México y Estados Unidos se han fortalecido aún más con el inicio del *nearshoring*. Las exportaciones mexicanas a Estados Unidos constituyen aproximadamente un 15% de las importaciones estadounidenses, por encima de China, que se ubica cerca del 13%. De hecho, según datos de la Reserva Federal de Dallas, México se convirtió en el mayor socio comercial de Estados Unidos a principios de 2023, por encima tanto de China como de Canadá. Sin duda, el desempeño económico y la demanda de su vecino del norte tendrán un impacto en el peso mexicano.

Quizás más importante para el peso serán las decisiones de política monetaria de Banxico, específicamente

el ritmo y la dirección que establezca para las tasas de interés locales. Durante el último año, la política monetaria conservadora de Banxico llevó al peso a destacarse en la región. Con uno de los perfiles de *carry trade* más favorables de América Latina, el peso registró un rendimiento cercano al 15% en 2023 en términos spot, convirtiéndolo en una de las monedas de mejor desempeño en la región. Aunque es probable que se produzcan recortes de tasa en 2024, la postura balanceada, incluso *hawkish*, de Banxico con respecto a la dirección de las tasas de interés podría implicar que los recortes no ocurran en el primer trimestre, como espera el mercado, y que estos podrían ocurrir de forma más quirúrgica o “cuando sea necesario.”

No nos sorprenderíamos si el gran desempeño del peso mexicano en 2023 devolviera algunas de sus ganancias en la medida que las tasas de interés bajen durante el año. No obstante, e independientemente de la dirección de las tasas o las perspectivas para la economía de Estados Unidos, creemos que el peso mexicano no será tan volátil como lo fue en años anteriores. La creciente estabilidad de la economía

— “Esto no significa que el peso vaya a ser inmune a fluctuaciones periódicas de precios, simplemente significa que, en el largo plazo, es probable que sea menos volátil que en años anteriores.”

mexicana, en conjunto con un aumento en la inversión extranjera directa entrante al país como consecuencia del *nearshoring*, así como un Banco Central relativamente conservador, deberían restarle volatilidad a la

moneda. **Esto no significa que el peso vaya a ser inmune a fluctuaciones periódicas de precios, simplemente significa que, en el largo plazo, es probable que sea menos volátil que en años anteriores.**

Renta Fija

Tal y como se mencionó anteriormente, México fue el primer mercado emergente en acudir a los mercados en 2024 con una emisión denominada en dólares de tres diferentes tramos que fue bien recibida por los inversionistas. Los tres tramos exhibieron diferencias atractivos con respecto a sus Tesoros de referencia, y la emisión estuvo sobredemandada.

Al buscar oportunidades desde la perspectiva de la deuda corporativa, hemos favorecido tener exposición a emisores que puedan beneficiarse del *nearshoring* que está floreciendo en México, así como otras compañías que consideramos cuentan con balances sólidos y métricas de crédito sanas.

Como vehículos para aprovechar el fenómeno del *nearshoring* hemos favorecido a Cemex, Fibra Uno, y Banorte. Cemex, como proveedor de materiales, se ha beneficiado del boom de construcción que México ha experimentado; Fibra Uno como un vehículo para invertir en el sector inmobiliario mexicano, en medio de una mayor demanda por bienes raíces por parte de compañías internacionales que invierten en México, y Banorte como una de las principales instituciones financieras que está interesada en invertir en la parte norte del país - donde se proyecta la mayor expansión del *nearshoring*. De otro lado, otro emisor que hemos favorecido y cuyos fundamentales siguen siendo sólidos, incluso en medio de condiciones macroeconómicas más retadoras, es Grupo Bimbo. Para el 3T23, la compañía reportó cifras operacionales sólidas en México, pero estas fueron compensadas por una caída de sus ventas regionales; sin embargo, la compañía pudo mantener su tendencia de mejora tanto

en sus ventas netas como en su margen EBITDA. Aquí vale la pena destacar que Grupo Bimbo recientemente emitió dos nuevas series de deuda denominada en dólares: una reapertura de su bono con vencimiento en 2029, y una nueva referencia a 12 años. Esta emisión fue bien recibida con una sobredemanda de 5.8x. Nosotros hemos preferido el bono con vencimiento en 2044; no obstante, es relevante monitorear las nuevas referencias de menor duración que podrían ofrecer un cupón más atractivo y que lucen justas cuando se comparan con su curva de regresión correspondiente.

Acciones

La renta variable mexicana tuvo un buen desempeño en 2023, con el iShares MSCI Mexico ETF (EWW) aumentando un 39% en el año. Gran parte de estas ganancias se puede atribuir al fenómeno de *nearshoring* y a la creciente estabilidad de la economía mexicana, ya que los sectores de consumo básico, financiero, materiales e industrial lideraron en términos de retornos. La reestructuración de la cadena de suministro, las tensiones geopolíticas en Asia, y políticas amigables entre Estados Unidos y México están llevando a un aumento en la inversión extranjera directa en el país. Como lo hemos mencionado en reportes anteriores, seguimos creyendo que, dada su proximidad geográfica a Estados Unidos, México debería ser el mayor beneficiario del *nearshoring* en América Latina. Tanto la calidad como la cantidad de exportaciones de México a Estados Unidos sigue aumentando. Como lo mencionamos anteriormente, la participación de las importaciones globales de Estados Unidos continúa aumentando a favor de México. Al mismo tiempo, aproximadamente dos tercios de las exportaciones de México a Estados Unidos ahora consisten de productos orientados hacia la tecnología, que aumentan valor y que requieren una mano de obra altamente calificada, tales como equipos de transporte, productos electrónicos, electrodomésticos, y componentes de equipos eléctricos. Esto ha

implicado un distanciamiento de las exportaciones de agricultura y materias primas que habían dominado el comercio en el pasado.

Consideramos que las compañías asociadas con los beneficios del *nearshoring* probablemente seguirán exhibiendo ganancias en 2024. A pesar de su sólido desempeño el año pasado, a la hora de escribir este reporte, el índice bursátil mexicano Mexbol cotizaba cerca de 15x utilidades *forward*. Esto representa una prima en comparación con otros pares en la región, pero se sitúa cerca del promedio de su rango de valoración y por debajo del S&P 500, que cotizaba cerca de 22x utilidades *forward*.

Adicionalmente, una reducción en la tasa de interés, que se espera durante el año, debería beneficiar al mercado accionario mexicano. Un mayor gasto de los consumidores, producto de menores tasas de interés y los continuos efectos del *nearshoring*, podría impulsar aún más al alza los sectores de bienes de consumo y las industrias discrecionales, lo que beneficiaría a compañías como Walmart de México, Kimberly Clark de México, y Fomento Económico Mexicano. Al mismo tiempo, menores tasas de interés y un aumento en el *nearshoring* también podrían beneficiar a compañías del sector de materiales e industrial, que potencialmente podrían tener un acceso más barato al capital. Compañías como Cemex podrían estar bien posicionadas para beneficiarse tanto de tasas más bajas como de una mayor actividad de construcción. Adicionalmente, compañías financieras como Grupo Banorte podrían seguir cosechando las ganancias asociadas con el *nearshoring* mientras la compañía sigue expandiendo su presencia en el norte de México.

Un enfoque diversificado para invertir en el mercado de acciones mexicano probablemente resultará ser la mejor manera de obtener una exposición ajustada al riesgo en este mercado prometedor en el largo plazo.

India: no es la próxima China, pero sigue siendo grandiosa

India se está consolidando como un país destacado en la economía global, destacándose como la economía principal de mayor crecimiento del mundo. Su reciente crecimiento del 7.6% del PIB a/a es una prueba de esto, aunque su progreso se enfrenta a desafíos. A pesar de las limitaciones fiscales y la rigidez del mercado laboral, los cuales pueden impedir que alcance el crecimiento de algunos países del este asiático, la trayectoria del crecimiento de la India sigue siendo impresionante y ofrece una oportunidad atractiva para los inversionistas que buscan alternativas a China. La economía de la India, de casi USD 4tn, está creciendo rápidamente, con una proyección de tasas de crecimiento real del 6-7% anual. Esta tasa de crecimiento supera a muchos de sus pares de mercados emergentes, pero no alcanza la tasa de crecimiento potencial total de la India del 8-9%. El modelo de desarrollo de la India difiere significativamente de las economías del este asiático como los “tigres” (Hong Kong, Singapur, Corea del Sur, Taiwán), los “tigres menores” (Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia), y China. India depende más de los servicios y menos de actividades intensivas de recursos como China, por lo que no debería replicar el impacto de esta última en el crecimiento global. Sin embargo, esto no afecta negativamente las perspectivas para los activos indios, que se espera que sigan exhibiendo resultados superiores. El aumento del interés de inversionistas locales y occidentales en diversificarse fuera de China podría impulsar a las acciones indias.

Al revisar oportunidades específicas de inversión en India, tanto los bonos como las acciones lucen atractivos, incluso si la rupia india pueda presentar un menor potencial de apreciación, dada la inflación relativamente alta del país y los déficits externos. No obstante, India todavía se enfrenta a múltiples retos. La inversión del

sector privado sigue siendo moderada y existe un desafío importante para crear suficientes empleos para su creciente población en edad de trabajar. Además, la dependencia de India de las importaciones

de energía la hace susceptible a las crisis externas. Por último, las valoraciones actuales del MSCI India son altas, de casi 22x, lo que supone 1.4 desviaciones estándar por encima de su media de 10 años. ■

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) <https://www.sipc.org/>. 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 Prestadores de Servicios Financieros 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.