



Afrontando una tormenta política en América Latina



Melissa Ochoa Cárdenas
Estratega de Inversión



Mauricio Viaud
Estratega de Inversión *Senior*
y Manager de Portafolio



Afrontando una tormenta política en América Latina

México y Brasil, dos de las mayores economías de Latinoamérica, también fueron las favoritas de los inversionistas en mercados emergentes durante gran parte de 2023. Ambos países vieron cómo se apreciaban sus activos y monedas, incluso cuando empezaron a surgir algunas inquietudes políticas. En contraste, 2024 ha sido un año de un desempeño más débil para ambos países, en medio de crecientes preocupaciones con respecto a sus perspectivas fiscales, así como el impacto del papel de sus gobiernos en sus economías. Por lo tanto, nos pareció oportuno evaluar la situación a profundidad, analizando las consecuencias para ambos mercados y cómo podrían comportarse los activos mexicanos y brasileños una vez haya pasado la tormenta fiscal.

Brasil

Cuando el presidente de Brasil, Luiz Inácio Lula da Silva, dio inicio a su mandato en 2023, los mercados consi-

deraron inicialmente que estaban entrando a terreno conocido, dado que era la tercera vez que Lula iba a estar al mando del país. Sin embargo, el más reciente periodo de Lula no ha estado exento de imprevistos, y los últimos sucesos fiscales, en conjunto con un entorno macroeconómico más retador, lo demuestran.

El tercer mandato presidencial de Lula ha mantenido un nivel de gasto elevado con un enfoque en diferentes subsidios, en medio de una mayor intervención en entidades estatales como Petrobras, hasta el punto de cambiar a las directivas de la compañía por una política de dividendos extraordinarios que, inicialmente, no estaba alineada con los deseos de Lula.

Aquí vale la pena resaltar que el deterioro de las finanzas públicas del país ha llevado al Ministro de Hacienda, Fernando Hadad, a presentar medidas fiscales con el propósito de prevenir un aumento en la deuda pública del país. Esto ocurre en medio de un aumento sostenido del déficit fiscal que alcanzó niveles de 9.57% del PIB en mayo, siendo este el mayor déficit desde mediados de 2016. Además, el balance primario de Brasil ha mostrado un deterioro desde el superávit observado a cierre de 2023 a un déficit de 2.53% del PIB en mayo.

Este retroceso ha estado influenciado por factores puntuales, tales como el aumento observado en el gasto para cubrir los *precatórios* y los gastos de emergencia por las inundaciones en el estado de Rio Grande do Sul, así como por la caída observada en la inflación. En conjunto, las últimas cifras publicadas por el banco central exhibieron un mayor déficit que el esperado por el mercado (BRL 21.3bn), junto con un aumento en el *stock* de deuda bruta del gobierno al 78.5% del PIB. Dichas cifras respaldan una política fiscal procíclica y laxa, junto con un gobierno que ha mostrado pocas intenciones de controlar el gasto, lo que a su vez debilita la credibilidad fiscal de Brasil.

Según el proyecto de presupuesto para 2025 presentado el 30 de agosto, el gasto de Brasil aumentará BRL 132.2bn, impulsado principalmente por mayores beneficios de seguridad social y gastos del sector público, que consumirían prácticamente todo el espacio disponible para nuevo gasto el próximo año. En el frente de los ingresos, el gobierno espera recaudar BRL 168.2bn por medio de impuestos y medidas administrativas; no obstante, dichas medidas requieren aprobación del Congreso, lo que en este momento parece complejo.

Adicionalmente, esta situación fiscal ha ganado tanta importancia que el comité de política monetaria de Brasil, el COPOM, ha expresado en varias ocasiones que una política fiscal creíble que está comprometida con la sostenibilidad de la deuda, que contribuye al anclaje de las expectativas de inflación, y que directamente afecta el comportamiento de la prima de riesgo de los diferentes activos, impactará también a la política monetaria. Las expectativas actuales del mercado están incorporando la posibilidad de que haya aumentos en la tasa en los próximos meses, si se tienen en cuenta los niveles actuales de la curva de *swaps* de tasa de interés.

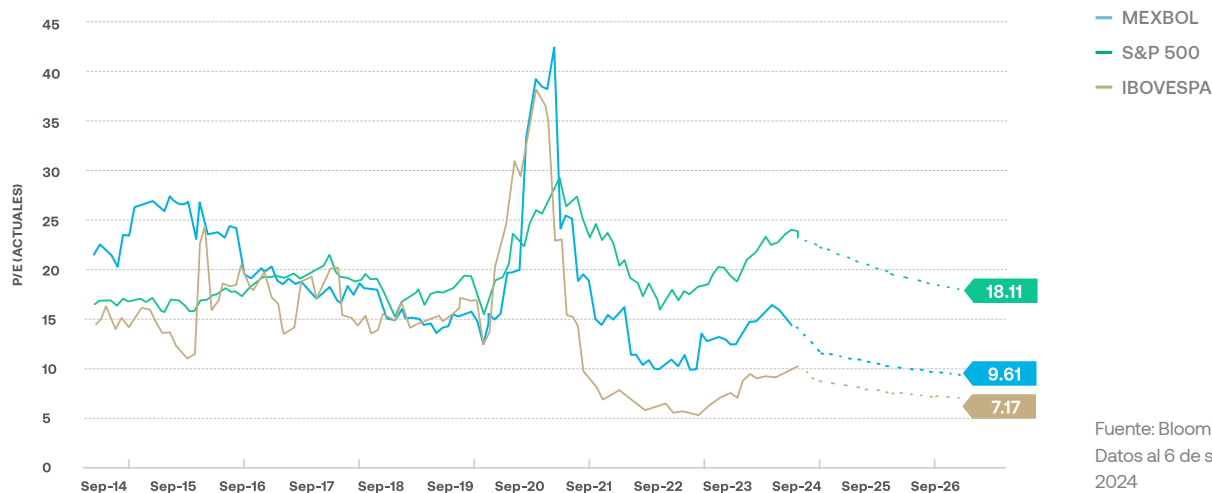
La situación fiscal inestable también le ha causado problemas a la moneda brasileña. El real brasileño ha estado en una depreciación constante durante la

— “Las expectativas actuales del mercado están incorporando la posibilidad de que haya aumentos en la tasa en los próximos meses, si se tienen en cuenta los niveles actuales de la curva de *swaps* de tasa de interés.”

mayor parte de 2024, habiendo perdido aproximadamente el 12% de su valor en el año. De hecho, la moneda sigue siendo una de las más débiles de América Latina, solo superada por el peso argentino y el peso mexicano. La mayor parte de esta debilidad puede explicarse por dos factores: la incertidumbre tanto de la política fiscal como de la política monetaria. Ya hemos hablado anteriormente de la política fiscal del país, sin embargo, la política monetaria sigue siendo otra pieza importante del rompecabezas. La inflación sigue siendo un objetivo esquivo para el banco central de Brasil, como lo demuestra la tendencia a la baja de esta variable a principios de año, que estuvo seguida por un aumento de las expectativas de inflación para el resto de 2024 y 2025. Al mismo tiempo, la economía parece estar ganando dinamismo. Las últimas cifras del PIB mostraron que la economía de Brasil creció 1.4% t/t en el segundo trimestre del año, lo que implica que la economía podría expandirse hasta 3% en 2024. Esto podría considerarse una buena noticia, ya que gran parte del crecimiento parece estar impulsado por una mayor demanda de los consumidores. Sin embargo, esta dinámica también dificulta el trabajo del banco central, ya que podría tener que revertir su política de flexibilización monetaria y adoptar una política monetaria contractiva para frenar la inflación. De hecho, los

Valoración relativa de los mercados accionarios de México, Estados Unidos y Brasil

Múltiplo de P/E en un periodo de 10 años, incluyendo estimaciones *forward*.



Fuente: Bloomberg, Insigneo.
Datos al 6 de septiembre de 2024

mercados están descontando una subida de 25pbs en la tasa Selic en la próxima reunión del banco central. En teoría, un aumento de la Selic sería bueno para el real, sin embargo, un cambio en la política monetaria podría conllevar a una mayor incertidumbre, aumentando la volatilidad de la moneda.

En el frente de la renta fija, y según el índice de renta fija creado por Bloomberg, la deuda brasileña denominada en dólares ha exhibido un retorno positivo en lo corrido del año, aunque este ha sido inferior al exhibido por el índice comparable de mercados emergentes. Aun así, todos los nodos de la curva soberana en dólares han exhibido valorizaciones, donde los movimientos más pronunciados han sido los del tramo medio y largo. Por su parte, los bonos en moneda local han presentado aumentos en sus rendimientos durante el último mes, en conjunto con un *bear flattening* de la curva soberana, en lo que podría interpretarse como la visión del mercado con respecto a un potencial cambio de rumbo del COPOM.

Con respecto a los emisores de deuda brasileños, seguimos favoreciendo aquellos cuyas historias

fundamentales sean sólidas y que hagan parte de sectores cruciales para la economía brasileña, como CSN, Gerdau, y Banco do Brasil. Con respecto a Petrobras, seguimos monitoreando la intervención gubernamental en las políticas de dividendos de la compañía que podrían potencialmente debilitar su posición de caja, así como su política de capex, en medio de un entorno más retador para los precios del petróleo.

Los mercados de renta variable brasileños, en nuestra opinión, podrían ser una inversión atractiva a largo plazo para los inversionistas con una alta tolerancia al riesgo. Las expectativas iniciales del mercado eran que el banco central del país continuara con su proceso de flexibilización monetaria. Sin embargo, la postura más prudente del banco sobre las tasas está siendo digerida por los mercados, lo que ha presionado los precios de las acciones a la baja. Como se puede observar en el gráfico, el índice IBOVESPA de Brasil cotiza actualmente a un múltiplo P/E *forward* de 7.2 veces, un descuento en relación con sus pares globales y regionales. Desde una perspectiva histórica, las acciones brasileñas continúan cotizando cerca de

mínimos de 10 años. La incertidumbre política y fiscal ha sido un viento en contra para Brasil, ya que el mercado no tiene certeza sobre qué cambios podría imponer la administración Lula y qué forma podría tomar la política fiscal.

Teniendo esto en cuenta, nos inclinamos por las acciones de los sectores financiero e industrial. Las empresas financieras como Banco Itaú, Banco Bradesco y NU Holdings, que opera como NU Bank, podrían beneficiarse del aumento del consumo interno, lo que llevaría a una mayor necesidad de servicios bancarios. Al mismo tiempo, es probable que una empresa industrial como Embraer siga beneficiándose del aumento del gasto mundial en defensa, estando impulsada por la competitividad tecnológica de Brasil en la región latinoamericana. Creemos que el mercado de renta variable brasileño, con el tiempo, debería subir desde su mínimo de valoración casi histórico. Sin embargo, es importante considerar que las acciones individuales mencionadas aquí pueden presentar altos grados de volatilidad y son más adecuadas para los inversionistas con un largo plazo de inversión y una alta tolerancia al riesgo.

México

México se ha enfrentado a varios retos en 2024, en medio de un entorno macroeconómico que se ha venido deteriorando, y la transición presidencial que debería llegar a su fin el primero de octubre cuando la presidenta electa, Claudia Sheinbaum, reciba el mando presidencial de Andrés Manuel López Obrador – AMLO.

Atípicamente, AMLO no ha sido el clásico “pato cojo” o “*lame duck*”, como se le conoce en inglés – un líder que todavía está en su cargo, pero que tiene poco poder porque está llegando al final de su mandato –, sino que ha asumido la tarea de aprovechar al máximo su último mes en la presidencia. Esto ha sido visible durante la primera semana de septiembre, cuando la

recién nombrada cámara baja del Congreso aprobó el texto completo de la reforma judicial de AMLO que, entre otras cosas, busca elegir a los jueces federales por voto popular.

— “**..la aprobación de la reforma judicial ha aumentado la volatilidad de un entorno de inversión que ya era inestable, al punto de que el embajador de Estados Unidos en México, Ken Salazar, afirmó que esta propuesta debilitaría el estado de derecho del país al tiempo que alejaría a los inversionistas que necesitan certeza.**”

El Senado también aprobó dicha reforma con el apoyo de un senador de la oposición, y los analistas del mercado están descontando que las 18 reformas restantes que AMLO había presentado al Congreso inicialmente en febrero serán aprobadas, gracias a la coincidencia de su último mes en el cargo y la elección del nuevo Congreso, en donde su partido tiene mayoría calificada en ambas cámaras. Vale la pena resaltar que la aprobación de la reforma judicial ha aumentado la volatilidad de un entorno de inversión que ya era inestable, al punto de que el embajador de Estados Unidos en México, Ken Salazar, afirmó que esta propuesta debilitaría el estado de derecho del país al tiempo que alejaría a los inversionistas que necesitan certeza. Adicionalmente, la presidenta electa Sheinbaum hereda una economía con un déficit fiscal en aumento, una actividad económica débil, y un rebote en la inflación que plantean riesgos a su proceso de relajación monetaria.

Si nos enfocamos en la perspectiva fiscal, se resalta que los inversionistas tienen su atención centrada en la presentación del presupuesto de 2025 que se llevará a cabo en noviembre. Aparte de monitorear si Pemex mantendrá su lugar en el presupuesto de 2025, los participantes de mercado estarán enfocados en las propuestas que presentará la administración Sheinbaum para alcanzar la consolidación fiscal, considerando que AMLO encargó a Sheinbaum de “continuar con la transformación” y terminar los proyectos pendientes de su administración, así como que una parte importante del déficit fiscal actual surge del gasto excesivo realizado en el periodo previo a las elecciones presidenciales. El hecho de que Banxico haya unido su voz a la de los participantes del mercado, que ya recortaron su proyección de PIB para la economía mexicana en 2025, complica el ajuste fiscal tan necesario del próximo año.

El peso mexicano no ha sido inmune a la cambiante situación política. El “súper peso” ha demostrado ser una de las monedas más fuertes del mundo en los últimos años. Lamentablemente, el súper peso parece haber perdido sus superpoderes en los últimos meses. Dos variables fueron responsables de la mayor parte de la fortaleza del peso en 2023 y 2024: las perspectivas económicas de Estados Unidos y la dirección de las tasas de interés en México. Sin embargo, las cosas han cambiado significativamente desde el verano. En primer lugar, y lo más importante, las elecciones de junio enviaron al peso a una nueva tendencia con mucha volatilidad. La estabilidad que brindó el aumento de la inversión extranjera directa debido al *nearshoring* se agotó rápidamente, dando paso a una depreciación que culminó con una pérdida de valor de casi 20% desde principios de junio. Los inversionistas esperaban que la volatilidad disminuyera a medida que se obtuviera más claridad en torno al nuevo gobierno. Desafortunadamente, la volatilidad no ha hecho más que aumentar, ya que el partido de gobierno intenta aprobar reformas radicales que siguen erosionando la confianza de los inversionistas. Al mismo tiempo, los beneficios

de los estrechos lazos comerciales de México con Estados Unidos podrían estar comenzando a convertirse en un obstáculo, ya que la economía de este último parece estar desacelerando. El peso tiene el potencial de estabilizarse con el tiempo; sin embargo, mientras continúe la incertidumbre política y fiscal, la volatilidad seguirá afectando a la moneda.

— “Desafortunadamente, la incertidumbre política hará que la **volatilidad sea la fuerza predominante** en el mercado accionario del país en el futuro cercano.”

El mercado de renta fija mexicana también ha experimentado volatilidad en 2024: en lo corrido del año, la deuda mexicana denominada en dólares, según el índice de renta fija creado por Bloomberg, exhibe un retorno negativo, con su retroceso más marcado ocurriendo justo alrededor de las elecciones presidenciales. Si nos enfocamos en la curva soberana denominada en dólares, vale la pena destacar la valorización observada en todos los nodos durante el último mes, con la curva exhibiendo un *bull steepening* más pronunciado. En el frente corporativo, e incluso si somos conscientes de los riesgos a los que se enfrenta la tesis del *nearshoring*, también mantenemos una perspectiva constructiva sobre las empresas que podrían beneficiarse de dicho fenómeno en el largo plazo, por lo que favorecemos compañías como Banorte, Fibra Uno, y Cemex.

Los mercados bursátiles mexicanos tampoco se han librado de la cambiante situación política. La renta variable mexicana tuvo un año sólido en 2023, con el ETF iShares MSCI Mexico (EWW) subiendo un 39% en el año. A esto le siguió un retroceso natural a principios de 2024, lo que dejó al ETF un 4% más abajo en el año a finales de mayo. Sin embargo, los resultados de las elecciones de junio generaron una caída estrepitosa, cercana al 20%, en los tres meses siguientes. Una gran parte de las ganancias del año pasado podrían atribuirse al fenómeno del *nearshoring* y al aumento de la estabilidad en la economía mexicana. Aunque es probable que el *nearshoring* continúe en el largo plazo, una desaceleración de la economía estadounidense podría ralentizar la actividad a corto plazo. La mayor incógnita es la estabilidad de la economía mexicana. Aunque la desaceleración de la economía de su vecino del norte tendría un claro impacto en México, los fundamentales del país siguen siendo sólidos. No obstante, la incertidumbre provocada por un entorno político cambiante está erosionando la confianza de los inversionistas en las instituciones del país, lo que trae consigo un nivel adicional de volatilidad y riesgo.

En un artículo publicado después de los resultados de las elecciones de junio, afirmamos: “Es probable que la volatilidad se mantenga elevada y que el mercado tenga una tendencia a la baja en el corto plazo. Sin embargo, en igualdad de condiciones, la fortaleza subyacente del mercado de valores mexicano debería permanecer presente, siempre y cuando la nueva

administración continúe con las políticas de la administración anterior... No obstante, esto depende de que la nueva administración no agite el barco, lo que, en este momento, todavía está por verse”. Aunque creemos que los fundamentales subyacentes del mercado de renta variable mexicano siguen siendo sólidos, la política del país ciertamente está agitando el barco y, lamentablemente, podría erosionar esta fortaleza. Empresas como Cemex, Grupo Financiero Banorte, Walmart de México y Fomento Económico Mexicano son buenas empresas con fundamentales sólidos y valoraciones atractivas. Desafortunadamente, la incertidumbre política hará que la volatilidad sea la fuerza predominante en el mercado accionario del país en el futuro cercano.

Como es evidente tanto en el caso de Brasil como en el de México, las políticas fiscales impredecibles añaden un alto grado de incertidumbre tanto a las monedas como a los mercados financieros de un país. Dicho esto, la previsibilidad fiscal es un lujo que no siempre está presente en muchas economías emergentes, por lo que naturalmente se podría esperar cierta volatilidad en estos mercados. Sin embargo, si añadimos el espectro de la incertidumbre política al panorama, la volatilidad se dispara. La confianza de los inversionistas en las políticas fiscales y monetarias de un país es muy importante para sus mercados, y los casos de Brasil y México ponen de manifiesto la importancia de estos dos elementos dentro de una perspectiva de asignación de activos. ■

Análisis por clases de Activos

	TÁCTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
Asignación Global de Activos		
Renta Variable	SUBPONDERAR	NEUTRAL
Renta Fija	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Efectivo	SOBREPONDERAR	SUBPONDERAR
Segmentación Regional		
Renta Variable EE.UU. ¹	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable Europea	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable Japonesa	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable Mercados Emergentes	SUBPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable China	NEUTRAL	NEUTRAL
Bonos del Tesoro EE.UU. ²	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Grado de Inversión	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Fija <i>High Yield</i>	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Fija Soberana Emergente	NEUTRAL	NEUTRAL
Dólar americano	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Energía ³	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Metales Preciosos	NEUTRAL	SOBREPONDERAR

¹ Relativo a acciones globales en USD

² Relativo a mercados globales de renta fija en USD

³ Relativo al sector de materias primas

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 Asesor Internacional S.A, Insigneo Gestor Internacional S.A, 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 nine 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.