

ENERO

PERSPECTIVAS 2024

Aterrizaje blando y cambio de política monetaria en mercados desarrollados

CONTENIDO

- 01** Estrategia global
- 02** Perspectivas macro y riesgos
- 03** Renta variable global
- 04** Renta fija global
- 05** Materias primas
- 06** Activos alternativos - Inmobiliarios
- 07** Análisis por país
 - México
 - Chile
 - Colombia
 - Perú
 - Uruguay

Ingresa a la sección PERSPECTIVAS de nuestro sitio web y entérate de los análisis de mercado más recientes.

www.sura-im.com/perspectivas

01 ESTRATEGIA GLOBAL

2023 estuvo marcado por la postergación de la recesión y los vaivenes en tasas

Culmina un año en el cual, a pesar de los altibajos, los mercados presentaron buenos rendimientos, impulsados durante la primera mitad por la falta de materialización de la anticipada recesión en EE. UU., el buen desempeño del sector tecnológico y, sobre el final del año, por el marcado cambio en el discurso de la Reserva Federal que, apoyado en la mejora de la inflación, permitió una importante corrección a la baja en las tasas de mercado. En línea con este último punto, esperamos, de cara al 2024, que el proceso desinflacionario a nivel global continúe junto a una normalización de la actividad y la política monetaria en las principales economías del mundo. Sin perjuicio de esto, destacamos que los riesgos de recesión, aunque disminuidos, se mantienen vigentes.

En este contexto, el buen desempeño de los principales índices de renta variable implica que, en las economías desarrolladas, los mercados comienzan el año con valorizaciones que no presentan mayores oportunidades (especialmente en el caso de Estados Unidos), lo cual, dadas las perspectivas económicas, se suma a expectativas conservadoras en materia de crecimiento de utilidades. Como contrapartida, las proyecciones en materia de tasas podrían continuar alimentando el apetito por riesgo. En las plazas emergentes, que durante el 2023 presentaron un desempeño dispar, con un rendimiento estelar de los activos latinoamericanos y comportamiento mixto en Asia ex. Japón, las valorizaciones son más

atractivas, pero persisten los riesgos con relación a la economía china, cuya reapertura no tuvo el dinamismo esperado por el consenso de mercado. En línea con lo anterior, mantenemos la neutralidad, tanto en la renta variable como clase de activo, como en nuestra selectividad al interior de la categoría, sin marcar preferencias por ninguna región en particular.

En lo que respecta a la renta fija, activo en el que nos mantenemos neutrales, el relajamiento en las comunicaciones de la Reserva Federal, que puso en discusión la idea de recortes en tasa incorporando los mismos a sus proyecciones para el año entrante, implica un panorama optimista para el 2024, donde la materialización del cambio en política monetaria significaría nuevos ajustes a la baja, impactando favorablemente los precios de los activos. A pesar de esto, cabe destacar que las expectativas parecen ser demasiado complacientes, lo cual implica un riesgo. En línea con esto, si bien conservamos nuestra preferencia por duraciones largas, hemos reducido la magnitud de la misma. Por último, la contraposición de un contexto favorable para la renta fija, con unos diferenciales de rentabilidad que se vieron encarecidos por el buen desempeño de los activos de riesgo sobre el cierre del año, nos lleva a mantener la neutralidad en los activos de crédito, prefiriendo, dentro de los mismos, la deuda de buena calificación crediticia, atendiendo tanto a nuestra preferencia por la duración como a la expectativa de una desaceleración económica a nivel global.



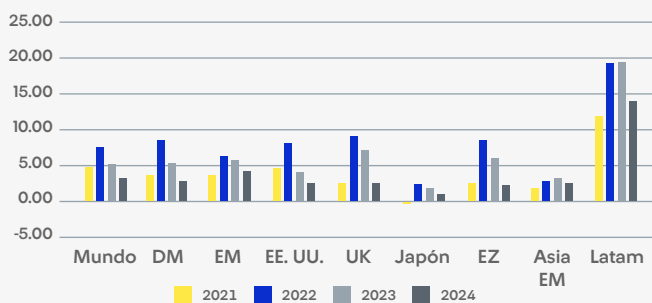
02 PERSPECTIVAS MACRO Y RIESGOS

Inflaciones aún altas impidieron acciones agresivas por parte de los principales bancos centrales

2023 fue un año lleno de eventos de mercado de relieve. En primer lugar, los riesgos geopolíticos tuvieron un comportamiento errático, pero se contuvieron hacia el cierre de año; crucialmente, los que involucran directamente a EE. UU. y China no se manifestaron, pero no descartamos que se acrecienten a medida que las elecciones en EE. UU. se aproximen. La distensión permitió que el apetito por el riesgo prevaleciera y, además, que las presiones inflacionarias por costos se enfriaran, tanto por menores interrupciones en cadenas de suministro como por precios de materias primas en rango.

De la mano de lo anterior, la inflación se desaceleró de manera importante a nivel global, pero las condiciones de pleno empleo no mostraron holgura. Este factor, en conjunto con un abultado déficit fiscal, remanentes del exceso de ahorro gestado durante la pandemia y crecimiento real salarial, explican el buen desempeño del consumo interno, en especial el americano, lo que mantuvo a flote las utilidades de las principales compañías globales. Asimismo, las presiones de demanda impidieron a numerosos bancos centrales de relieve iniciar sus políticas de relajamiento, lo que mantuvo las curvas de tasas invertidas y en niveles aún altos. Sin embargo, con el cambio de tono de la FED en sus últimas reuniones del año, las condiciones parecían dadas para el inicio de sus recortes en 2024.

La inflación al consumidor empieza a descender, pero podría permanecer arriba de promedios históricos



La Reserva Federal fue el principal catalizador de la bolsa y las tasas

El giro de la FED permitió una fuerte corrección en tasas y desempeños accionarios sólidos a nivel global, pero vale la pena mencionar el grave *sell-off* ocurrido en marzo, con la cristalización de riesgos en el sistema financiero por cuenta de un grupo de bancos regionales emprobleados, así como el retroceso de mediados de año por datos de actividad que señalaban sobrecaletamiento. Con todo, la FED cambió el tono y la recesión se postergó, pero no descartamos que en 2024 este riesgo se mantenga latente.

No sobra mencionar algunos desarrollos de relieve en otras latitudes: la reapertura plena en China no fue el bálsamo esperado en términos de crecimiento, especialmente en países emergentes, pero fue suficiente para estabilizar su propio ritmo de expansión; esperamos que esta tónica se mantenga en el 2024, creando un soporte para el precio de numerosas materias primas y el comercio internacional, aunque su situación inmobiliaria nos preocupa; en Europa se observó un dinamismo muy pobre que, en oposición a lo visto en EE. UU., no generó una trayectoria de política monetaria más clara y relajada; en Japón, el crecimiento fue más generoso y, queda en un mercado contraste con el resto del mundo, la inflación no fue enfrentada por su Banco Central, lo que permitió la depreciación del Yen en un entorno de debilidad global del dólar y los altos rendimientos en moneda local de sus principales bolsas, cosa que difícilmente se repetirá en el 2024 por el retiro gradual de la política monetaria heterodoxa.

En suma, 2024 será un año marcado por la normalización de la actividad, la inflación y la política monetaria, pero amenazado por el riesgo de mayores conflictos geopolíticos y de una recesión de magnitud y duración incierta.

03 RENTA VARIABLE GLOBAL

Rendimientos atractivos en mercados desarrollados, especialmente hacia el cierre de año

La renta variable desarrollada destacó en 2023, experimentando valorizaciones de doble dígito y alcanzando niveles históricos en varios bloques regionales, lideradas por la inflación decreciente que permitió a los principales bancos centrales del mundo finalizar con los ciclos alcistas en tasas. El escenario base para 2024 es de inflación reduciéndose y crecimiento bajo pero positivo. Vemos desafíos para estas bolsas debido a expectativas conservadoras de utilidades, valoraciones elevadas y perspectivas de crecimiento económico moderado. Aunque la inflación muestra una tendencia decreciente, permanece en niveles altos, siendo un riesgo clave la posible decepción de los bancos centrales al mantener tasas de interés elevadas. La suma de factores positivos y negativos nos hace mantener neutralidad en renta variable.

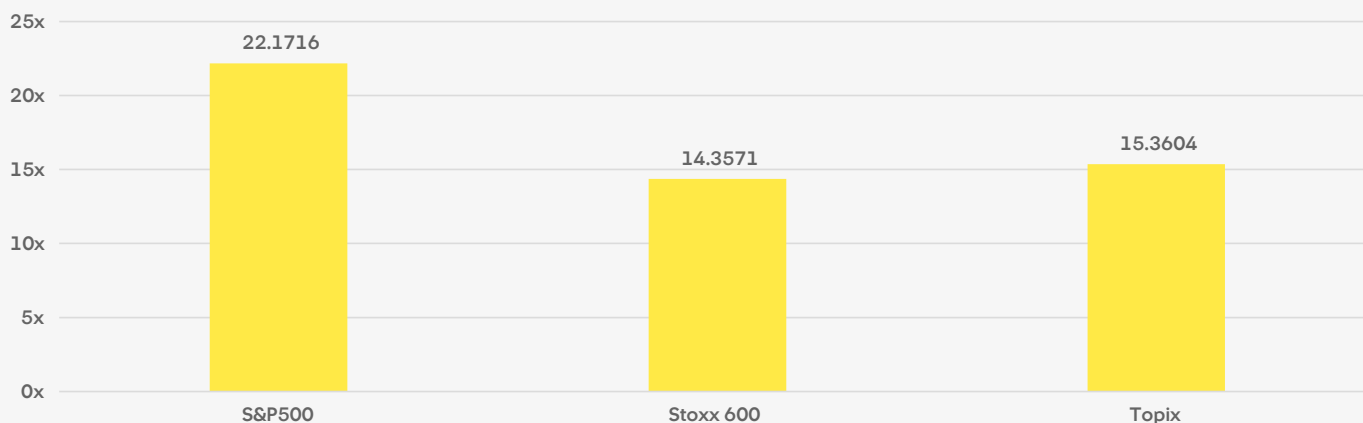
En 2023, el índice S&P500 aumentó más del 20%, rozando los máximos históricos de diciembre '21, liderado por siete compañías (Apple, Microsoft, Amazon, NVIDIA, Alphabet, Meta y Tesla) con un crecimiento promedio del 100%. En contraste, las otras 493 empresas del índice solo registraron

un aumento promedio del 3%. Para 2024, el mercado presenta una valoración por múltiplos 22% superior a su promedio histórico, con perspectivas de crecimiento de utilidades del 5%, con lo cual vemos que los retornos dependerán en gran medida de las decisiones de la FED.

En Europa, el entorno macroeconómico sigue siendo desafiante, con perspectivas de crecimiento inferior al 1% y un Banco Central que ha indicado que tomará más tiempo para iniciar recortes de tasas frente a su par de EE. UU. debido a la persistente inflación. A pesar de ello, vemos valoraciones más atractivas que en EE. UU., con mayores expectativas de crecimiento de utilidades, *dividend yield*, y menos concentración en empresas líderes.

En Japón, se espera un crecimiento débil en 2024, pero la implementación de reformas corporativas que buscan mejorar la rentabilidad para los accionistas representan un potencial de valorización. El principal riesgo es la política monetaria, dado que es el único de los principales bancos centrales que estaría contemplando incrementos de tasas de interés en 2024, si bien se trata de una normalización de tasa que aún se encuentra negativa, de manera que en cualquier caso seguirá teniendo tasas comparativamente muy bajas.

Valorizaciones de las principales regiones desarrolladas en términos de múltiplos (P/E 12m Fwd)



El rendimiento de los mercados emergentes fue opacado por el retroceso de su principal participante: China

Los mercados emergentes volvieron a tener un año complejo y dispar en 2023. Por un lado, Asia ex. Japón ofreció uno de los peores rendimientos en el año, enteramente atribuible al desempeño negativo de las acciones chinas que, desde 2018, no gozan de un perfil de crecimiento de utilidades positivo ni consistente. Haciendo a un lado China, la región emergente logró retornos positivos, aunque rezagados respecto a mercados desarrollados.

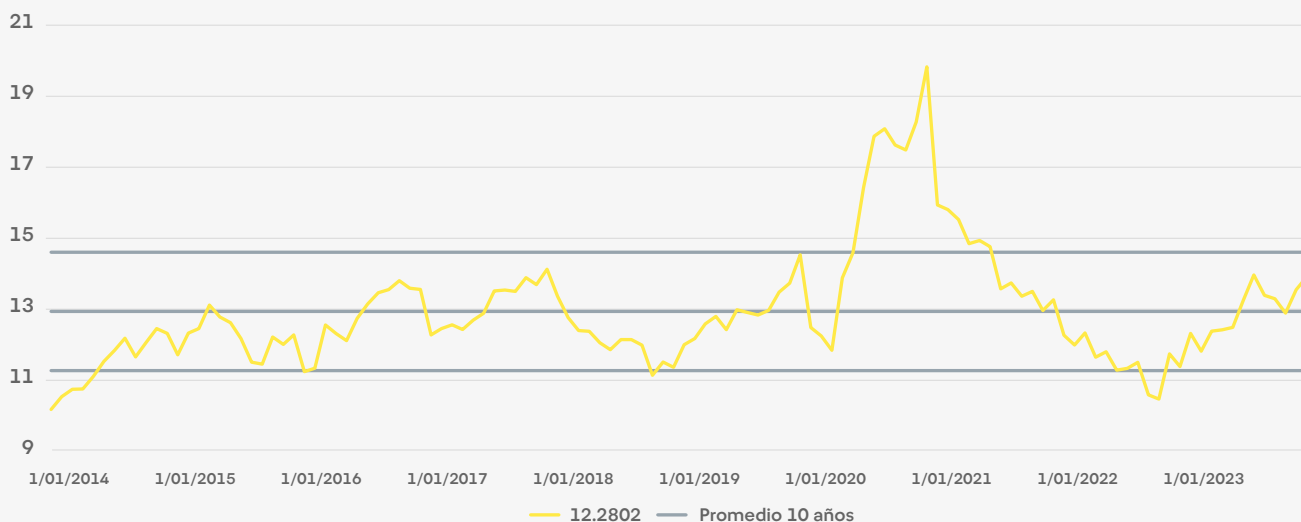
Por otro lado, los mercados latinoamericanos volvieron a tener un año estelar en términos relativos, con retornos de doble dígito en acciones brasileñas, mexicanas, chilenas y peruanas; sin embargo, en un marcado contraste, la bolsa colombiana ofreció un retorno anual negativo. En algunos casos, los rendimientos en dólares fueron impulsados por la apreciación de sus respectivas monedas, gracias al entorno de debilidad generalizada del dólar.

En 2024 es de esperarse que el buen desempeño de las bolsas emergentes ex. China persista, a cuenta

de valorizaciones que siguen siendo atractivas y expectativas de crecimiento de utilidades positivas y estables. Lo anterior, requiere el acompañamiento de una serie de factores y eventos: (1) que el giro *dovish* de la FED prevalezca y se materialice, sin que su causante sea una recesión; (2) que los riesgos geopolíticos, en particular los que coloquen en ruta de colisión a EE. UU. y China, sigan contenidos; y (3) un entorno de crecimiento estable en China que mantenga a flote el precio de las materias primas, sin dispararlas.

En el caso particular de China, por mucho el mercado emergente más grande, el pobre perfil de crecimiento de utilidades observadas justifica valorizaciones castigadas, restando atractivo al instrumento. La falta de apetito que refleja se debe a un entorno relativamente tóxico para numerosos emisores locales, a causa de la creciente regulación local, la historia de relocalización que les afecta directamente y la profunda crisis que sigue viviendo su sector inmobiliario. Un paquete de estímulo de gran magnitud, que compense estos factores, podría cambiar para bien el apetito, pero las autoridades chinas se resisten a tal idea.

Relación precio/utilidad futura emergentes



04 RENTA FIJA GLOBAL

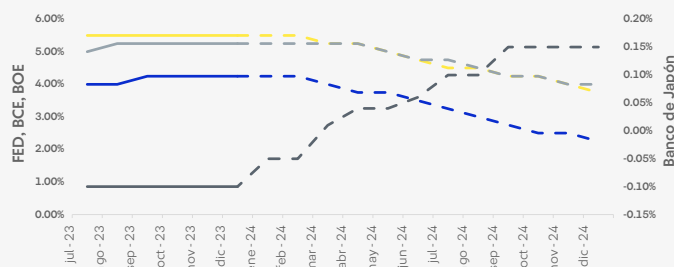
¿Qué esperamos de los bancos centrales?

En materia de política monetaria, y en relación con las economías desarrolladas, el 2023 se caracterizó por la férrea postura de los bancos centrales en su lucha por el control de la inflación, sin haber cedido siquiera ante los episodios de estrés observados en el sistema bancario sobre finales del primer trimestre. En línea con esto, durante el transcurso del año la FED elevó la tasa 100pbs, llevando la misma hasta 5.50%, y consiguiendo reducir significativamente la inflación desde un 6.5% a cierres del 2022 hasta un 3.1% en la lectura de noviembre.

Lo anterior, permitió a la institución dar un giro discursivo en su última reunión del año, pautando el fin del ciclo de alza de tasas, y reflejando en sus proyecciones económicas la intención de recortar las mismas durante el año entrante. Considerando tanto la evolución más reciente de los datos macroeconómicos, como lo comunicado por la FED, esperamos para el 2024 un cambio en la política monetaria de la principal economía del mundo, con recortes graduales de tasa a partir del segundo trimestre del año, condicionados fundamentalmente a la evolución del mercado laboral.

Para los restantes mercados desarrollados, esperamos un cambio similar por parte del Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra, mientras que la política monetaria de Japón transitaría un camino opuesto, anticipándose a una normalización de sus tasas ultra expansivas durante el 2024.

Mercados anticipan cambios en política monetaria para las principales economías

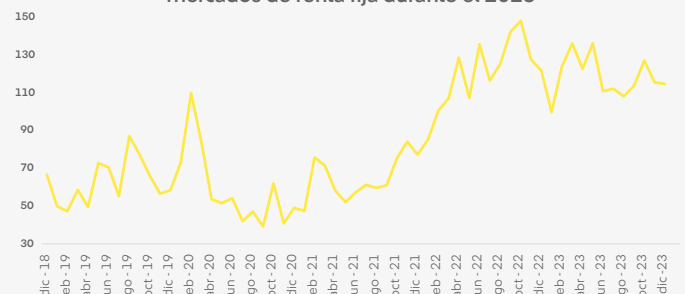


¿Qué implica esto para la curva?

En línea con el buen desempeño de la actividad en EE. UU., los aumentos sostenidos en la tasa de la FED, y la tonalidad restrictiva que dominó los discursos de la institución durante la mayor parte del año, en el 2023 los tipos de referencia presentaron importantes alzas, con la tasa a 10 años llegando a acercarse al 5.0% a mediados de octubre, acompañada de una inversión sostenida en la curva y una gran volatilidad generalizada en los mercados de renta fija. Este último punto implicó que, una vez confirmado el cambio de retórica en la FED, el ajuste a la baja en las tasas de mercado fue rápido, y las referencias de entre 5 y 10 años cerraron diciembre oscilando en torno al 3.80%.

Las caídas observadas en las tasas de mercado vinieron de la mano de un cambio en las expectativas, que pasaron a esperar para el 2024 más de 150pbs de recortes por parte de la FED, aproximadamente el doble de lo proyectado por la institución en diciembre. Si bien lo anterior brinda cierto soporte de corto plazo al nivel actual de tasas, esperaríamos que, pensando en el cierre del año entrante, se observen ajustes adicionales a la baja (implicando aumentos en los precios) una vez comenzado el ciclo de recortes. En particular, anticipamos un empinamiento gradual en la curva del tesoro, materializándose mediante una mayor caída en las tasas cortas, que aún no han presentado grandes correcciones. Sin embargo, el efecto de duración favorecería a los activos más largos, por lo que continuamos sobreponderando los mismos.

La volatilidad elevada caracterizó a los mercados de renta fija durante el 2023



¿Y para la deuda corporativa?

Durante el transcurso del 2023, la resiliencia de la principal economía del mundo y el giro en la política monetaria de varios países emergentes implicaron retornos positivos generalizados para las distintas categorías de crédito, apoyados por el buen punto de partida en la salud de las compañías emisoras, que sortearon de buena manera los aumentos de tasa dada la baja necesidad de refinanciamiento durante el año. En línea con esto, si bien se observaron moderados incrementos en las tasas de *default*, las mismas no tuvieron gran impacto en los *spreads* corporativos, que cerraron el año con compresiones respecto al 2022.

Dado lo anterior, si bien las expectativas para el año entrante son las de un *soft landing*, implicando una desaceleración contenida de la economía y no una recesión importante, esperaríamos una corrección al alza en los diferenciales de rentabilidad, por lo que mantenemos una posición neutral en el crédito a nivel agregado. Dados los perfiles de riesgo de los distintos activos, esperaríamos que el ajuste sea menor en los instrumentos de grado inversor, lo cual, sumado a la mayor duración de los mismos, nos lleva a sobreponderar la categoría, financiando la preferencia con una menor exposición a la deuda de grado especulativo.

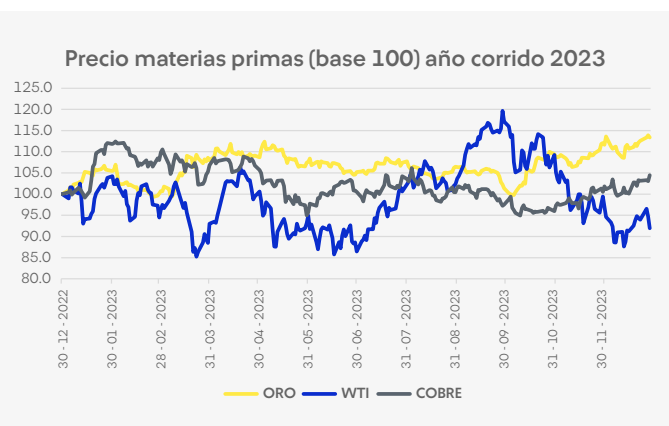
Por último, la elevada volatilidad en la renta fija y la contraposición de los efectos del cambio de discurso de la FED y el avanzado ciclo de recortes en países emergentes nos llevan a mantener la neutralidad en las categorías de deuda de dichos mercados.



05 MATERIAS PRIMAS

Elevada volatilidad en materias primas durante el año, sin embargo, cerraron con variaciones marginales

En lo transcurrido de 2023, el rendimiento de las materias primas fue dispar y se caracterizó por fuertes oscilaciones. En el caso del petróleo, al finalizar el 3T, se alcanzó una cotización de \$94 por barril, representando una apreciación del 17% en el año, debido a las mejores perspectivas de crecimiento económico global y las restricciones en la oferta. No obstante, a partir de entonces, devolvió estas ganancias para cerrar el año con una caída del 7%. Los precios del oro superaron el máximo anterior de agosto de 2020, principalmente como resultado de la expectativa de que las tasas de interés en EE. UU. alcanzaron su punto máximo y comenzarán a reducirse en los próximos meses, cerrando con una apreciación del 14%. El cobre experimentó un comportamiento volátil, influenciado tanto por el sólido desempeño de la economía global como por las dificultades económicas en China, cerrando con una apreciación del 2%.



Riesgos geopolíticos contenidos y tasas de interés a la baja, contrarrestados por un crecimiento económico débil, resultarán en un comportamiento lateral

En un contexto de débil crecimiento económico, esperamos que los precios de los *commodities* se mantengan relativamente equilibrados en 2024. En general, consideramos que la exposición a *commodities* permite beneficiarse de la transición ambiental y energética, y ofrece cobertura natural ante eventos de interrupción en la oferta y riesgos geopolíticos.

Los precios del petróleo se han estabilizado alrededor de \$80 por barril, y aunque se han anunciado recortes de producción por parte de la OPEC para el 1T 2024, la producción de EE. UU. y una demanda débil podrían contrarrestar los efectos de estas medidas. En cuanto al oro, el entorno anticipado de tasas a la baja continuará respaldando la demanda, al igual que su uso como cobertura contra los riesgos de escalada de conflictos geopolíticos, que prevemos estarán presentes en 2024. En lo que respecta al cobre, la incertidumbre económica generará una menor demanda del metal. Sin embargo, en el caso de China, aunque la demanda del sector de construcción se mantendrá débil, la proveniente del sector de generación de energía renovable seguirá creciendo a tasas elevadas (creció un 12% en los primeros 9 meses de 2023). China tiene planes de duplicar su capacidad de generación de energía solar y eólica antes de 2030, lo que genera una fuerte demanda de cobre y litio. En cuanto a la oferta, se siguen observando disrupciones, como el cierre de Minera Panamá y la reducción de CAPEX a lo largo del complejo de producción. Debido a estos factores, creemos que los precios del cobre tendrán un sesgo al alza en 2024.

06 ACTIVOS ALTERNATIVOS - INMOBILIARIOS



Volatilidad en los precios de activos inmobiliarios listados, aunque al cierre del año mostraron una recuperación parcial de las pérdidas incurridas en 2022

Tomando los índices REITS como referencia, los activos inmobiliarios experimentaron una dualidad notable en 2023. Hasta octubre, los índices de subsectores inmobiliarios reflejaron pérdidas, oscilando entre un 2% (hotelería) y un 25% (oficinas), profundizando las caídas de 2022. Sin embargo, a partir de noviembre, con la disminución de tasas de interés, se observó un rebote, cerrando el año con ganancias de 3% a 26%. A pesar de este repunte, el retorno acumulado desde finales de 2021 muestra una importante dispersión: una caída del 35% en oficinas y un avance del 6% en hotelería.

La variabilidad en los retornos refleja tendencias postpandémicas: menor ocupación e incertidumbre en oficinas y comercio, contrastando con el impulso positivo en industrial/logístico y, en menor medida, en residencial. La vacancia en oficinas en EE. UU. alcanza el 14%, incrementándose en 2023, evidenciando la tendencia negativa desde la pandemia; mientras

que en propiedades residenciales se mantiene en torno al 6% y en industrial permanece por debajo del 2%, confirmando la demanda positiva en este segmento.

Dado que los precios aún están significativamente por debajo de los niveles previos a 2022, vemos que en un entorno de tasas a la baja, los activos inmobiliarios presentan potencial de valorización. Debemos recordar que este activo, similar a la renta fija, se beneficia de tasas más bajas, ofreciendo además atractivos atributos de correlación para carteras diversificadas y cobertura contra riesgos inflacionarios.

El principal riesgo macro que vemos radica en la posible prolongación de tasas elevadas por parte de los bancos centrales, desafiando las expectativas del mercado. Además, se deben considerar los riesgos específicos de subsegmentos inmobiliarios, entre los cuales destacamos las tendencias desfavorables en oficinas y comercio, frente a la favorable trayectoria en industrial/logístico, centros de datos y residencial, los cuales están respaldados por dinámicas positivas en cadenas de suministros y demografía.



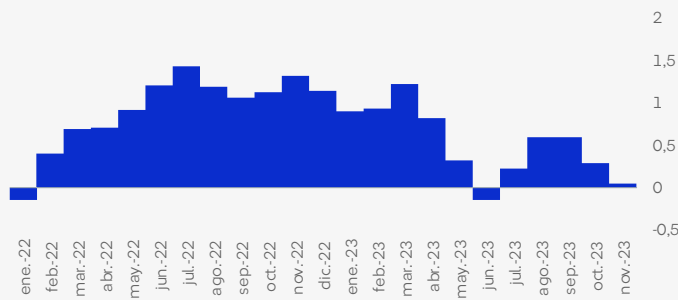


Macro

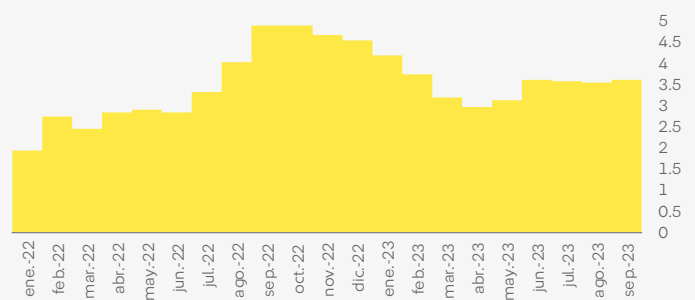
Es altamente probable que el crecimiento económico en México durante 2023 se ubique por encima de potencial y en torno de 3.4%. Este crecimiento supera las expectativas de principios de año de los analistas, que esperaban algo más cercano a 1% por debilidad doméstica y externa. Ninguna de las dos ocurrió: en primer lugar, EE. UU. no entró en recesión, permitiendo que por la vía de remesas y exportaciones automotrices se inyectara mayor dinamismo del anticipado; segundo, el crecimiento exponencial de la inversión pese a las elevadas tasas de interés; y tercero, el crecimiento de la masa salarial vías incrementos reales en salarios y bajo desempleo permitió que el consumo doméstico tuviera un ímpetu saludable. Para el próximo año, se espera una desaceleración a 2.1%, pero esta ocurrirá con claridad en la segunda mitad de año, pues la primera deberá mostrar buen dinamismo gracias al despliegue de gasto e inversión pública de cara a las elecciones de junio, así como el impulso que generará un nuevo y fuerte incremento del salario mínimo en enero.

Por otro lado, la inflación se desaceleró más de lo anticipado, pues se espera concluya el año con una tasa anual de 4.5%, mientras que hace 12 meses se proyectaba 5.2%. La sorpresa provino del apartado no subyacente, que retrocedió con fuerza en el año por el desplome, en términos anuales, tanto de la inflación en alimentos como de energéticos y tarifas de gobierno. La lateralidad de la inflación subyacente se desprende de la fortaleza de la economía, que ha recortado la holgura creada durante la pandemia, y la falta de creación de capacidad en años anteriores por el estancamiento de la inversión. Esto impidió al Banco Central recortar tasas, en oposición a lo visto en otros países latinoamericanos. Incluso, la tasa objetivo terminó siendo mayor a lo anticipado hace 12 meses por 75pbs. Para el próximo año, se espera una desaceleración a 4% de la inflación, concentrada en la segunda mitad del año, y en el límite del rango meta de Banxico, del cual se espera unos 225pbs de recorte, a iniciar con los propios recortes de la FED.

Mexico Economic Itau Surprise Index



Mexico Indicator of Economic Activity Index SA





■ Renta fija local

La renta fija tuvo un año positivo como se esperaba, gracias al elevado *carry* que la política de incrementos de Banxico trajo consigo. La tasa de referencia volvió a ajustarse al alza en 2023, pasando de 10.50% a 11.25%, donde se mantuvo por el resto del año. El esperado recorte no ocurrió, postergándose para la primera mitad de 2024, y quizá tan pronto como marzo. La curva de MBonos tuvo un comportamiento errático en el año, con periodos largos de alzas y empinamientos, seguidos por periodos relativamente cortos de bajadas y aplanamiento. La fluctuación fue especialmente elevada este año, al registrarse niveles tan altos como 10.25% y tan bajos como 8.50% en la tasa de diez años en un periodo relativamente corto de tiempo. La curva cierra el año con incrementos modestos y paralelos respecto al cierre de 2022, preservando su inversión.

Las fluctuaciones en tasas estuvieron determinadas por el tono del Banco Central estadounidense y los datos de actividad e inflación en aquel país, y solo en segunda instancia por Banxico y las circunstancias locales, como es habitual. De modo que el giro *dovish* de la FED y la alineación de los datos macroeconómicos en EE. UU., de continuar en 2024, será la clave para ver un año de retornos sólidos en este universo de activos.

Consideramos que Banxico tiene espacio para recortar una vez que la FED inicie con su propio esfuerzo de recortes. Como se comentó anteriormente, la inflación se mantendrá elevada en la primera mitad de año, impidiendo a Banxico que los primeros recortes sean en la magnitud observada en otros países de Latinoamérica. En la segunda mitad de año posiblemente el ritmo se acelere, pero eso dependerá de que los efectos de segundo orden del mayor déficit y la política de alzas salariales sean modestos. El ritmo de recortes también estará determinado por la actividad económica, pues existe la posibilidad de que el crecimiento mantenga su ímpetu o, por el contrario, se desplome de presentarse una recesión en EE. UU.

■ Renta variable local

La bolsa local tuvo un rendimiento altamente positivo en el año, con avances de doble dígito en los sectores financiero, industrial, inmobiliario, materiales, consumo básico y consumo discrecional. Solamente las telecomunicaciones arrojaron retornos negativos, debido a resultados corporativos que fueron gravemente afectados por la fortaleza del peso respecto al dólar y otras monedas. Se presentaron importantes riesgos idiosincráticos en algunas emisoras durante el año, en particular Grupo México y las aerolíneas, debido a cambios regulatorios de relieve originados por el Gobierno Federal que les impactaron negativamente, pero estos fueron disipándose en el transcurso del año.

El desempeño positivo del IPC estuvo concentrado en tres meses del año: enero, noviembre y diciembre. El resto del año se caracterizó por vaivenes análogos a los vistos en el S&P500. El *rally* del último bimestre fue especialmente potente, pues llevó a la bolsa de sus mínimos del año a nuevos máximos históricos. El catalizador fue el giro *dovish* de la FED desarrollado en sus últimas dos reuniones de política monetaria. El cambio de tono fue el principal determinante del súbito apetito por el riesgo de fines de año, propulsando a los principales índices accionarios, incluyendo el mexicano. Cabe mencionar que el *rally* se extendió a buena parte de las bolsas latinoamericanas, incluyendo Brasil.

Dicho lo anterior, fundamentalmente la bolsa mexicana ha perdido buena parte de su atractivo con los nuevos máximos alcanzados. Las valuaciones se muestran algo estiradas respecto a su historia, la tasa por dividendo es relativamente baja y la expectativa de crecimiento de utilidades, aunque positiva, acumula un trimestre de revisiones a la baja. Todo ello nos motiva a ser mucho más cautelosos en la recomendación, particularmente en un año electoral que podría imprimir en el precio los mayores riesgos políticos.



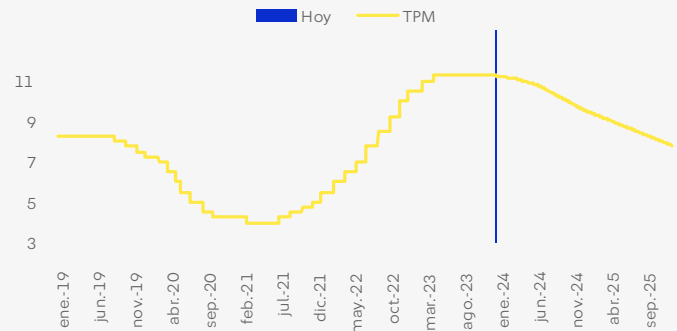
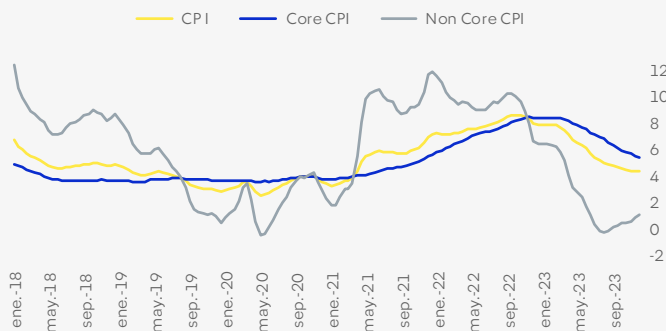
FX

El peso mexicano fue uno de los grandes ganadores del año, mostrando una apreciación del 13%. El movimiento fue sorpresivo, dado que las expectativas a principios de año se situaban en 20 unidades. La fuerte apreciación del peso se debió a factores externos que crearon un entorno de debilidad general del dólar, pero también a factores domésticos: elevadas tasas de interés locales permitieron un diferencial de tasas (nominal y real) abultado respecto a sus pares estadounidenses, el déficit de cuenta corriente mejoró y los diferenciales de crecimiento e inflación con respecto a EE. UU. se estrecharon.

Las paridades actuales no revelan la importante volatilidad que registró el tipo de cambio en el año, especialmente entre agosto y octubre, cuando el sobrecalentamiento de la actividad y la inflación en EE. UU. generaron expectativas de incrementos adicionales en la tasa de referencia norteamericana, a lo que sumó el inicio del conflicto armado entre Israel y Hamás. Estos eventos rompieron con

el ambiente de debilidad del dólar y llevaron la paridad cambiaria a niveles de principios de año. Sin embargo, estos probaron ser de naturaleza transitoria.

En los actuales niveles, el peso ofrece poco valor respecto al dólar, aunque no descartamos que se mantenga en rango durante los próximos meses. Esto debido a la posibilidad de recortes en tasas por parte de la FED a partir de marzo. Dado que los riesgos inflacionarios son mayores para México que para EE. UU., es probable que Banxico inicie después su ciclo de recortes, lo que mantendría la paridad en niveles aún más firmes. Sin embargo, un error de política monetaria por parte de Banxico, nuevos riesgos geopolíticos, la percepción de indisciplina fiscal por gastos excesivos y superfluos con el año electoral, etc. son sólo algunos de los riesgos que podrían materializarse que hacen que la apuesta por el peso sea asimétrica. Por lo pronto, las expectativas para 2024 se aproximan a las 18.70 unidades, es decir, una depreciación relevante respecto a 2023.





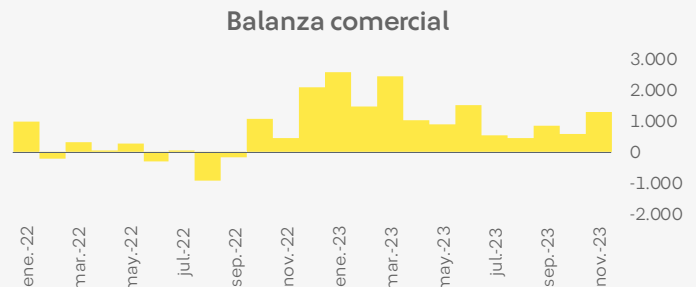
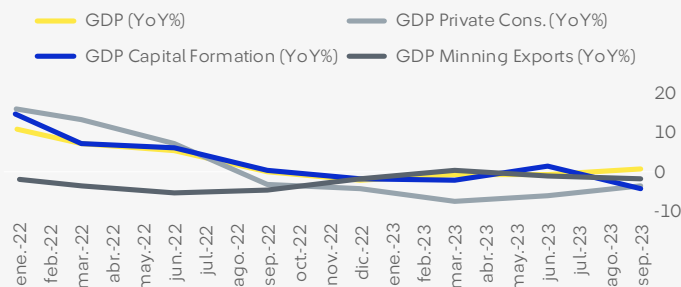
Macro

El crecimiento económico de Chile durante 2023 fue marginalmente negativo (-0.1%); esto, en sí mismo, representa una sorpresa positiva, dado que a principios de año se esperaba una contracción del orden de 2%. Debilidad de la actividad arrastrada desde 2022 por tasas de interés elevadas, baja confianza del consumidor, pobre dinamismo exportador a razón de un estancamiento de la producción de cobre y su precio, desaceleración en China, y riesgos idiosincráticos que siguen sin resolverse, imprimieron este profundo pesimismo. Contribuciones positivas por el lado del gasto público y las exportaciones netas (principalmente por la contracción en importaciones) mitigaron el deterioro. Para 2024, los pronósticos sitúan el crecimiento en torno de 2%, gracias a una firme reactivación del consumo, la inversión y la demanda externa.

En cuanto a inflación, la desaceleración observada tanto en el indicador general como en el subyacente a partir del tercer trimestre de 2022 se extendió por todo 2023: tras haber alcanzado un máximo de 14%,

la inflación ahora se ubica cerca del rango meta del Banco Central con 4.7%. Este proceso de desinflación permitió el re-anclaje de las expectativas de inflación al 3% objetivo, a pesar de la alta volatilidad del tipo de cambio y las presiones latentes en precios de energéticos. Estas expectativas esperamos que se cumplan en 2024, permitiendo la continuación del ciclo de recortes del Banco Central.

En términos de tasa de política monetaria, los analistas fueron sorprendidos por el Banco Central al mantenerla en 11.25% por más de siete meses y al suavizar la trayectoria de recortes, cerrando el año en 8.25%, por encima del 7% esperado a principios de año. El motivo fue la fuerte depreciación de la moneda con el arranque del ciclo de recortes, factor que fue disipándose hacia el cierre de 2023. Sin embargo, en 2024 el Banco Central continuará con su ciclo de relajamiento: los pronósticos ubican la tasa de referencia cerca del 5%, es decir, más de 600pbs de recorte acumulado desde fines de julio.





Renta fija local

La renta fija tuvo un año positivo gracias al *carry* que la política de incrementos del BCCh acumuló desde mediados de 2021, y al buen desempeño de la duración con la relajación del tono de la FED a partir de noviembre. La tasa de referencia no se volvió a ajustar al alza en 2023, y se registraron 300pbs de recorte, gracias al firme proceso de desinflación que vivió la economía chilena y la notoria debilidad económica. Con ello, la curva de tasas nominales presentó pocos cambios entre cierres anuales, con la importante salvedad de que la inversión de la curva se corrigió. Fuera de esto, los niveles y pendiente a partir de los nodos de mediano plazo cerraron prácticamente como en 2022. Lo anterior, oculta el hecho de que el año imprimió cierta volatilidad a estos instrumentos, dado que los niveles del papel a diez años fluctuaron entre los máximos de octubre de 6.72% y los mínimos de marzo de 5.14%.

Consideramos que el BCCh tiene espacio para recortar en la magnitud y ritmo que anticipa el consenso, principalmente por el re-anclaje de las expectativas de inflación, y el retorno de ésta al objetivo de 3%. Por otro lado, el inicio del ciclo de recorte de tasas en EE. UU. retirará presión sobre el tipo de cambio, permitiendo que el peso chileno no repita la experiencia de depreciación del 2023, disipando ese riesgo inflacionario. No vemos que la reactivación de la actividad genere riesgos materiales sobre la dinámica de precios, ya que no veremos un crecimiento por encima del potencial. Asimismo, la contención de los riesgos geopolíticos deberá hacer su parte y dejar en rango los precios de los energéticos a nivel global. Dado esto, y el *carry* aún elevado que presentan las tasas en términos reales, las tasas locales mantendrán su atractivo en 2024.

Además, los vaivenes de la renta fija estuvieron principalmente determinados por las acciones de la FED y los datos de actividad e inflación en aquel país. El relajamiento de la FED y la materialización de un aterrizaje macroeconómico suave en EE. UU. será clave para que el próximo sea un año de retornos sólidos en la renta fija local.

Renta variable local

La bolsa local tuvo un rendimiento altamente positivo en el año, reportando avances sectoriales en consumo básico, discrecional, financieros y servicios públicos. El desempeño del índice fue negativamente afectado en el año por la fuerte caída de su emisor más grande, SQM, a cuenta de riesgos regulatorios relacionados con la explotación del litio. Sin embargo, esos riesgos se han ido disipando en fechas recientes, permitiendo retornos de doble dígito en el último mes.

El desempeño positivo del IPSA se repartió en dos periodos: de abril a julio, y de noviembre a diciembre. Esta conducta fue análoga a la observada en el S&P500, por lo que podemos atribuir al apetito por el riesgo como el principal catalizador de los retornos locales. Notablemente, y en contraste con lo observado en varios pares latinoamericanos, el *rally* de fines de año no colocó al IPSA en nuevos máximos históricos. Sin embargo, los riesgos idiosincráticos han ido disminuyendo (a los relacionados con la minería se añade el rechazo de la propuesta constitucional de izquierda ocurrida hace semanas) y la economía parece salir del estancamiento que arrastra desde 2022, lo que debería dar soporte a los niveles actuales, e incluso romper resistencias que permitan superar los máximos alcanzados en julio.

La reactivación de la demanda interna y externa, los menores riesgos domésticos y geopolíticos, y una FED más relajada, serán los mejores aliados para las acciones chilenas. Sin embargo, este optimismo se ve moderado por valuaciones que han perdido su atractivo con rapidez, un pago de dividendos históricamente bajo, y expectativas de crecimiento de utilidades postradas. Crucialmente, este último factor deberá corregirse con la recuperación en cierres de la actividad y la mitigación de la incertidumbre; de otro modo, será complicado sostener una visión positiva en el activo.



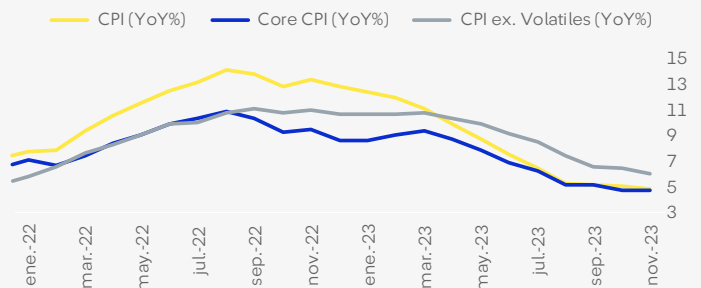
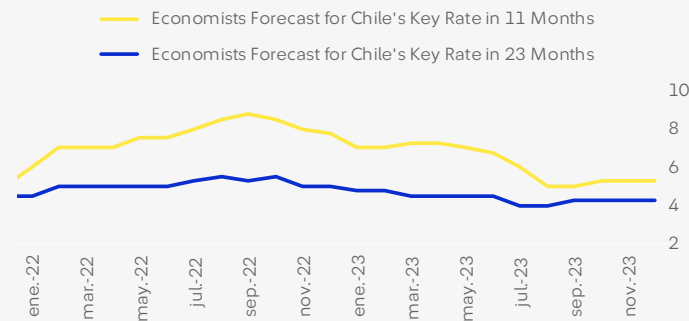
FX

Contrario a lo observado en pares regionales, el peso chileno retrocedió frente al dólar en el año. Una política agresiva de relajamiento monetario local, riesgos idiosincráticos y geopolíticos, así como la tibieza del crecimiento chino y su pérdida de apetito por materias primas como el cobre, fueron los principales causantes. Respecto a este último factor, el cobre tuvo un año complejo que, pese a registrar apreciación respecto al cierre de 2022, se mantuvo holgadamente alejado de los máximos registrados a principios de aquel año. No ayudó que la producción de cobre en Chile esté estancada por incertidumbre regulatoria y el alto costo del capital.

Las paridades actuales no revelan la importante volatilidad que registró el tipo de cambio en el año, especialmente entre julio y mediados de noviembre, con el inicio del ciclo de recortes por parte del BCCh, las señales de sobrecalentamiento en EE. UU. y el inicio del conflicto armado entre Israel y Hamás. Los últimos dos eventos rompieron con el ambiente

de debilidad global del dólar y llevaron la paridad cambiaria a sus niveles máximos del año. Sin embargo, estos eventos probaron ser de naturaleza transitoria. El ciclo de relajamiento del BCCh deberá tener menores impactos sobre el tipo de cambio gracias al cambio del tono de la FED, por lo que la tendencia de los datos de empleo e inflación en EE. UU. es clave.

Por lo ocurrido en 2023, el consenso espera una apreciación del peso chileno en 2024, contrario a las expectativas para otras monedas de la región. La magnitud de apreciación será acotada por los diversos riesgos que presenta el país, especialmente lo relacionado con la incertidumbre que rodea la inversión en minería y el proceso constitucional, que vivió un segundo rechazo semanas atrás. Asimismo, Chile requiere una moneda relativamente débil para desinhibir una buena dinámica de exportaciones netas en caso de que la demanda interna no se reactive como el mercado espera.





Macro

En 2023 la economía experimentó una marcada desaceleración, pasando de un crecimiento del 7.3% en 2022 a un estimado del 1% para el cierre del año. A pesar de esta desaceleración, la inflación se mantuvo elevada, alcanzando un último dato del 10.2%, con una proyección de cierre anual en un rango de 9.5% - 10%. Así, Colombia, exceptuando a Argentina, se posiciona como el país más rezagado de la región en el proceso de normalización de precios.

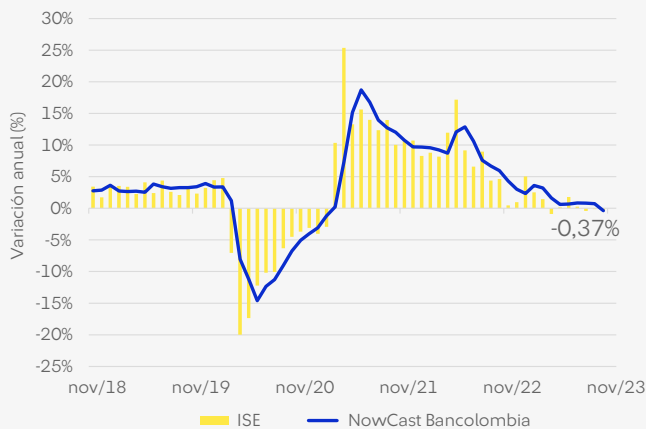
Este comportamiento llevó al BanRep a aumentar sus tasas en 125pbs durante la primera mitad del año, alcanzando máximos de 20 años. Sólo hasta la reunión de diciembre inició un ciclo de recortes, reduciendo las tasas en 25pbs para ubicarlas en un 13%.

En 2024 anticipamos que la inflación permanecerá elevada, especialmente en la primera parte del año, debido a que el componente de servicios y regulados se indexará a una inflación aún elevada. Otros factores que contribuirán a esta tendencia son el aumento del salario mínimo del 12% y el impacto del fenómeno de El Niño en las tarifas de servicios públicos y los precios de alimentos.

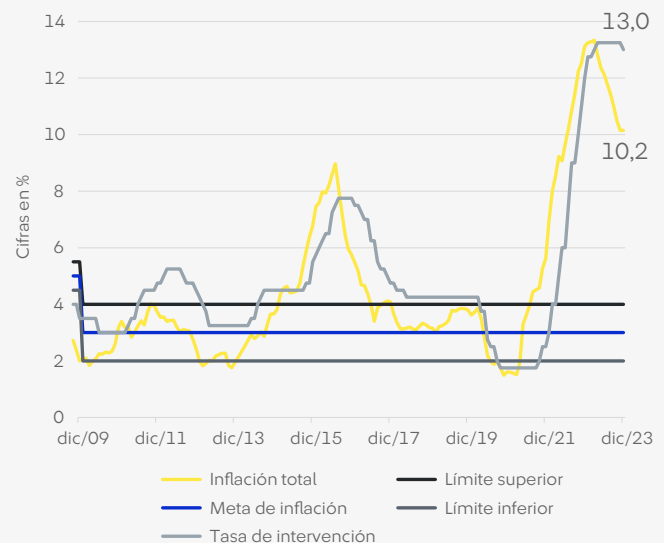
Esperamos una reducción gradual de las tasas de interés, lo que impactará en la inversión y compra de bienes durables. Se estima que la economía crezca 1% durante el 2024, lastrada por un consumo aún deprimido y una contracción continuada en la inversión. El consumo se verá afectado por las tasas de interés y, además, por un mercado laboral débil, reflejo de los efectos de la desaceleración económica de 2023. La inversión seguirá afectada por la incertidumbre política y regulatoria, así como la parálisis en el sector de construcción de viviendas.

A estos desafíos sumamos riesgos fiscales derivados del gasto público, que se encuentra en niveles históricos sin una estrategia clara de contracción para 2024. Además, existe el riesgo potencial de efectos de las Reformas de Salud, Pensiones y Laboral. Colombia presenta uno de los déficits fiscales más altos de la región, y los ingresos tributarios de 2024 estarán bajo presión debido a la menor dinámica económica de 2023. Vemos altamente probable que existan tensiones fiscales y en la calificación soberana durante el año, lo que podría poner en peligro la reciente reducción de la prima de riesgo y el costo de financiamiento del país.

Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) vs. NowCast Bancolombia



Inflación, rango objetivo, meta de IPC y tasas en Colombia





Renta fija local

El comportamiento de la renta fija a nivel mundial estuvo marcado por la alta volatilidad de las tasas de Tesoros de EE. UU. La tasa a 10 años alcanzó el 5% en octubre, la más alta en 15 años, para luego corregir más de 120pbs hacia fin de año, cuando las expectativas de política monetaria para 2024 se tornaron marcadamente más relajadas. A nivel local el riesgo país mejoró, con el CDS de Colombia disminuyendo 117pbs que equivale a un 43% durante el año, impulsado por un menor riesgo político debido a eventos como la pérdida de coalición del Gobierno en el Congreso, funcionamiento de las instituciones, desplome de aprobación de gestión del Gobierno y resultados desfavorables para el partido de Gobierno en elecciones regionales.

La renta fija local destacó con valorizaciones generalizadas, tasas cayendo entre 275pbs y 340pbs, y empinamiento de la curva. Las tasas de TES indexados también presentaron grandes valorizaciones, con las tasas corripiendo más de 200pbs. Los fondos de capital extranjero realizaron la mayor cantidad de ventas netas de TES de su historia con \$10,4 billones. El liderazgo comprador fue asumido por las AFP, que realizaron compras netas por \$29,9 billones, arrebatando a los fondos extranjeros el título de mayores tenedores de TES.

Debido a la trayectoria esperada de política monetaria e inflación a nivel global y local, esperamos que la renta fija local se siga valorizando, con un empinamiento de la curva derivado de mayores caídas en la parte corta por los recortes de tasas del BanRep y una parte larga con menor caída debido a preocupaciones fiscales y potenciales recortes de perspectiva de calificación soberana. El proceso de reducción de tasas será más gradual frente a los pares de la región, debido al ritmo más lento de convergencia de la inflación, lo que creemos generará volatilidad en las tasas de la renta fija y un proceso de valorización probablemente más concentrado en la segunda mitad del año, una vez los recortes ganen tracción.

El principal riesgo que vemos es un escenario de

tasas altas por más tiempo en EE. UU. que limite los movimientos en tasas de los bonos del tesoro y los mencionados riesgos fiscales en Colombia. El CDS de Colombia sigue siendo el más alto de la región y se encuentra por encima del de Brasil, que cuenta con una calificación 2 grados inferior, reflejando que el mercado mantiene preocupaciones por el panorama macroeconómico, y la incertidumbre política y fiscal, que dejan al país vulnerable ante choques de riesgo.

Renta variable local

En 2023, el desempeño del mercado accionario local resultó decepcionante, evidenciado por la caída del índice MSCI Colcap en un 7.6% en pesos colombianos, a pesar de un incremento del 17.4% en USD. En contraste, las bolsas de otros países latinoamericanos lograron retornos de doble dígito en sus respectivas monedas locales, destacando Brasil con un 22.3%, México con un 16.2% y Chile con un 18.1%. Además, el índice global MSCI All Country World experimentó un aumento del 19.8%, colocando a la bolsa colombiana en una clara posición de rezago frente a sus pares regionales y frente al mundo.

Durante la segunda mitad del año, se debatió el riesgo de reclasificación del mercado accionario colombiano por parte de MSCI, principal proveedor de índices a nivel mundial, de Mercado Emergente a Mercado Frontera. Este riesgo se fundamentó en la baja liquidez del mercado y el escaso número de acciones que cumplen con los requisitos para integrar el índice de Emergentes. Aunque Colombia se mantuvo en la categoría Emergente en esta ocasión, la discusión sirvió como advertencia sobre la fragilidad y escasa profundidad del mercado, factores que podrían eventualmente conducir a la reclasificación. Esta situación tendría repercusiones negativas en la percepción de la comunidad inversionista sobre el país, incrementando potencialmente el costo de capital para las compañías colombianas.

En medio de las expectativas moderadas de crecimiento del PIB en 2024, se proyecta que las utilidades por acción del mercado colombiano



seguirán descendiendo, continuando la tendencia observada en 2023. Después de alcanzar los 235 pesos por acción en 2022 y cerrar el 2023 cerca de los 200 pesos por acción, se estima que para 2024 se situarán alrededor de los 185 pesos por acción. Aunque los múltiplos de valoración se encuentran en niveles descontados en comparación con los pares regionales y la historia del mercado local (P/E siguientes 12 meses de 6.42x frente al promedio de 10 años de 12.9x), no vemos un claro catalizador de valor. Los riesgos asociados a los resultados de las Reformas Laboral, de Salud y Pensional, sumados a los riesgos fiscales latentes y una inflación en lenta convergencia, no nos generan perspectivas positivas de valorización del activo en comparación con alternativas disponibles como la renta fija.

FX

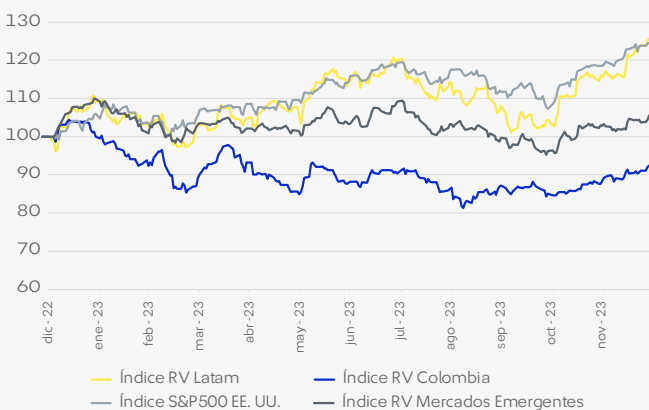
En 2023, el peso colombiano experimentó la mayor revaluación a nivel mundial, con un aumento superior al 26%. Este repunte siguió a las considerables pérdidas sufridas en 2022 tras las elecciones presidenciales. La recuperación llevó a la moneda de vuelta a niveles anteriores a la elección del actual Gobierno, gracias a una significativa reducción en la prima de riesgo político. Este ajuste permitió que el peso se alinea con el rendimiento de otras monedas latinoamericanas.

Adicionalmente, se registró una corrección masiva en el déficit de cuenta corriente, disminuyendo del 6.2% del PIB en 2022 a un estimado del 3% en 2023, impulsada por la reducción de importaciones debido a una menor demanda interna. Así, el sólido desempeño de las cuentas externas, combinado con la disminución del riesgo político, contribuyó al destacado rendimiento del peso en 2023.

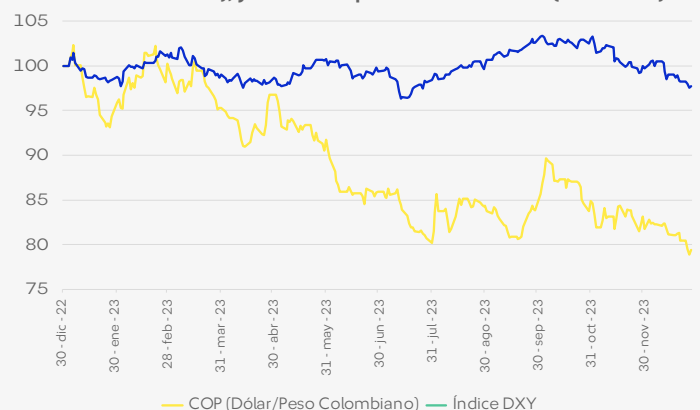
En 2024, vemos mayores desafíos para el peso colombiano. Se espera que Colombia tenga uno de los crecimientos del PIB más bajos en la región, con un riesgo fiscal latente y a pesar de la corrección de 2023, aún mantiene uno de los déficits comerciales más elevados de Latinoamérica. Además, la reducción del riesgo político ya se ha materializado y, de ahora en adelante, creemos que el comportamiento de la moneda estará influenciado en gran medida por factores externos, especialmente las decisiones de política monetaria de Estados Unidos.

Si la Reserva Federal reduce sus tasas a un ritmo menor que el Banco de la República, escenario plausible ante componentes inflacionarios que requieren tiempo para corregirse, el diferencial de tasas se estrechará y surgirá un riesgo al alza para el peso colombiano, que es nuestra proyección principal. Por estos motivos, anticipamos una tendencia de devaluación en 2024, alcanzando niveles de \$4,200 - \$4,400, considerando el balance entre riesgos externos y vulnerabilidades macroeconómicas locales.

Índices de renta variable en 2023 (Base 100)=31 dic 2022



Evolución del dólar en 2023 contra el DXY (canasta de monedas fuertes), y contra el peso colombiano (Base 100)





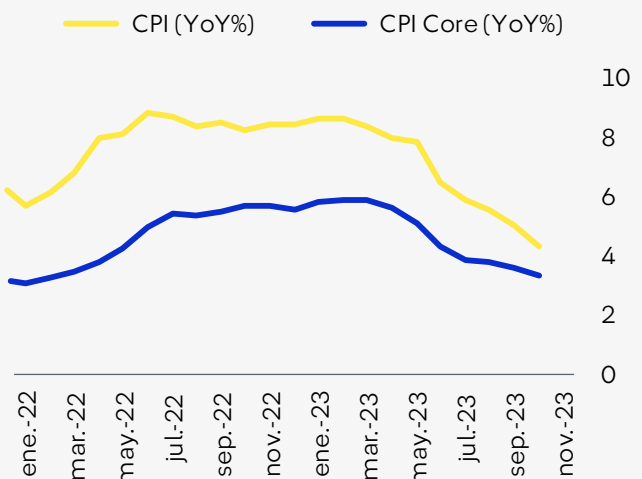
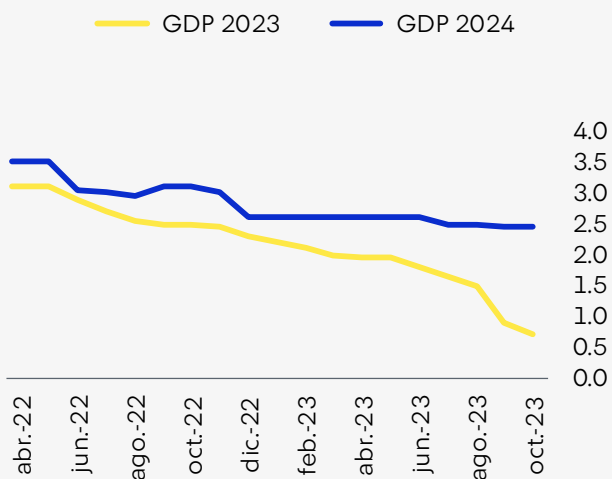
Macro

El crecimiento económico de Perú durante 2023 será marginalmente positivo (0.5% aproximadamente), un resultado decepcionante toda vez que a principios de año se estimaba algo cercano a un 2.5% de expansión. La falta de demanda externa por el tibio crecimiento chino y debilidad interna a causa de protestas masivas, así como el fenómeno de El Niño, que generó afectaciones productivas de relieve y disrupciones en las cadenas de suministro local, fueron los culpables. El deterioro de la actividad se concentró en los primeros siete meses del año; a partir de agosto la dinámica ha sido más benigna, aunque insuficiente para impedir que las expectativas de crecimiento, tanto para 2023 como 2024, dejaran de empeorar. Así, para 2024 se espera un crecimiento en torno del 2.3%, los principales motores siendo el consumo doméstico y la inversión. Los riesgos para el crecimiento son negativos, ya que los estragos provocados por el El Niño podrían repetirse en 2024, mientras que los riesgos políticos locales podrían exacerbarse nuevamente y desalentar la inversión.

Derivado de la debilidad económica, la inflación en Perú vivió una fuerte desaceleración, que ha

dejado a los indicadores general y subyacente cerca del rango objetivo del Banco Central. A su vez, las expectativas de inflación se han revisado a la baja, pero críticamente no han logrado reanclarse, y se colocan por encima del 2% objetivo. No esperamos que la aceleración de la economía afecte lo conseguido en el frente inflacionario dado que el crecimiento se mantendrá cerca del potencial.

De la mano de lo anterior, el BCRP continuará con su política de recortes graduales, estimada en 200pbs desde los niveles actuales. Esto implica un acumulado de 300pbs de recortes desde que el Directorio inició su ciclo de relajamiento en septiembre. En general, la reacción del tipo de cambio al nuevo ciclo monetario ha sido positiva, aunque el principal catalizador fue el giro *dovish* de la FED por la acumulación de evidencia de *soft landing* en los datos de actividad e inflación en EE. UU. De mantenerse esto, los pronósticos de recortes se cumplirán del mismo modo que se cumplieron para 2023.





Renta fija local

La renta fija tuvo un año positivo gracias al *carry* que la política de incrementos del BCRP acumuló desde mediados de 2021, y al buen desempeño de la duración con la relajación del tono de la FED y el inicio del ciclo de recortes del BCRP. Al respecto, la tasa de referencia se ajustó al alza en una sola ocasión a principios de 2023, llevándola a 7.75%, donde se mantuvo por siete meses. A partir de septiembre, el BCRP recortó la tasa de referencia en 25pbs cada mes, evitando el ritmo más agresivo observado en países como Brasil o Chile que presentaron tasas terminales más elevadas. La gradualidad en Perú también se destaca por la recesión técnica en la que entró el país durante la primera mitad del año, y el fuerte enfriamiento de las presiones en precios. Dado que la debilidad se atribuyó a factores transitorios (disrupciones productivas a causa de eventos climatológicos adversos y protestas sociales masivas), el BCRP estimó prudente postergar el ciclo de relajamiento monetario, lo que ayudó a ajustar las expectativas inflacionarias a la baja y dejar en rango el tipo de cambio.

Así, la curva de tasas nominales presentó cambios materiales entre cierres anuales. Aunque sin ajustes de relieve en términos de pendiente, los movimientos en paralelo y a la baja de las tasas fueron del orden de 140pbs; esto, aunado a un *carry* nominal y real elevado, explica los retornos de esta clase de instrumentos. Lo anterior oculta el hecho de que en el año estos instrumentos presentaron una volatilidad no despreciable, fluctuando entre los máximos de fines de febrero (la tasa del papel a diez años alcanzó 8.2%) y los mínimos del cierre (6.7%). Como ejemplo, entre septiembre y octubre se registró un incremento de la tasa a diez años de casi 100pbs, por riesgos de sobrecalentamiento en EE. UU. y el inicio del conflicto armado entre Israel y Hamás.

Así, dado que esperamos un nuevo ciclo de recortes por parte de la FED en el corto plazo, un entorno de gradual desaceleración (*soft landing*) en aquel país, menores riesgos internos y externos para Perú, y un Banco Central precavido en su proceso

de relajación monetaria, es que seguimos viendo favorablemente la renta fija local.

Renta variable local

La bolsa local tuvo un rendimiento holgadamente positivo en el año, presentando un avance de doble dígito en el predominante sector de materiales. El retorno del principal índice bursátil peruano prácticamente se concentró en diciembre, gracias a un sobresaliente *rally* de 18%. El sector minero explica el resultado, pues las acciones de Buenaventura, Cerro Verde y Southern Copper, de elevado peso en el índice, tuvieron retornos extraordinarios en el mes. Anuncios corporativos, la recuperación del precio del cobre y, en general, el mayor apetito por el riesgo gracias al giro *dovish* de la FED se atribuyen como las causas de tan importante desempeño en la bolsa, colocándolo en nuevos máximos históricos. Cabe mencionar que el segundo sector en importancia, el financiero, también registró rendimientos positivos en el año, por lo que no se trató de un *rally* estrecho. Dicho lo anterior, la bolsa peruana ha perdido parte de su atractivo con los nuevos máximos alcanzados, por lo que ajustamos la visión positiva sobre el activo a algo más neutral. Aunque las valuaciones no se muestran estiradas respecto a su historia, se evidencian elevadas respecto a sus pares de la región, al tiempo que el pago de dividendos es históricamente bajo y que las expectativas de crecimiento de utilidades (que en meses pasados era vigorosamente alto) se han revisado negativamente y no muestran ya expansión interanual.

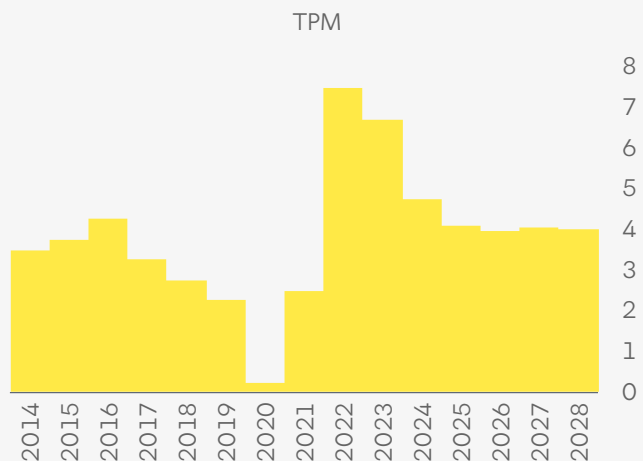
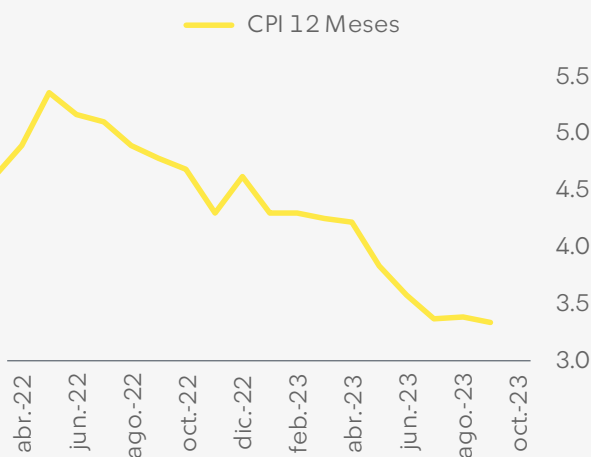
Sobre esto, las expectativas de utilidades difícilmente van a ser revisadas al alza sin una mejora material del intercambio comercial con China, cuyo apetito por importaciones de cobre se ha debilitado notablemente en años recientes. En este sentido, probablemente lo que se requiera sea un paquete de estímulo mayúsculo y la reactivación de su sector inmobiliario; la primera idea está siendo resistida por las autoridades de aquel país, mientras que la segunda no ocurrirá en el corto plazo.



FX

En línea con lo observado en pares regionales, el sol peruano avanzó frente al dólar en el año, aunque de forma modesta, al cerrar en torno de 3.70 unidades. El resultado sorprendió al consenso, que a principios de año esperaba algo cercano a 3.90 unidades. La apreciación del sol se debió a factores externos que crearon un entorno de debilidad general del dólar y recuperación del precio del cobre durante el último trimestre del año. A esto se suma una política gradual de recortes en tasa de política monetaria que mitigaron la volatilidad y las presiones en contra de la moneda local, que de ordinario ocurren con este tipo de procesos, especialmente cuando la FED aún no hace lo análogo. Sin embargo, buena parte del año fue negativa para la moneda: entre julio y octubre, el sol se depreció 9%, entre otras cosas por los eventos arriba mencionados. Los disturbios sociales y afectaciones generadas por el fenómeno de El Niño no tuvieron un efecto discernible sobre el tipo de cambio.

Con la paridad actual, el sol aún ofrece valor respecto al dólar, aunque lo más probable es que se mantenga en rango durante los próximos meses. Esto debido a que los riesgos para la moneda parecen balanceados: por un lado, tenemos el ciclo de recortes del BCRP, pero por el otro, se espera que la FED inicie el propio en marzo. Asimismo, las autoridades chinas lucharán por estabilizar su crecimiento económico, pero no arriesgarán un estímulo desorbitado como en décadas pasadas, lo que dejará su sector inmobiliario en situación aún de crisis y afectando el precio del cobre. Finalmente, los riesgos geopolíticos e idiosincráticos seguirán contenidos, pero latentes. Así, las expectativas para 2024 sitúan el tipo de cambio en torno de 3.80 unidades, lo que implica una depreciación inferior al 3% desde los niveles actuales.



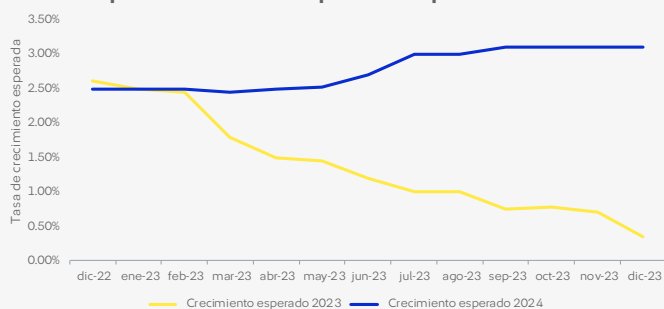


Macro

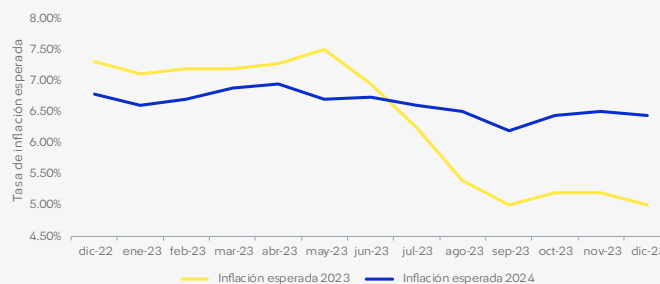
Finaliza un año que a nivel local se caracterizó, principalmente, por el gran trabajo realizado por el Banco Central del Uruguay en materia de control inflacionario. El ciclo de política monetaria contractiva, en el cual se embarcó la autoridad monetaria a mediados del 2021, logró llevar la inflación hacia el rango objetivo (3.0% - 6.0%), con el indicador llegando incluso a registrar valores mínimos en casi dos décadas y aprestándose a cerrar el año en torno al 5.0%. Lo anterior no estuvo exento de costos. La política restrictiva se sumó a los efectos de la sequía que afectó al país durante el primer semestre y a una caída relevante en la demanda externa. Así, el crecimiento se vio comprometido, con caídas interanuales en el producto durante el segundo y el tercer trimestres del año, y una recuperación esperada para el período octubre – diciembre que sería, de cualquier manera, tímida. En consecuencia, la actividad económica cerraría el 2023 con un crecimiento magro que rondaría el 0.3%.

Este contexto permitió al Banco Central comenzar el ciclo de recortes durante el mes de abril, con la TPM acumulando, a la reunión de noviembre, 225pbs de baja, ubicándose de esta manera en un nivel de 9,25%. La relativa relajación de la tasa, junto a la recuperación esperada para el sector agroexportador y la continuidad en el buen dinamismo del consumo interno, propiciarían una recuperación económica para el 2024, con el crecimiento del producto volviendo a situarse por encima de su potencial. Esto, a su vez, podría impulsar una re-aceleración de la inflación local, lo cual, sumado al cambio de postura observado por parte de la FED hacia una mayor relajación en la política monetaria, nos lleva a esperar que el BCU no continúe profundizando los recortes en tasa, manteniendo la misma en un terreno levemente contractivo a fin de continuar anclando las expectativas de inflación, que, para el año entrante, aunque históricamente bajas, se mantienen por fuera del rango meta.

Expectativas de crecimiento pautan clara recuperación para 2024



El mayor dinamismo económico impulsaría una re-aceleración en la inflación





Renta fija local

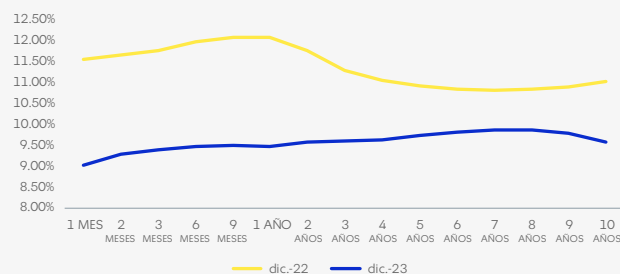
Durante el segundo trimestre de 2023, y luego de 700pbs de aumentos consecutivos, el Banco Central del Uruguay fue la primera institución de la región en comenzar con el ciclo de relajación de la política monetaria, pautando, hasta el cierre de noviembre, 225pbs de ajustes en la tasa de referencia, y ubicando la misma en un nivel de 9.25%. Lo anterior fue posible dada la buena evolución de la inflación, que pasó a ubicarse en el entorno de 5.0%, desde un 7.3% a fines del 2022, alcanzando además durante el año mínimos que no se observaban en casi dos décadas.

En este contexto, las tasas nominales de mercado presentaron importantes correcciones a la baja, con los tramos cortos ajustando hasta 260pbs, y los tramos medios y largos cayendo en magnitudes menores. Lo anterior implicó cierto grado de normalización de la curva, que pasó de estar marcadamente invertida hacia una figura aplanada con algo de empinamiento en los nodos medios. Con respecto a las tasas reales, si bien las mismas presentaron ajustes con respecto al cierre del año anterior, dichos cambios no fueron tan marcados. En el caso del tramo más corto de la curva, las caídas observadas no fueron, en ningún caso, superiores a los 5pbs, mientras que los ajustes en los nodos mayores a los 3 años fueron aumentando con el plazo, ubicándose aproximadamente entre 6pbs y 28pbs.

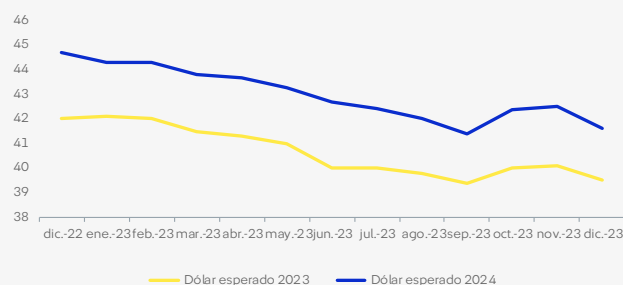
Pensando en los movimientos de curva para el 2024, debemos considerar, además de los ajustes previamente mencionados, la trayectoria esperada para la inflación. En este sentido, al estar esperando un mayor dinamismo en la actividad económica, anticipamos también incrementos en el nivel inflacionario. En línea con esto, y teniendo en cuenta la tasa neutral real estimada para la economía, sería esperable que el Banco Central no profundice en

mayor medida los recortes de tasa, manteniendo de esta forma un nivel de TPM levemente contractiva, consistente con la necesidad de volver a anclar las expectativas de inflación. De cualquier modo, la figura aplanada de la curva y la distancia que aún existe entre las tasas de mercado y la TPM podrían dejar espacio a caídas adicionales que permitan una mayor normalización en la referencia.

Las tasas nominales presentaron importantes caídas durante el 2023



Si bien las expectativas ajustaron a la baja, continúa anticipándose una depreciación para el 2024





FX

En el mercado local, el comportamiento del dólar a lo largo del 2023 presentó tres comportamientos marcadamente distintos. En primer lugar, y aproximadamente hasta finales de agosto, la divisa continuó a grandes rasgos con la evolución a la baja observada durante el 2022, apoyada en gran medida por los atractivos diferenciales de tasa con las referencias de Estados Unidos. En los meses siguientes, dadas las importantes correcciones al alza en las tasas internacionales y el aumento de las tensiones geopolíticas con el estallido del conflicto en Medio Oriente, el dólar se vio fortalecido a nivel internacional y el mercado cambiario de Uruguay no fue la excepción. Finalmente, sobre el último tramo del año, el cambio de tonalidad en el discurso de la FED y el consiguiente ajuste a la baja en las tasas globales volvieron a impulsar a la baja al dólar, y la cotización restó parte de las ganancias de meses anteriores. De esta forma, la divisa cierra el año rondando los \$39.05, registrando una apreciación aproximada de 2.6% para la moneda local.

Las expectativas de mercado de cara al año entrante, que durante el 2023 fueron cambiando junto a las distintas variaciones en la cotización, anticipan para el 2024 una depreciación del peso de alrededor del 6.3%, implicando un tipo de cambio en \$41.6 a cierre de año. Considerando la contraposición de los efectos de un diferencial de tasas con Estados Unidos que se ampliaría (dada la expectativa de una TPM local estable y el comienzo del ciclo de recortes por parte de la FED) y una brecha inflacionaria que también tendería a aumentar, (anticipamos una continuidad en el proceso des inflacionario de EE. UU. y cierta reversión en la inflación local), el ingreso de divisas por actividad económica será una variable clave. Atendiendo a la expectativa de una recuperación en el sector agroexportador, la depreciación de la moneda local para el año entrante podría ser algo menor a la esperada por el consenso de analistas, sin embargo, estará presente, como riesgo al alza, la incertidumbre derivada de las elecciones a desarrollarse en el mes de octubre.

Las opiniones y expresiones contenidas pueden ser modificadas sin previo aviso. El resultado de cualquier decisión de inversión u operación financiera realizada con el apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad del cliente.

