

## Feet-On América Latina: ¿Tregua o nueva era?

- Factores cíclicos y estructurales dan soporte a la inversión en activos latinoamericanos:
  - Cíclicos:
    - Pragmatismo político
    - Lejanía de conflictos armados y tensiones geopolíticas
    - Disciplina monetaria: temprano inicio de recortes de tasas
  - Estructurales:
    - Transición energética
    - Democracia e institucionalidad estables
    - Fragmentación global
  - Valorizaciones atractivas, favorable *momentum* de utilidades
  - Rendimientos (*Yields*) altos de la renta fija con un nivel de riesgo acotado
- Riesgos: Inflación global más alta y tasas elevadas por más tiempo, recesión global profunda, geopolítica, elecciones, y factores idiosincráticos

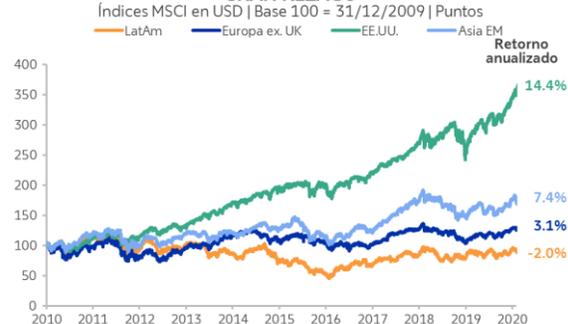
### DE MENOS A MÁS TRAS UNA DÉCADA PERDIDA

Entre 2010 y 2020, la economía latinoamericana no creció, más bien se contrajo un 0.4% promedio anual. Sin embargo, desde la recuperación postpandemia el *momentum* económico regional comenzó a generar tracción y retomó la senda de crecimiento.

Por el lado del mercado accionario, la historia es similar y el retorno anualizado de la década terminada el año 2020 es de USD -2.0% para el índice MSCI de América Latina. Muy por debajo de otras regiones (Gráfico 1).

Sin embargo, desde 2021 se comienzan a ver señales de recuperación y el mercado accionario volvió a tomar fuerza y rentar por sobre las otras regiones (Tabla 1). Así, también ganó preponderancia en los índices globales y emergentes.

GRÁFICO 1. ACCIONES LATINOAMERICANAS: GRAN REZAGO



Fuente: Bloomberg.

### ¿TREGUA O NUEVA ERA?

Cabe preguntarse si la tendencia de los últimos dos años para los mercados latinoamericanos es sólo una “tregua” tras una década decepcionante, o podría ser el comienzo de una nueva era.

Factores cíclicos y estructurales apuntan a que parece ser un cambio de régimen y los activos de la región tienen soporte para seguir destacando en los mercados globales.

Tabla 1. Rentabilidad anual de mercados accionarios (% en USD)

2019	2020	2021	2022	2023
EEUU 28.8	Asia Emergente 26.0	EEUU 25.2	LatAm 8.9	LatAm 25.1
Europa 20.0	EEUU 18.4	Europa 13.8	Europa -17.3	EEUU 25.0
LatAm 17.5	Europa 3.1	Asia Emergente -6.6	EEUU -20.5	Europa 16.4
Asia Emergente 16.6	LatAm -13.8	LatAm -8.1	Asia Emergente -22.8	Asia Emergente 5.6

Fuente: Bloomberg.

### FACTORES CÍCLICOS QUE FAVORECEN A AMÉRICA LATINA

Los factores cíclicos han entregado un impulso adicional al desempeño de los activos regionales, y algunos de ellos reafirman las fortalezas estructurales de la región. A continuación, se resumen los vientos a favor para América Latina en esta parte del ciclo.

## 1. Pragmatismo político

La volatilidad política es inherente a la región, y a diferencia de en mercados más desarrollados, el impacto de estos vaivenes en los precios de las distintas clases de activo es significativo.

Sin embargo, los gobiernos y congresos han demostrado pragmatismo, no se han aprobado reformas radicales que estaban en algunos de los programas de gobierno, y la institucionalidad ha reinado.

En Brasil, por ejemplo, el Ministro de Hacienda ha sido una figura clave para promover la responsabilidad fiscal, y tras el dato de superávit fiscal primario de enero de este año, el mercado descarta que se revise la meta fiscal de 2024 este marzo.

En México, y con excepción de las propuestas de reforma constitucional anunciadas en el último mes, el gobierno de AMLO ha resultado ser pragmático, mantiene una aprobación superior a 50% y se ha caracterizado -aunque algo menos en el presupuesto 2024- por ser fiscalmente responsable.

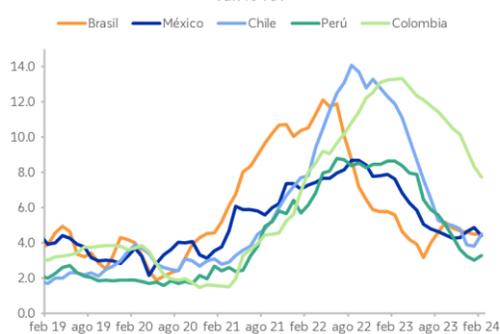
En los casos de Chile, Perú y Colombia, la desaprobación presidencial es evidente y la pérdida de capital político (sobre todo de Petro) han evitado la aprobación de reformas radicales y estructurales. En Perú, el descontento con el ejecutivo llevó al gobierno a dar un giro algo más hacia la derecha y a coordinarse con el Congreso para mantenerse en sus cargos hasta 2026. Por último, la elección de Javier Milei en Argentina, un claro *outsider*, dejó en evidencia que la población ya no quiere más de lo mismo.

## 2. Disciplina monetaria rindiendo frutos

El periodo inflacionario que se vivió a nivel global luego de la pandemia fue un fenómeno no observado en países desarrollados desde la década de los 80. Sin embargo, dada la experiencia de la región con episodios de alta inflación, los bancos centrales realizaron ajustes monetarios tempranos y agresivos, subiendo las tasas de referencia rápidamente para contrarrestar el acelerado y sostenido crecimiento del nivel de precios, logrando revertir la tendencia alcista de la inflación (Gráfico 2).

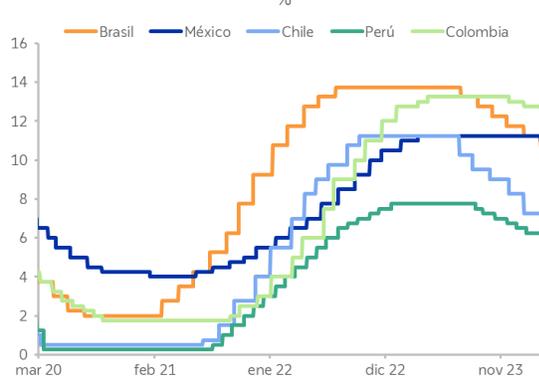
La experiencia de las autoridades monetarias de la región les permitió a su vez adelantarse al ciclo de recortes y desde la segunda mitad de 2023 comenzaron a revertir parcialmente los aumentos que habían llevado a cabo en sus tasas de referencia. **En este contexto (y en orden cronológico), Uruguay, Chile, Brasil, Perú, Colombia y México iniciaron con los recortes de tasa de referencia**, dando un respiro a las condiciones financieras y limitando

GRÁFICO 2. INFLACIÓN



Fuente: Institutos de estadísticas de la región, datos a febrero de 2024

GRÁFICO 3. TASAS DE REFERENCIA



Fuente: Bancos centrales, datos a marzo de 2024.

Tabla 2	Tasa de referencia (%)		Expectativa de recorte 2024 (pbs.)
	2023	2024e	
Brasil	11.75	9.75	-200
México	11.25	9.75	-150
Colombia	13.00	8.00	-500
Chile	8.25	4.50	-375
Perú	6.75	4.50	-225

Fuente: Bancos centrales, Compass.

en menor medida el crecimiento económico (Gráfico 3), y se espera se mantenga durante el resto del año (Tabla 2).

Por otro lado, el Banco Central de Argentina anunció el recorte de la tasa de política monetaria (de los pasivos) a 80% (desde 100%) y la eliminación de la tasa mínima por las colocaciones a plazo.

### 3. Lejanía geográfica de conflictos armados y tensiones geopolíticas

Las tensiones geopolíticas se han elevado en los últimos años, con una serie de conflictos bélicos en curso. Estos, en conjunto con enfrentamientos comerciales y de otros tipos, han elevado la sensación de riesgo geopolítico a nivel global.

No obstante, esto puede beneficiar a la región en diversos aspectos. El hecho de estar geográficamente distanciados nos favorece en el sentido que nuestras cadenas de suministro -especialmente con occidente- no se ven alteradas, y por ende podemos ser un foco de diversificación del comercio con otras regiones.

Además, existe una correlación positiva entre el nivel de riesgo geopolítico global y los precios de *commodities* (Gráfico 4). Así, y dado que los países de la región son economías pequeñas y abiertas, con una alta participación de las exportaciones en su matriz productiva, y con excepción de México, una gran participación de las materias primas en los bienes exportados, un mayor nivel de precios de *commodities* es particularmente favorable para la región (Gráfico 5).

### FACTORES ESTRUCTURALES QUE FAVORECEN A LA REGIÓN

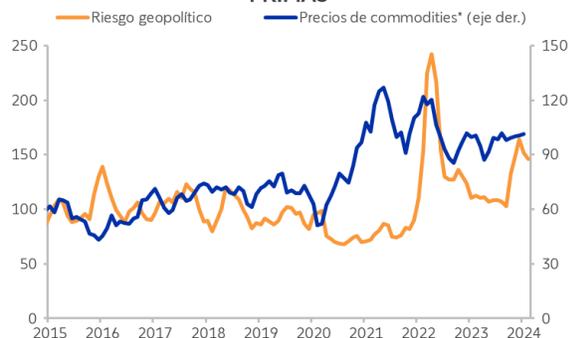
A pesar de los vaivenes políticos y el carácter emergente de la región, hay factores estructurales que entregan cierta estabilidad y confianza a los inversionistas a la hora de invertir en activos latinoamericanos.

#### 1. Democracias que funcionan

Con excepción de economías pequeñas y con baja profundidad del mercado de capitales, los países de la región mantienen un nivel de democracia superior al resto de regiones emergentes, de acuerdo al índice de democracia construido por *The Economist Intelligence Unit* (2023).

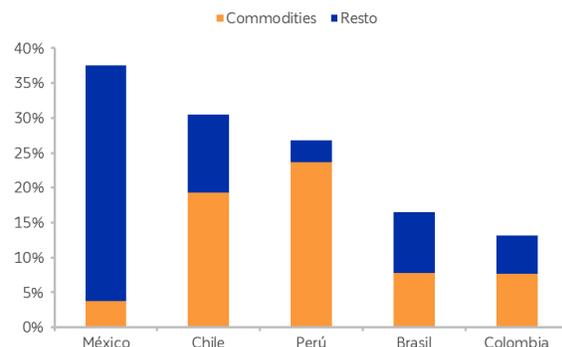
De los 167 países que analiza el índice, solo 24 de ellos entran en la clasificación de “democracia plena”, dentro de los cuales hay dos de la región (Uruguay y Costa Rica). Por el lado de las otras economías analizadas,

GRÁFICO 4. RIESGO GEOPOLÍTICO AUMENTA CON PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



\* Promedio simple entre petróleo, cobre y hierro en base 100.  
Fuente: Bloomberg, Caldara, Dario, and Matteo Iacoviello(2021).

GRÁFICO 5. ECONOMÍAS CON SESGO EXPORTADOR DE COMMODITIES  
Exportaciones como % del PIB



Fuente: FMI, DANE, BCRP, INEGI, INDEC, BCCH, Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços

Argentina, Brasil, Chile y Colombia se clasifican como “democracias deficientes”, categoría que comparten con países como EE.UU. y Bélgica. Por su parte, México y Perú son regímenes híbridos, al igual que naciones como Hong Kong, Turquía y Marruecos. De todas maneras, ninguno de ellos se cataloga como un régimen autoritario, como sí es el caso de, por ejemplo, Cuba, Venezuela, Arabia Saudita y China.

De esta forma, y con sus falencias, el análisis internacional da cuenta que en la región las democracias funcionan. Esto también queda en evidencia al analizar la independencia de los bancos centrales, sistemas judiciales y el contrapeso que enfrentan los poderes ejecutivos en los congresos, que evita la aprobación de iniciativas radicales y mantiene cierta estabilidad.

## 2. Transición energética

La región produce materias primas claves para la transición energética, y la evolución y aumentos en sus demandas darán soporte a un mayor crecimiento y estabilidad económica. Así, por ejemplo, América Latina posee alrededor del 50% de las reservas globales de litio, 35% de cobre y 20% de hierro. Todos los anteriores son usados intensivamente en energías renovables y la electrificación del transporte. Algunos casos en particular son que una batería de un vehículo eléctrico usa alrededor de 8 kilos de litio y 35 de níquel y un aerogenerador está fabricado con 5% a 17% de hierro.

A su vez, el potencial aumento en la demanda de estas materias primas asociado a una transición hacia energías más limpias y electrificación del transporte es significativa. En el caso del cobre, y en el escenario en el que se alcance el “*net zero*” comprometido en el Acuerdo de París (llevar las emisiones de carbono a cero), la demanda de cobre se triplicaría al año 2040 (Gráfico 6).

## 3. Fragmentación global y *nearshoring*

La globalización económica y política comenzada en los años 80 está mostrando cierta reversión. Con el aumento en el riesgo geopolítico, las interrupciones en las cadenas de suministro que comenzaron durante el COVID y las tensiones comerciales, entre otros factores, las relaciones comerciales entre los gigantes económicos del mundo comenzaron a deteriorarse.

Así, tras por ejemplo las restricciones comerciales impuestas entre EE.UU. a China, el primero optó por asegurar el suministro de ciertos productos e intensificó su relación comercial con México, que, dada su cercanía geográfica, evita que eventuales conflictos geopolíticos y pandemias globales interrumpieran el suministro. A este fenómeno se le conoce como *nearshoring*, y se define formalmente como el traslado de parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica, y llevó a que México fuera el principal proveedor de importaciones estadounidenses en 2023, superando a China y Canadá, que habían ocupado el primer puesto al menos los últimos 20 años.

Las autoridades de las potencias occidentales europeas y norteamericanas comenzaron a hablar de seguridad energética y alimenticia, como respuesta a lo que sucedió durante la pandemia y que se exacerbó con la invasión rusa a Ucrania. En este contexto, la región adquiere un rol primordial a nivel de comercio global, gracias a la cantidad desproporcionada que posee de recursos naturales. No solo de materias primas para la transición energética, si no por ejemplo tiene el 31% del agua fresca y 15% de masa terrestre. Esto se traduce en las cifras estimadas por la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO por sus siglas en inglés), que sugieren que América Latina y el Caribe produce 53% de la producción agrícola global.

De esta manera, y en un contexto de mayor fragmentación global de occidente con oriente, la región tiene una oportunidad, con rutas comerciales libres de tensiones y conflictos, para adquirir un rol más protagonista en el comercio global.

## OTROS DESAFÍOS Y OPORTUNIDADES

América Latina habría crecido un 2.5% en 2023, lo que se compara con el 4.1% registrado en 2022, pero cuya estimación se revisó al alza respecto de la publicación anterior de *World Economic Outlook* del FMI. Hacia adelante, el escenario se torna más desafiante y el FMI proyecta un crecimiento de 1.9% para este año, que se aceleraría a 2.5% el próximo, corrigiéndose a la baja lo estipulado para 2024 (Gráfico 7).

En sentido contrario, destaca la mayor expansión proyectada para las dos economías más grandes de la región; Brasil y México. Sin embargo, Argentina es el gran detractor, que, dado el ajuste fiscal planteado por el gobierno, el FMI pasó de proyectar un crecimiento de 2.8% para 2024, a una contracción económica de la misma magnitud.

Por el lado de Chile, Perú y Colombia, las expectativas de crecimiento apuntan hacia una actividad económica que comienza a normalizarse, tras un duro año 2023.

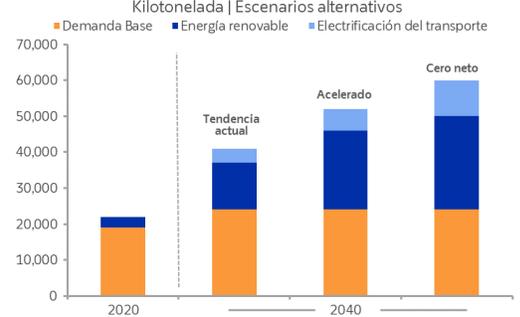
Por el lado del *momentum* económico, los desempeños son mixtos. **México** goza de una actividad que crece en términos anuales, pero se desacelera en lo más reciente. Dentro de los sectores, continúan destacando las expansiones ligadas a la actividad local, como es el caso de la construcción. A su vez, el soporte estructural que tiene México por el *nearshoring* da un impulso adicional a la actividad económica, considerando que su principal socio comercial es EE.UU. y cuya economía se espera se mantenga dinámica.

En el caso de **Brasil**, el *momentum* es positivo, pero también se deteriora en algo. Sin embargo, destaca la sucesiva sorpresa al alza en la publicación de datos con respecto a lo que espera el mercado, en línea con la resiliencia económica.

En **Chile** el ajuste económico fue severo y necesario tras el *boom* de consumo derivado de las políticas expansivas en el marco de la pandemia, en conjunto con los retiros de los fondos de pensiones. En los últimos meses los datos económicos comenzaron a dar luces de normalización, apoyados en la baja base de comparación que dejó 2023.

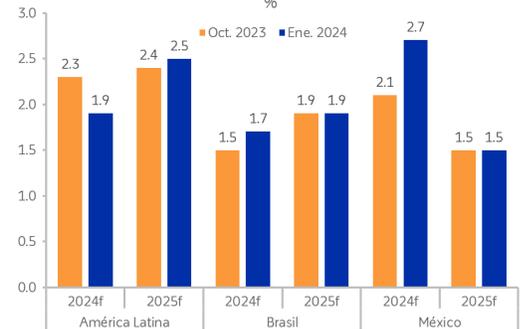
En **Colombia, Perú y Argentina**, las perspectivas son más negativas, pero 2024 será un mejor año para la economía peruana, con un deteriorado punto de partida. Cada país con sus particularidades, lo que se avecina es especialmente desafiante para Argentina que, con las políticas impulsadas por el nuevo gobierno, pasará un periodo de alta inestabilidad económica.

GRÁFICO 6. TRANSICIÓN ENERGÉTICA IMPULSA LA DEMANDA DE COBRE



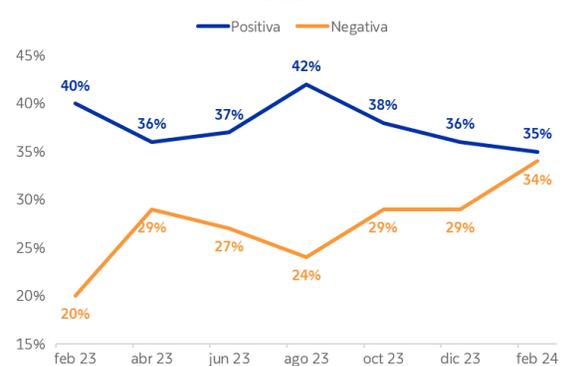
Fuente: Bp Energy Outlook, julio 2023.

GRÁFICO 7. PROYECCIONES DE CRECIMIENTO



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO 8. EVALUACIÓN GOBIERNO DE LULA



Fuente: Quaest, datos a febrero de 2024.

## QUE SIGA REINANDO EL PRAGMATISMO

### Brasil: a cumplir la meta fiscal

Enero dejó un superávit fiscal primario de R\$ 102,1 mil millones, lo que le dio una esperanza al gobierno de evitar, o al menos postergar, la revisión de la meta fiscal de balance primario igual a 0% del PIB para 2024. Así, y con la publicación del informe fiscal al 22 de marzo (que se publica cada dos meses), las cifras de recaudación fiscal llevaron al mercado a descartar un ajuste de la meta para este año, aun cuando puede ser necesario ajustar la de 2025 (superávit primario de 0.5% del PIB).

La discusión legislativa en Brasil en 2023 estuvo marcada por la aprobación (y avance) de reformas tributarias, con la intención de alcanzar la meta fiscal. Respecto de la siguiente reforma tributaria, es probable que el proyecto se divida y que la discusión de las modificaciones impositivas se postergue hasta fines de este año.

**La aprobación de la gestión de Lula ha bajado según las últimas encuestas** (Gráfico 8), lo que puso en alerta al ejecutivo y lo llevó a, en su primera reunión ministerial de 2024, transmitir al gabinete la necesidad de ejecutar programas y mejorar la comunicación. Dentro de las prioridades se barajaron las preocupaciones en torno a los precios de alimentos, salud y seguridad. Sin embargo, y ante la ausencia de anuncios de medidas populistas, se deja entrever que la autoridad aún no “entra en pánico”.

No obstante, y considerando las elecciones municipales de octubre, estas podrían llevar al ejecutivo a impartir medidas populistas para mantener el control de algunos municipios. Si bien es muy pronto para hablar de resultados, el mercado estima que la agenda legislativa se pause en la mitad del año y el foco político se concentre en las votaciones.

Por el lado del Banco Central, el periodo del actual gobernador Roberto Campos Neto culmina a fines de 2024, y el mercado internaliza que será reemplazado por Gabriel Galípolo, también miembro del COPOM, que tiene un sesgo político cercano al poder ejecutivo.

### México: una historia de dos mitades

En México el año estará separado por el resultado de las elecciones a realizarse en junio de 2024. Además de votar por el nuevo presidente de México, se elegirán 128 senadores, 500 diputados, algunas gubernaturas, presidencias municipales, sindicaturas y regidurías. **El mercado internaliza que la próxima presidenta será la candidata oficialista Claudia Sheinbaum (Gráfico 9), pero la composición resultante del Congreso determinará si le será posible avanzar (o no) en su programa de gobierno.** El escenario base es que Morena no obtenga mayoría constitucional.

En un contexto económico, el gobierno de AMLO habrá culminado con un alza del salario mínimo de ~180% (nominal) desde inicio a fin. Con esto en mente, un eventual gobierno de Morena podría significar mayores presiones fiscales y suponer un riesgo, considerando que anunciaron 20 reformas constitucionales en febrero, de las cuales algunas están asociadas a mayores gastos, como es el caso de la reforma al salario mínimo (que permite que pueda aumentar más que la inflación) y la de pensiones (con una tasa de reemplazo de 100% financiado con arcas fiscales). Esta última con una baja probabilidad de aprobarse.

En adelante, **será determinante el compromiso del gobierno y el declarado en la campaña con el crecimiento económico y la instalación de incentivos para fomentar el *nearshoring***, tendencia estructural que favorece a la economía mexicana y da cuenta del pragmatismo del ejecutivo. México es uno de los principales ganadores del desacople parcial entre EE.UU. y China, que ha llevado a reasignar las inversiones fuera del gigante asiático hacia países con mayor cercanía a las principales economías occidentales, así como con bajos costos, estimándose que puede llegar a sumar más de 1 punto porcentual de PIB anual en un escenario optimista.

Chile: menos incertidumbre

**En Chile de cara a 2024 las políticas deberán centrarse en las urgencias de la población, que tras de cuatro años de proceso constitucional han sido postergadas.**

Así, el gobierno ha moderado sus propuestas en un contexto en que carece de mayoría en el Senado y por ende tienen una menor probabilidad de aprobarse (Gráfico 10). De esta manera, deberán resolverse durante este año medidas procrecimiento, que permitan salir al país del estancamiento económico.

El gobierno fijó sus prioridades legislativas para este año, destacando la reforma de pensiones, el pacto fiscal (o un grupo de reformas tributarias) y la salud. Así, estos temas liderarán la agenda política en la primera mitad del año.

Al igual que en Brasil, en octubre habrá elecciones regionales, que enfrentarán nuevamente a un electorado fatigado a las urnas, que ha tenido más de 10 elecciones desde 2020. Esto, paralizará el trabajo legislativo y debutará el voto obligatorio con inscripción automática, forzando de cierta forma una elevada participación electoral y considerando una amplia desaprobación presidencial (Gráfico 11).

Perú: status quo

El entorno político se mantiene inestable, pero con menor incertidumbre que el año pasado. **Así, sigue siendo el escenario base que Dina Boluarte continuará en el poder hasta 2026, en conjunto con el actual Congreso,** con un gobierno que activó una especie de “modo supervivencia” para no sufrir el mismo destino que los anteriores.

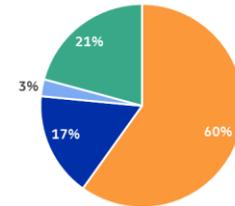
Han surgido eventos que añaden volatilidad política al escenario, como son los casos de corrupción en fiscalía, la renuncia del primer ministro asociada a un contrato y transferencia de dinero irregulares en el sector público y la acusación contra la presidenta por enriquecimiento ilícito y omisión de consignar declaración en documentos, por el uso de relojes de la marca Rolex.

Además, se aprobó la reinstauración de la bicameralidad, lo que a su vez retoma la reelección parlamentaria. Según el mercado, esto no disminuiría la volatilidad política. De esta manera, la eventual aprobación del séptimo retiro de los fondos de pensiones se posterga y se materializaría el segundo trimestre.

GRÁFICO 9. ENCUESTA PRESIDENCIAL MÉXICO

Preferencia bruta | %

• Claudia Sheinbaum • Xóchitl Gálvez • Jorge Álvarez • Ninguno/no declara

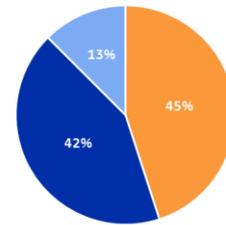


Fuente: Mitofsky, febrero de 2024.

GRÁFICO 10. COMPOSICIÓN SENADO DE CHILE

%

• Oficialismo • Oposición • Otros

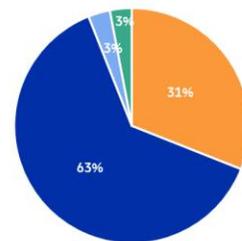


Fuente: Senado de Chile.

GRÁFICO 11. APROBACIÓN PRESIDENCIAL DE CHILE

%

• Aprueba • Desaprueba • Ninguno • No sabe/ no responde



Fuente: CADEM, datos al 15 de marzo de 2024.

### Colombia: el gobierno pierde poder

El partido de gobierno en Colombia ha perdido capital político de manera acelerada con Petro mostrando la peor aprobación presidencial de la región. **Este contexto se vio respaldado con los resultados de las elecciones regionales de 2023, en las que la oposición triunfó por amplias mayorías, además del abandono de algunos partidos de la coalición de gobierno, perdiendo representación en el Congreso.**

En consecuencia, sus polémicas reformas han perdido popularidad, presentando un avance lento y dejándolas en riesgo de ser archivadas si no son aprobadas antes del 20 de junio. **Con respecto a la pensional, la única que tiene cierta posibilidad de avanzar, no se ha alcanzado el quórum para ser votada en una serie de ocasiones en el Senado, con la oposición abandonando el recinto. La reforma de salud, por su parte, también enfrenta dificultades para avanzar, mientras que la laboral es probable que se vuelva a archivar.**

Como un intento de salvavidas, el último anuncio del presidente consistió en convocar a una asamblea constituyente en torno a una serie de temas y sin intención de cambiar la constitución del 91 ni, en sus palabras, “perpetuarme en el poder”. **Si bien el presidente compartió un listado de 8 puntos que sustentan su necesidad de llamar a dicha asamblea en la realidad, su aprobación es prácticamente improbable sin contar con las mayorías absolutas en el congreso.**

### Argentina: todo lo que sube, tiene que caer

La asunción del nuevo gobierno vino de la mano del anuncio de reformas contundentes para disminuir el gasto fiscal. Dentro de ellas se encuentran el Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU, que cuenta con más de 300 medidas de desregulación económica), así como la devaluación del peso, y el ingreso de la Ley de Bases y Puntos de Partida para la Libertad de los argentinos (Ómnibus, que incluye la disminución del número de diputados y privatización de algunas empresas públicas), entre otras. Ambas iniciativas fracasaron en el congreso, y respecto de la segunda, se anunció una versión acotada de la Ley Ómnibus, que incluirá del orden de 200 artículos, alrededor de un tercio de la anterior. De todas maneras, el gobierno realizará el ajuste fiscal aún cuando estas reformas no sean exitosas en su tramitación.

**El objetivo del gobierno con estas reformas profundas es forzar a la economía a pasar por un periodo de recesión profunda, para resolver los desequilibrios macroeconómicos y comenzar a ver brotes verdes de cara a la segunda mitad de este año.** Así, las cifras de actividad de cierre de 2023 e inicios de 2024 están mostrando significativas contracciones, pero de lo contrario, la inflación bajó considerablemente desde su *peak* mensual en diciembre, y en febrero anotó un 13.2% mensual.

El índice de confianza en el gobierno (ICG) continúa alto, pero baja en febrero por segundo mes consecutivo. A su vez, a los 100 días de gobierno la aprobación presidencial alcanzó un 51.5%, sobre el 50%. Sin embargo, el 59.8% de los encuestados respondió que la situación económica está peor que antes.

### **ACCIONES LATINOAMERICANAS SOBRECASIGADAS**

Las acciones latinoamericanas fueron de las grandes ganadoras de 2023, lo que se exacerbó con el “santa rally” de cierre de año, en que subieron a doble dígito en los últimos dos meses del año. De cara a 2024, los activos de riesgo de la región cuentan con sustento económico y fundamentos sólidos que permitirían se mantenga el *outperformance*.

En este contexto, y a diferencia de las otras regiones del mundo, las **valorizaciones continúan atractivas** (Gráfico 12). Así, y en términos históricos, destaca el descuento de las acciones colombianas (P/U a doce meses [*fwd.*] ~0.8 desviaciones estándar bajo promedio 5 años), mientras que México, Chile y Brasil exhiben un menor, pero aún atractivo, descuento. En términos relativos, todas con excepción de México transan con P/U *fwd.* bajo pares emergentes, pudiendo estar justificado por valorizaciones estructuralmente superiores por el *nearshoring*.

Los adelantados recortes en las tasas de referencia dan soporte a la actividad económica y a los activos de riesgo, ya que son favorables para la situación financiera de las compañías y para descontar flujos de caja con tasas en niveles más cercanos a los últimos diez años.

La estabilidad macroeconómica de la región que le permitirá mantener el ritmo de crecimiento en 2024, y la resiliencia económica de algunos países, también le dan sustento al desempeño accionario.

Por otro lado, se mantiene el **momentum de flujos de inversión**, con entradas netas al principal ETF de la región por 30% del AUM en el último año.

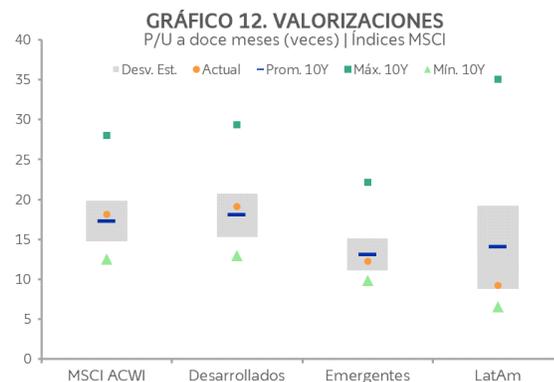
### BONOS QUE PAGAN, CON MENOS RIESGO

Por parte de los bonos, una serie de factores también apoyan un mejor rendimiento de la renta fija regional respecto de otras zonas.

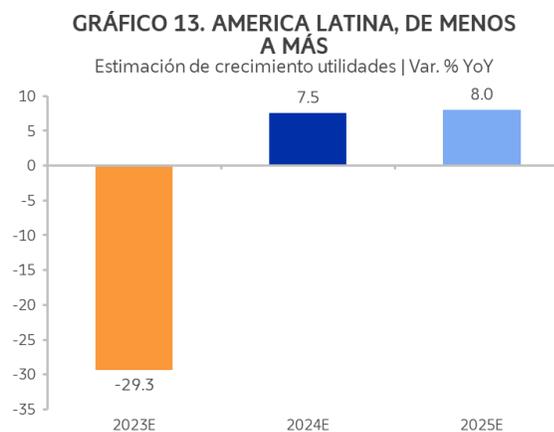
Los rendimientos de los bonos corporativos son más altos que comparables en países desarrollados, con compañías que mantienen un nivel bajo de apalancamiento, luego de haber alcanzado un *peak* en el segundo trimestre de 2016 (Gráfico 14). De esta manera, los bonos latinoamericanos pagan más ajustado por el riesgo de crédito de los emisores (Gráfico 15).

La mejora en la calidad crediticia promedio se compara positivamente con índices de la misma calidad en otras regiones emergentes, lo que se evidencia en tasas de **default que se han mantenido relativamente estables**, sin las llamativas alzas vistas en los últimos años en otras regiones más expuestas a conflictos geopolíticos (Tabla 3).

Por el lado de la deuda local, las tasas de interés tienen un devengo atractivo, además de potenciales ganancias de capital. Respecto de las monedas, existe cierta capacidad de apreciación, con excepción del peso mexicano.



Fuente: Bloomberg, datos al 20 de marzo de 2024.



Fuente: MSCI, Fasset, datos al 15 de marzo de 2024.

Tabla 3. Probabilidad de default								2024F	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Ex. 100% cuasi	Inc. 100% cuasi
Asia	1.0%	2.5%	1.8%	3.4%	13.3%	16.8%	10.0%	4.5%	4.5%
Europa EM	3.6%	0.0%	0.0%	3.3%	0.0%	31.4%	20.8%	3.0%	2.6%
América Latina	2.0%	2.1%	2.3%	4.4%	2.5%	3.7%	5.4%	5.6%	3.9%
EMEA	3.2%	0.0%	1.8%	2.1%	0.0%	0.6%	0.0%	0.5%	0.4%

Fuente: JP Morgan, datos al cierre de 2023. Ex./Inc. 100% cuasi = Excluye/incluye papeles cuasi soberanos.

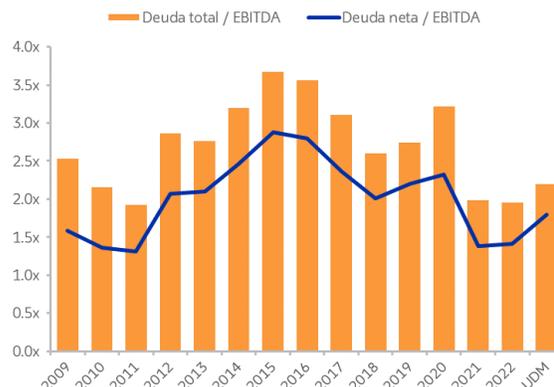
**TODO ESCENARIO SUPONE RIESGOS**

El escenario para la región está sujeto a riesgos tanto globales como locales.

A nivel mundial, existe un riesgo que el crecimiento económico se estabilice en niveles estructuralmente más bajos, mientras que tanto la inflación como las tasas de interés se mantengan más altas por un tiempo más prolongado (o para siempre). A pesar de los vientos a favor que tiene la economía latinoamericana, el impulso externo y la posibilidad de endeudarse a tasas estructuralmente más altas, frenarían la actividad económica.

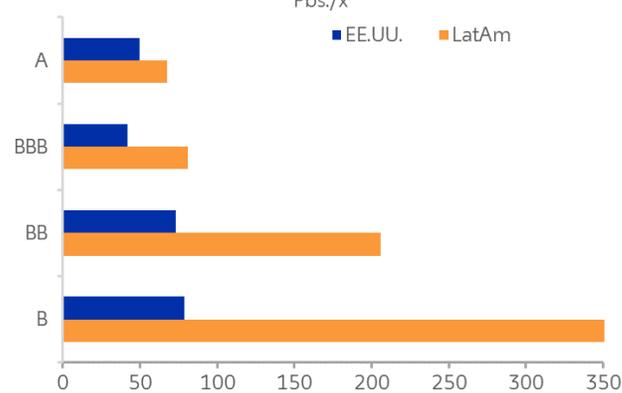
Por otro lado, está la posibilidad de una recesión global profunda, que era el escenario esperado hace alrededor de un año. Los focos de una pronunciada desaceleración económica pueden venir de EE.UU. o China, siendo la causante en el primero un eventual *policy error* de parte del Fed de mantener las tasas altas por mucho tiempo, mientras que, por el lado del gigante asiático, la falta de estímulos fiscales sustanciales o un eventual reventón de la crisis inmobiliaria podrían llevar a que la economía se desmorone.

**GRÁFICO 14. RATIOS DE ENDEUDAMIENTO**



Fuente: JP Morgan, datos al 28 de noviembre de 2023 (UDM = últimos doce meses).

**GRÁFICO 15. SPREAD AJUSTADO POR APALANCAMIENTO**



Fuente: Bank of America, datos al 31 de enero de 2024.

Por otro lado, 2024 será un año cargado de elecciones a nivel global, en las que más de la mitad de la población mundial se someterá a algún tipo de votaciones. Para la región, son especialmente importantes los desenlaces de las elecciones estadounidenses en noviembre, así como las de México y Brasil en junio y octubre respectivamente.

Por último, la idiosincrasia de la región la ha hecho pasar por periodos de alta volatilidad, que han tenido efectos en los mercados financieros y la percepción de riesgo. El apoyo a medidas populistas, demostraciones de descontento social, o que se exacerben los problemas de seguridad e inmigración, entre otros factores, pueden causar problemas de ingobernabilidad y permear al sentimiento de los inversionistas.

**NUEVA ERA PARA LOS ACTIVOS LATINOAMERICANOS**

Para concluir, tanto factores cíclicos como estructurales sugieren que más que una tregua para los activos latinoamericanos, estamos entrando en una nueva era. De esta manera, los primeros se pueden resumir en el pragmatismo que ha mostrado la clase política regional, la disciplina monetaria que permitió comenzar de manera anticipada los ciclos de recortes de tasas de interés y la lejanía de los conflictos armados en curso. Por el lado estructural, y a pesar de los vaivenes políticos, la región cuenta con instituciones y democracias que funcionan, la transición energética entregará un impulso adicional a la economía latinoamericana y la fragmentación global y *nearshoring* crean nuevas oportunidades para la participación de la región en el comercio global.

Todo lo anterior entrega un respaldo para que las economías latinoamericanas cuenten con una trayectoria de crecimiento económico estable, lo que también favorece la inversión en las distintas clases de activo de la región.

Por el lado de las acciones, las valorizaciones lucen atractivas en términos históricos y con respecto a pares, lo que parece ser algo injustificado y ha dado soporte para el mejor desempeño que han tenido los mercados latinoamericanos. Los bonos de la región ofrecen altos *yields* y con menor riesgo, y el *carry* de las tasas locales también es atractivo.

Considerando los riesgos, la probabilidad de que se materialicen no es significativa y creemos que los dos últimos años en los que se vieron mejoras significativas en los mercados de la región, son un puntapié inicial para la nueva era de inversión en América Latina.

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass y/o personas relacionadas ("*Compass*"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.