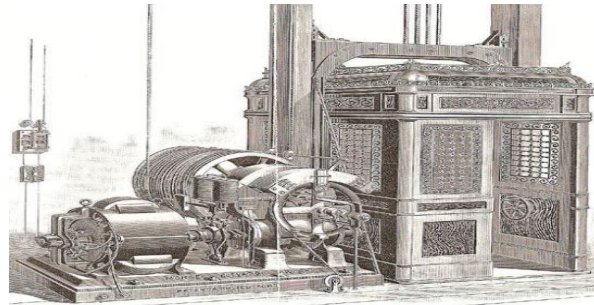


"There is no elevator to success,
you have to take the stairs". Zig Ziglar.

Estimado Inversorista,

A continuación, nuestro informe macro sobre la situación actual.



Luego de la recta final del 2023, esperamos por data económica relevante en Q1 2024 que posiblemente siga consolidando el *soft landing*. Esto mejorará nuestro pronóstico para el año. Asimismo, esa data nos dará mayor certeza sobre la expectativa de tasas de interés, elemento clave para la continuación del *rally* en los mercados. Existe actualmente un debate sobre si la economía está creciendo lo suficiente como para soportar tasas relativamente altas con inflación bajista; o si este ambiente de tasas contraiga el crecimiento que se ha logrado establecer durante 2023.

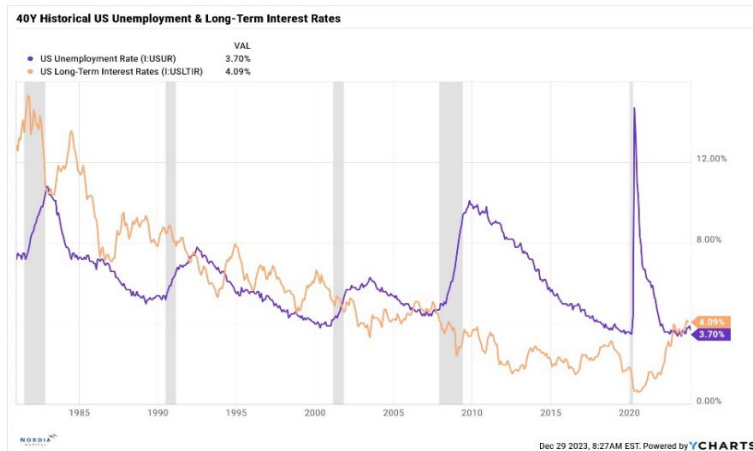
La última reunión de la Fed nos dio un mejor pronóstico, favoreciendo un ambiente positivo para 2024. Actualmente sólo el 2% de los analistas afirman que la Fed seguirá subiendo las tasas, mientras que el otro 98% afirma que hemos llegado al tope en la tasa actual de 5.25-5.50. Nuestra posición está con el 98%. Consideramos que el efecto que tuvieron los aumentos de tasas está por verse en Q2 2024, y no anticipamos que la Fed realice más movimientos antes de Q3 2024. Ciertos analistas esperan recortes de tasas para Q1 2024, evento que vemos poco probable.

El éxito de la gestión de la Fed parece evidente, al haber evitado una recesión, reducido la inflación y estabilizado el crecimiento; evitando la estanflación de la economía norteamericana. Incluso el mercado laboral se ha mantenido constante y favorable en términos de desempleo, es decir, que ha permitido a la Fed tener menor presión sobre el aumento de tasas de interés.

Solamente con base en los reportes de inflación, quizás parte del mercado esté siendo demasiado optimista en cuanto a la continuación del *rally* en 2024. En 2022 y 2023, la bolsa ha reaccionado con reportes de CPI porque la tasa de inflación es -en este ambiente- el principal *leading indicator* de la tasa Fed. Sin embargo, al haber llegado al fin del aumento de tasas, el mercado no seguirá subiendo fácilmente por el ascensor de la desinflación, sino por las escaleras de las ganancias corporativas y un PIB sostenible.



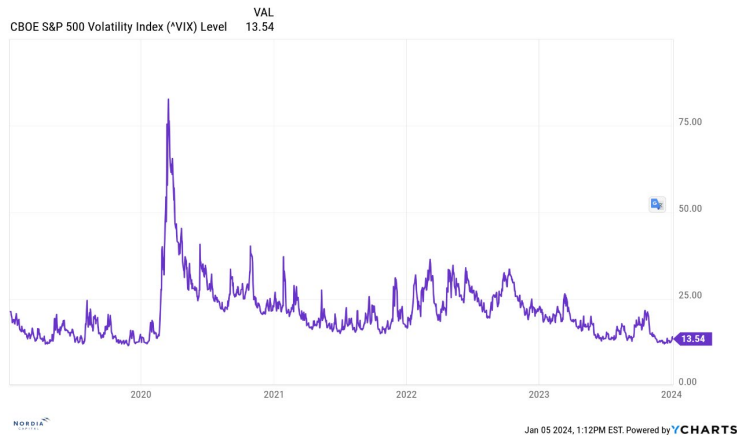
Podría equivocarse el mercado asumiendo que la inflación bajista equivale a futuras tasas inferiores. En nuestra opinión, en 2024 los niveles técnicos del mercado deben estar soportados por el crecimiento la economía y de las ganancias, acompañado de un consumidor optimista que depende de un mercado laboral estable. El *inflation trade* ya está descontado, y si el PIB sigue creciendo en este ambiente de tasas, la Fed las mantendrá altas para alargar el ciclo económico.



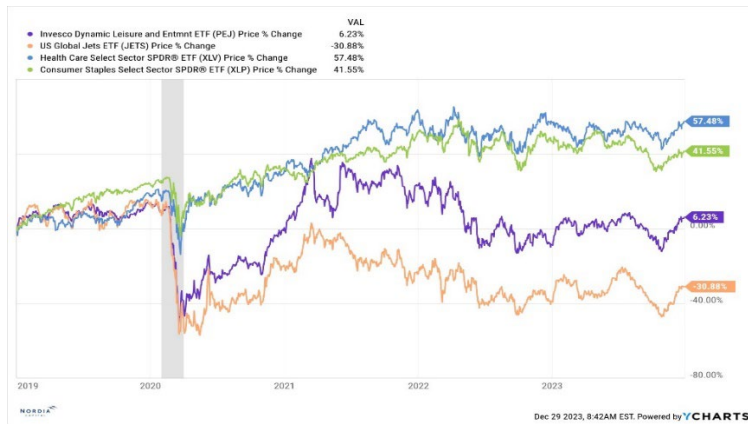
Los resultados de ganancias corporativas de Q4 2023 nos darán una base para analizar lo anterior. Por el momento, el pronóstico de ganancias es positivo para 2024. La pregunta es si será sostenible en el mediano plazo. En general, esperamos que el consumo se mantenga estable mientras se materializa el *soft landing*, momento que moverá el foco de análisis hacia otras variables que un simple CPI mensual.



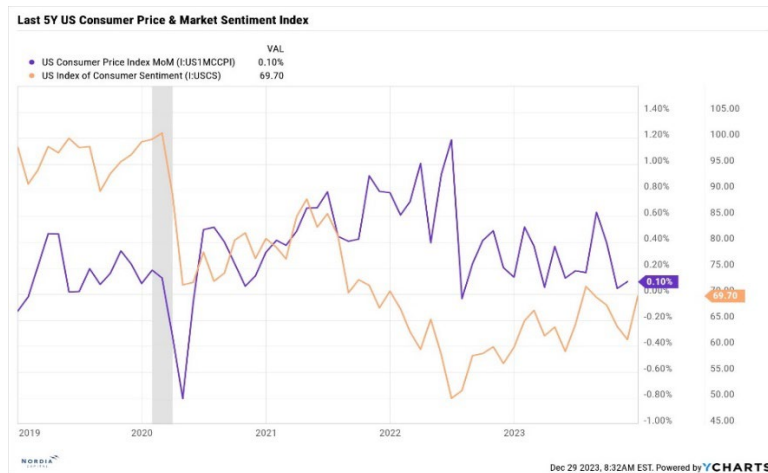
Últimamente se han estado proyectando escenarios negativos. Con razón, el inversionista promedio teme por la volatilidad repetida de la historia reciente. En tan sólo 3.5 años, hemos vivido 2 *bear markets*, inflación casi sin precedentes, la peor caída de los bonos de la historia, guerras, entre varios otros eventos negativos. Pero también superamos una pandemia, los mercados tocaron altos históricos en 2021 y en 2023, la situación bélica en Europa ha mejorado, etc. En nuestra opinión, debemos enfocarnos en que el 2023 puso una pausa a los niveles de volatilidad elevados, y esos niveles se mantendrán por debajo del promedio del período 2020-2022. Es momento de regresar a posiciones *core* de alta calidad en acciones.



Algunos de los sectores más afectados por el COVID se han recuperado, incluso a niveles superiores a 2019. Aerolíneas, hotelería, entretenimiento, y otros que aportan considerablemente al PIB global se están estabilizando, bien sea por su recuperación normal o porque la competencia desapareció.



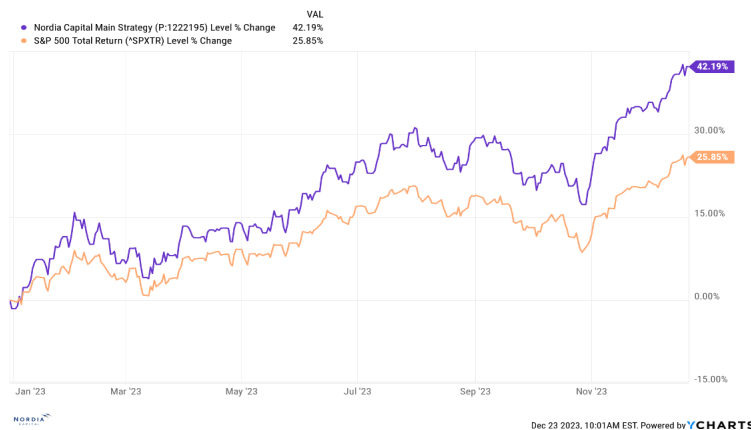
Esto aporta al indicio de que el consumidor está retomando sus patrones habituales de gasto. En este punto, hay una consideración especial a tomar en Q4, y es cuidar que estos patrones no respondan únicamente a la temporalidad del trimestre, sino que puedan mantenerse durante los próximos tiempos.



Las prebendas de la era COVID causaron una realidad ficticia, seguida de un aterrizaje forzoso y un abrupto aumento de tasas, causado por una inflación de casi 9.5%. Los inversionistas creyeron que el *rally* del 2021 tenía sustento a largo plazo, y luego se dieron cuenta que era algo mayormente especulativo e insostenible a mediano plazo. Los unicornios desaparecieron debido a sus altas necesidades de liquidez sin dar rentabilidad, y las empresas establecidas se volvieron más fuertes. Quedó la incertidumbre en cuanto a si la recuperación actual tiene su soporte en ganancias sostenibles a mediano plazo. En nuestra opinión sí lo tiene.



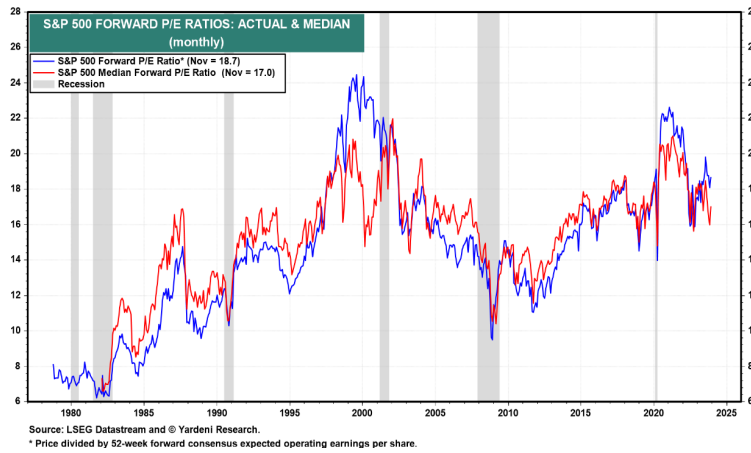
La cautela del inversionista y el sentimiento negativo en 2022 fue coherente *vis a vis* las condiciones del entorno. Podemos afirmar que ahora hemos regresado a un mercado teórico, lo que es favorable. A comienzos del año pasado, escribimos que hacía falta una limpieza en el mercado para regresar a lo tangible. Los rendimientos del 2023 nos demuestran que el inversionista vuelve a la teoría, a los equilibrios financieros, y a las empresas de calidad líderes de sus industrias, que efectivamente, son mejores que el promedio. *And we took those stairs.*



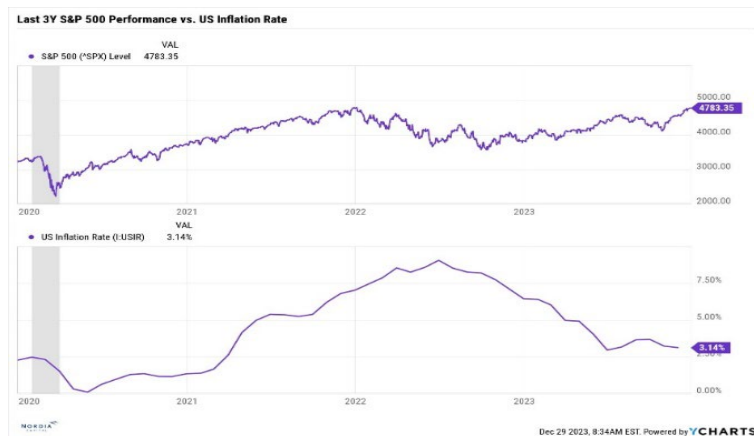
Hace varios años, diseñamos modelos de inversión que han comprobado ser resilientes, y que mejoran progresivamente con el estudio que les dedicamos. Nuestra disciplina haciendo inversiones altamente reconocidas y seguras se mantiene a pesar de los permanentes cambios en la economía. A pesar de la volatilidad del 2022, nuestros clientes recuperaron los altos históricos desde el mes de julio 2023 sin que

el S&P 500 hubiera recuperado aún esos niveles. Esta confirmación valida lo que anticipábamos, refuerza nuestro proceso de inversión, y prueba el cumplimiento de nuestra responsabilidad fiduciaria.

Vemos el 2024 como un año de estabilización. Aunque fundamentalmente optimistas, tenemos cautela frente a una posible sobrevaloración de los activos en Q2 2024. El 2023 nos sorprendió para bien, y fue técnicamente favorable a final de año. Otros riesgos han disminuido como lo fue la crisis energética que pesaba tanto sobre la inflación global, lo que evitó una recesión profunda a nivel global. Recordemos que en 2022 la importación de energía en Europa creó déficit y disminuciones en las reservas estratégicas de petróleo, factor que pudo ser resuelto a tiempo gracias al apoyo internacional de los países de la OTAN.

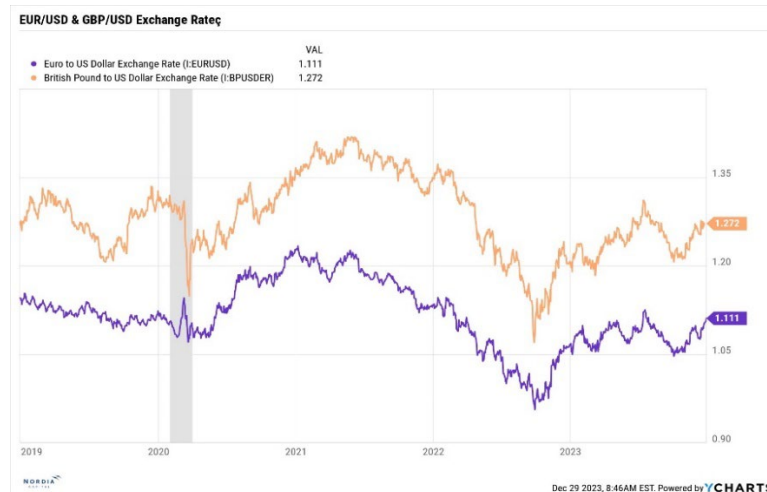


La burbuja de valoraciones de 2021 seguida de un *bear market* inflacionario ha concluido, para iniciar lo que será posiblemente un nuevo ciclo económico de crecimiento más orgánico que aquél que se intentó auxiliar en 2020. El escenario de la recesión económica parece estar finalmente descartado en el corto plazo, más aún cuando la Fed anunció que las condiciones financieras serán menos restrictivas durante los próximos años. A medida que las tasas de interés se estabilizan y la inflación disminuye, también se ha disipado la alta volatilidad.

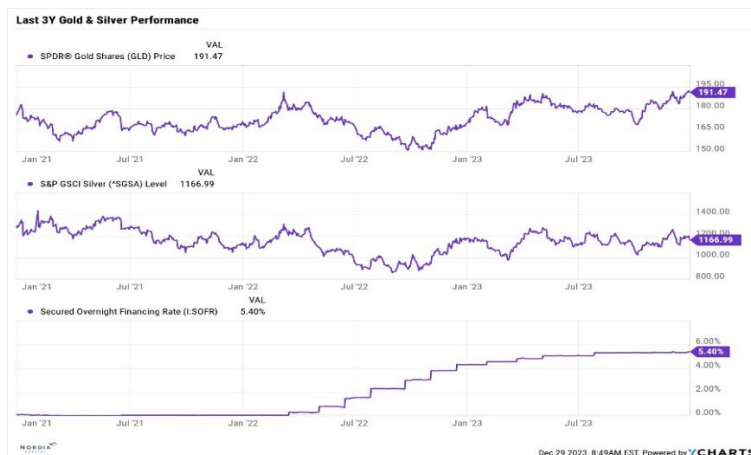


El hecho de que el USD ha estado fortaleciéndose frente a otras monedas ha favorecido las altas posiciones en *cash*, sobre todo en 2022 y parte de 2023. Estimamos que las posiciones en efectivo disminuyan en 2024, pues con menos conflictos en el panorama, regresa la inversión en títulos valores por parte de actores importantes del mercado (fondos de pensión, *hedge funds*, tesorerías de bancos, entre otros). Otro

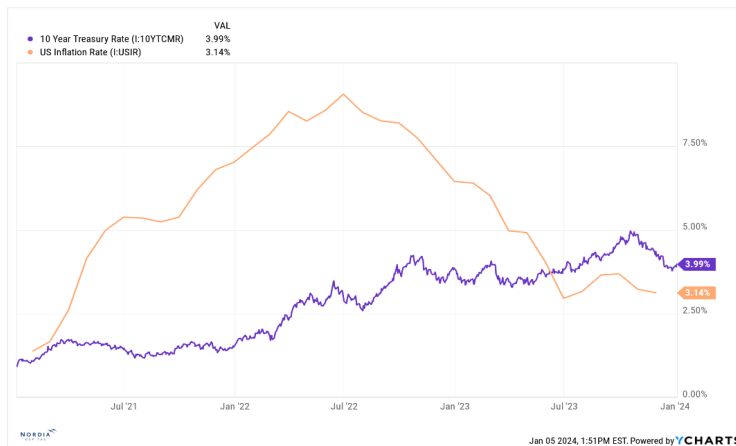
elemento notable es que participación de los inversionistas en el mercado ha sido relativamente baja -a pesar del *rally* de Q4 2023- durante los últimos años y esa participación regresará a sus niveles normales en 2024, factor que servirá de soporte para los índices.



Preferimos bonos, acciones, y metales ante *cash* en 2024. Las ganancias corporativas y las valoraciones -de las buenas empresas- se han sostenido a pesar del aumento en las tasas de interés. Esto es fundamental. En el nuevo ciclo que inicia, tendremos una tasa de descuento mayor a la que tuvimos en el ciclo 2009-2020. Lo mismo aplicará para la inflación. El inversionista ha estado descontando esto durante 2023, y vemos el 2024 agregando otro 9%-12% al S&P500 (5,150 *pts. target*). Consideramos que las acciones de alta calidad, los bonos de alto grado, y los metales serán los principales *outperformers* en 2024.

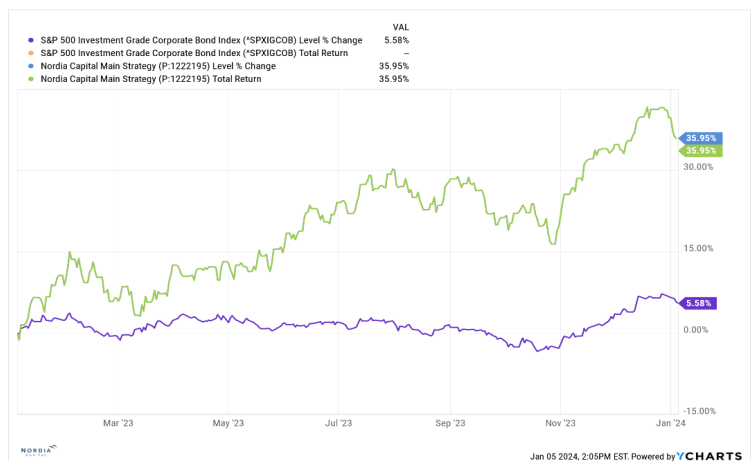


Este año será clave en términos de posicionamiento, pues seguramente será un año de disminución de tasas e inflación. De ser así, los mercados llegarán a sus altos históricos, los bonos se estabilizarán, y los rendimientos reales -por primera vez en mucho tiempo bajo estas condiciones económicas- serán positivos. Ahora bien, algunos inversionistas deberán tener especial cuidado, pues aquellas empresas débiles y endeudadas tendrán mayores dificultades bajo las características de este nuevo ciclo económico.



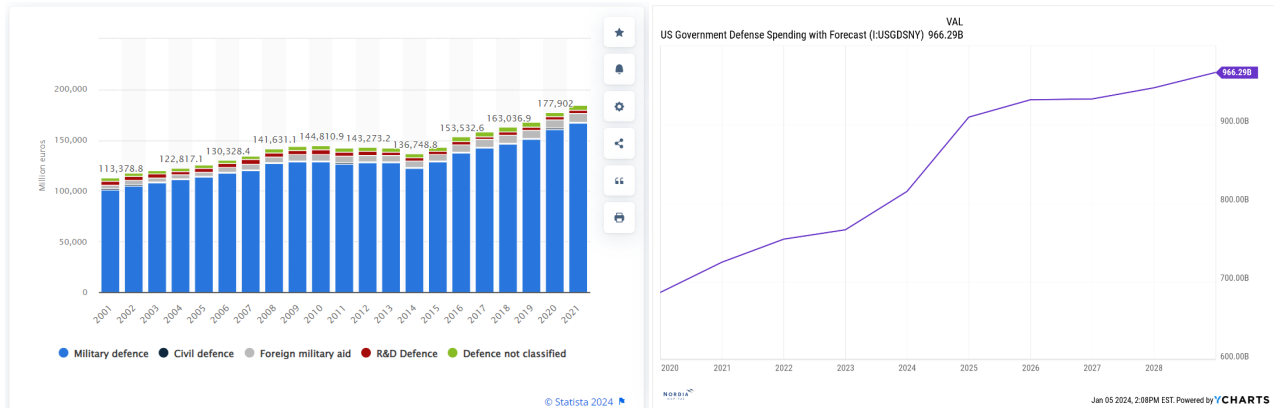
Los mercados financieros se beneficiarán eventualmente de una reducción en las tasas, pero mientras eso ocurre, veremos el promedio de las ganancias corporativas disminuyendo, mientras se ajustan a las nuevas reglas de juego. Ni la Fed, ni los bancos, ni los inversionistas, cometerán los mismos errores que durante la rumba de liquidez del 2021. El año 2023 confirma que el crecimiento artificial termina en crisis, y que a pesar de que la especulación lleve a parte del mercado a tomar el ascensor (2021), el sistema se encarga de que regresen a las escaleras (*Take the Stairs*). Debemos ser cautelosos con las valoraciones que actualmente descuentan una reducción de tasas de 0.75bps en 2024. Aunque podamos valorar con la tasa de descuento estabilizada, no debemos contar con dicha reducción.

El hecho de habernos mantenido pacientes y estudiosos permitió a nuestros clientes aprovecharse de un posicionamiento estratégico al inicio de 2023. Bonos a descuento, empresas sólidas y de vanguardia, y una infra ponderación en petróleo. Como siempre, elementos como balance, ganancias, flujo de caja, trayectoria, *management*, y cuotas de mercado es donde nos enfocamos para aumentar nuestras posiciones tradicionales en precios descontados durante 2024. Vemos un inicio de año positivo, para posiblemente entrar en un período corto de volatilidad dado (i) las incertidumbres políticas en EEUU; y (ii) un período neutral (sin recesión) de las ganancias corporativas.



Desde el punto de vista geopolítico, los riesgos son descontados eficientemente por los mercados. Por ejemplo, el *trade war* en 2017, *Covid* en 2020, Rusia en 2022, Palestina en 2023, y veremos qué se suma en 2024. Todo evento individual que impacta notablemente a las grandes economías es potencialmente

geopolítico. Puntualmente, las consecuencias económicas actuales están ocasionando un mayor gasto público en infraestructura y defensa, sectores que actualmente consideramos como un buen *hedge*. Europa y Medio Oriente tendrán que invertir una cuota mayor de su PIB en estos sectores para poder renovar su defensa y mejorar sus infraestructuras que suelen ser obsoletas.

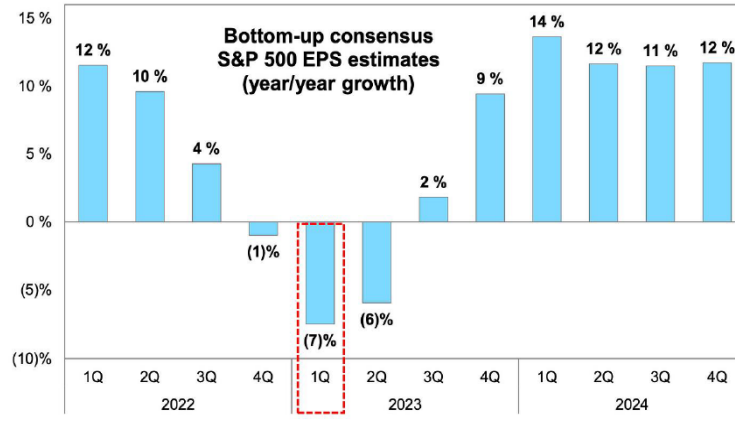


Finalmente, vemos que los metales (principalmente oro y plata) saldrán beneficiados de un ambiente de tasas bajista, debido a su correlación con la tasa de rendimiento real. Históricamente, las políticas monetarias acomodaticias se traducen en la disminución de los rendimientos reales de largo plazo, evento que impulsa el precio del oro. La correlación inversa tardía (*lagged negative correlation*) entre el rendimiento negativo y el precio del oro nos lleva a la conclusión de que es buen momento para agregarlos como otro *hedge* de corto plazo. Adicionalmente, el oro tiende a subir cuando inician los recortes de la Fed. Y a pesar de lo teórico, tendrá su función de catalizador de volatilidad frente a los riesgos políticos y de ganancias en 2024.



Finalmente, podemos virar hacia un año que tendrá un crecimiento sostenido por fundamentales económicos favorables. A pesar de una leve disminución que posiblemente veremos en el crecimiento en general, esa disminución ayudará a que otros sectores que faltan por enfriarse lo hagan (consumo discrecional, energía, tecnología), y que sigan consolidándose las valoraciones.

Desde 1948, el 75% de los ciclos de debilidad en ganancias han terminado en períodos positivos para el S&P 500, y en 4 de las últimas 7 contracciones de ganancias corporativas no se ha conformado una recesión económica. Consideramos que este será el caso en 2024.



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Así, en 2022 nos dijeron que la inflación se mantendría sobre 5% durante años. Luego que la Fed llegaría a 8%. Después, que la recesión en 2023 era inminente. De forma contradictoria, poco después nos hicieron pensar que bajo 5.5% *Fed end-Rate* la economía no aguantaría hasta el 2024. Y, para terminar, el mercado creyó que la inflación -y en algunos casos el *end rate*- bajarían a 2% en 2023. Para nosotros estos eran *tail risks*. Aquí nos encontramos iniciando el 2024, con estimaciones coherentes, inflación de 3.3%, y el *Fed Rate* mantenido en 5.5%, sin recesión. El sentimiento del inversionista mueve el mercado y no lo es todo. Las ganancias y los balances lo mueven menos, siendo esto lo verdaderamente relevante. Tras 4 años posicionando a nuestros clientes -y evitando el ruido-, ha llegado el momento de ver un mercado que pasó por la especulación, la ilusión, la volatilidad, y el miedo; para regresar al análisis fundamental y la sustancia.

Nos mantenemos disciplinados con nuestras inversiones, y subiremos cada día un escalón más.

Trust the staircase, stay invested.

Agradeciendo su confianza, reciban saludos cordiales.

Gonzalo Rodriguez
Chief Investment Officer
Nordia Capital

Aviso legal

Esta opinión está dirigida a inversionistas y es netamente informativa. En consecuencia, su contenido no debe utilizarse como recomendación sobre inversiones. Si usted tiene alguna duda o desea realizar inversiones con base en este documento, debe consultar con su Asesor de Inversiones en NORDIA INVESTMENT ADVISORS. La rentabilidad registrada en el pasado no es promesa o garantía de rentabilidades futuras. El valor de las inversiones y el rendimiento obtenido de las mismas puede experimentar variaciones al alza y a la baja y cabe que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Dado que los fondos se invierten en mercados internacionales, las oscilaciones entre los tipos de cambio pueden modificar positiva o negativamente cualquier ganancia relativa a una inversión. Pueden darse ciertos cambios en las imposiciones fiscales y en las desgravaciones. Para aclaratorias sobre este aviso, consulte con su Asesor de Inversiones en NORDIA INVESTMENT ADVISORS.