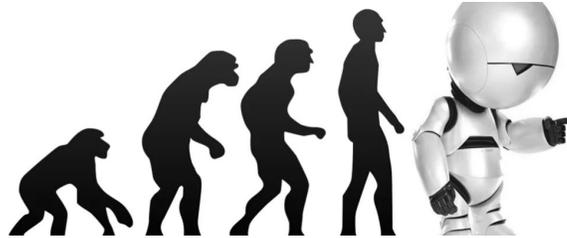


"We can't predict the future,
and we cannot change the past". A Robot.

Estimado Inversorista,

A continuación, nuestro informe macro sobre la situación actual.



El primer robot que se conoció fue fabricado por *Westinghouse* en 1939. Un alto artefacto que tenía memoria para 700 palabras, y hasta podía lograr una breve conversación. El término "Robot" se deriva de la palabra checa *robota*, que se utilizaba en el siglo XIX para el período de trabajo que un siervo debía otorgar a su superior. Durante un largo tiempo, los robots se usaron de manera ficticia en las películas como aparatos malignos que optaban por destruir a su creador. Con la evolución de la ciencia, ahora los utilizamos en nuestro día a día para el transporte, medicina, tareas industriales, carga pesada, entre muchas otras. Nos ayudan en lograr mayor eficiencia, mejor precisión, mayor velocidad, y hasta en ampliar la realidad. El constante elogio de la inteligencia artificial (AI) durante el año 2023 no es más que destacar una forma nueva de robot, ahora aplicable a los productos y servicios tecnológicos que nos facilitan la vida cotidiana. Esta tecnología de magnitud secular ha causado nuevas expectativas de crecimiento en los mercados que han opacado los temas centrales causantes de la volatilidad del 2022. Nos mantenemos atentos a estos temas, informando por esta vía que no la podría redactar un robot.

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*
S&P 500 32.4%	S&P 500 13.7%	S&P 500 1.4%	Commodities 17.5%	MSCI EM 37.8%	Cash 1.8%	S&P 500 31.5%	Gold 24.8%	Commodities 46.3%	Commodities 31.1%	S&P 500 9.6%
MSCI EAFE 23.3%	REITS 11.7%	US Treasuries 0.8%	Global HY 14.8%	MSCI EAFE 25.9%	US Treasuries 0.8%	REITS 27.4%	MSCI EM 18.8%	REITS 37.1%	Cash 1.5%	Gold 7.5%
Global HY 8.0%	US Treasuries 6.0%	Cash 0.1%	S&P 500 12.0%	S&P 500 22.0%	Gold -1.9%	MSCI EAFE 22.8%	S&P 500 18.4%	S&P 500 28.7%	Gold -0.8%	MSCI EAFE 7.2%
REITS 0.7%	Global IG 3.2%	MSCI EAFE -0.8%	MSCI EM 11.2%	Gold 12.9%	Global HY -3.3%	Commodities 20.1%	Global IG 10.3%	MSCI EAFE 11.9%	US Treasuries -12.9%	Global HY 3.2%
Global IG 0.1%	Gold 0.1%	REITS -3.4%	Gold 8.6%	REITS 11.5%	Global IG -3.4%	MSCI EM 18.6%	MSCI EAFE 8.4%	Global HY 1.4%	Global HY -13.2%	Global IG 2.7%
Cash 0.1%	Cash 0.0%	Global IG -3.8%	Global IG 4.3%	Global HY 10.2%	REITS -3.9%	Gold 17.9%	US Treasuries 8.2%	Cash 0.0%	MSCI EAFE -13.9%	US Treasuries 2.4%
Commodities -2.1%	Global HY -0.1%	Global HY -4.2%	REITS 1.3%	Global IG 9.3%	S&P 500 -4.3%	Global HY 13.7%	Global HY 8.0%	MSCI EM -2.5%	Global IG -16.7%	Cash 1.9%
MSCI EM -2.3%	MSCI EM -1.8%	Gold -10.4%	US Treasuries 1.1%	Commodities 7.6%	Commodities -13.1%	Global IG 11.4%	Cash 0.5%	US Treasuries -2.4%	S&P 500 -18.1%	MSCI EM 1.1%
US Treasuries -3.3%	MSCI EAFE -4.5%	MSCI EM -14.9%	MSCI EAFE 1.0%	US Treasuries 2.4%	MSCI EAFE -13.2%	US Treasuries 7.0%	REITS -4.4%	Global IG -3.0%	MSCI EM -19.0%	REITS -2.0%
Gold -27.3%	Commodities -29.3%	Commodities -29.4%	Cash 0.3%	Cash 0.8%	MSCI EM -14.3%	Cash 2.2%	Commodities -15.0%	Gold -4.1%	REITS -25.2%	Commodities -11.4%

BofA GLOBAL RESEARCH

Los niveles de inflación han disminuido desde agosto del año pasado. Sin embargo, pareciera que dicha disminución está perdiendo velocidad. Los últimos reportes de inflación a nivel de productores (PPI) lo demuestra, y este efecto aún no está descontado en los mercados. Con el petróleo subiendo, es probable que tengamos una inflación general (*headline* CPI) en ascenso nuevamente. Ahora bien, los elementos inflacionarios de 2021 producto del crecimiento inorgánico ya se han disipado. El aumento en los precios de la energía -por ejemplo- es algo normal, y esto no ha tenido un efecto fundamental en las tasas inflacionarias de mediano plazo históricamente. Consideramos que la Fed ha culminado -o casi- su ciclo de aumento de tasas, y esto impulsará los índices durante 2024.

Resilient global Q3 growth still pegged at 2%

Global GDP forecasts by quarter and date made



Source: J.P. Morgan Global Economics. July 28, 2023.

Inflation surprises collapse

Inflation surprise index



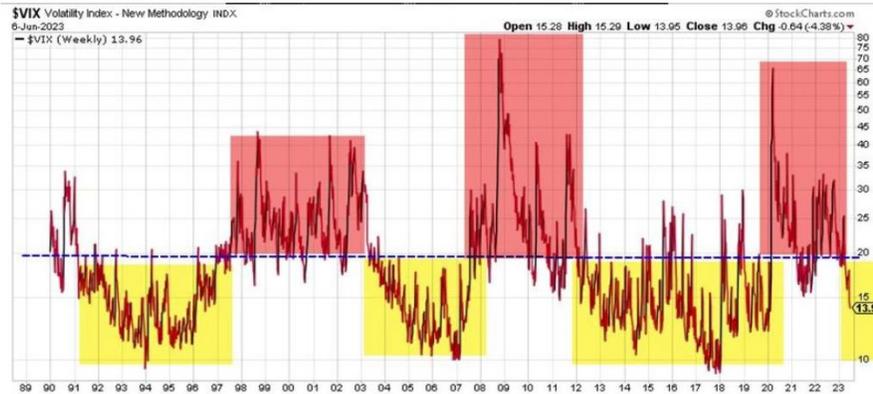
Source: Bloomberg, JPMAM. June 2023.

Nuestra percepción en *Nordia Capital* es que los mercados han descontado la situación actual. No vemos factores que impulsen el *rally* más allá de Q3, antes de ver avances concretos en los niveles inflacionarios, una posición más clara de la FED, y la estabilidad de las ganancias corporativas. Mientras se enfría la demanda laboral, la oferta de empleos sigue recuperándose. Los ingresos están superando la inflación, y esto contrarresta la disminución de la liquidez del 2021. En vista de estas condiciones macro balanceadas, consideramos que la Fed se mantendrá neutra hasta el cierre de 2023.

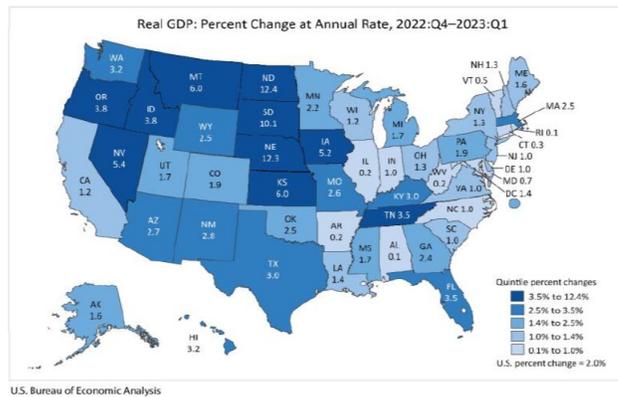


Fuentes: Universidad de Michigan, BLS y Bloomberg Finance L.P. Información a julio de 2023. IPC: Índice de Precios al Consumidor.

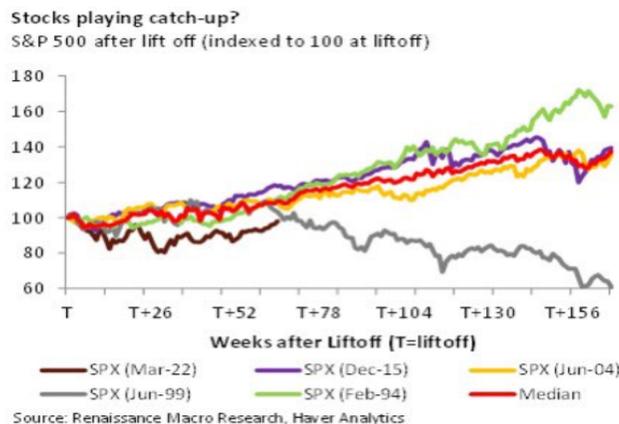
Si bien la volatilidad ha sido baja *vis a vis* 2022, no implica que regresará a niveles altos. La historia refleja que puede mantenerse baja durante períodos largos, sobre todo al iniciar ciclos expansivos. También se ha demostrado que la volatilidad disminuye de forma simultánea con el pico de la inflación (i.e. jul-dic 2022). Posiblemente es momento de esperar que el soporte de los mercados sea sostenible con estos niveles de inflación, sin impacto en las ganancias corporativas.



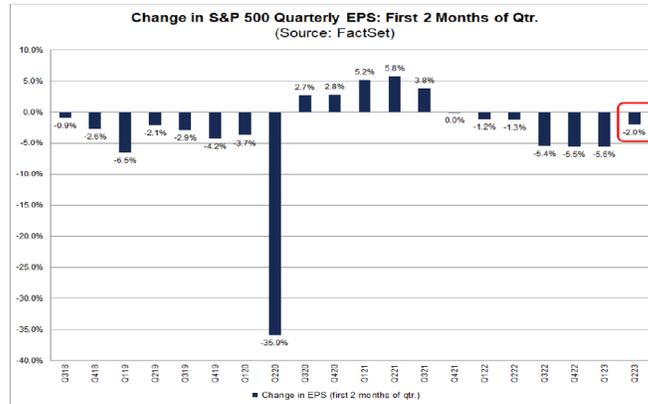
Dado el crecimiento sostenido del PIB en EEUU durante la primera mitad del año, no anticipamos una recesión económica para 2023. Los riesgos de recesión siguen latentes para 2024, aunque sea impreciso afirmar algo sobre esa posibilidad.



La Reserva Federal americana tiene menos presión para seguir subiendo las tasas de interés, debido a una demanda laboral que comienza finalmente a enfriarse mientras la oferta mejora (menor escasez de nuevos empleos). En este sentido, el peor escenario parece quedar en el pasado. El mercado y su historia nos dice que luego de comenzar el ciclo de aumento de tasas, las acciones suben al menos 20% en el corto plazo. Esto ya está ocurriendo. Los principales analistas lo confirman, aumentando sus *targets* del S&P 500 a 4,800 puntos -en promedio- para el cierre de 2023 (+9.09% *to go*).



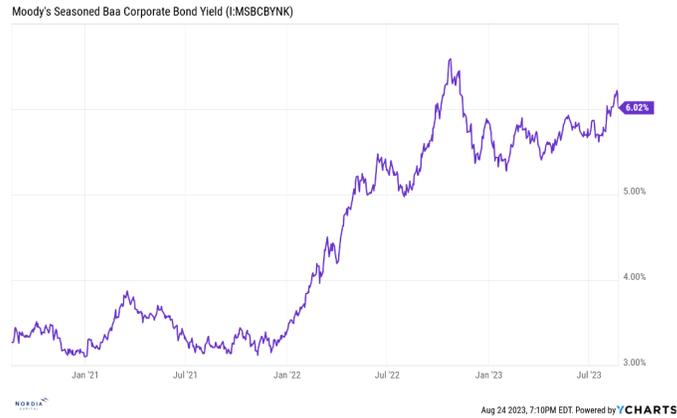
Las empresas de alta calidad y baja deuda han sido *outperformers* del *S&P 500* en el 2023, regresando a su tendencia alcista. Las buenas empresas ayudaron a dar un soporte técnico alrededor de 4,400 puntos al *S&P 500*, gracias a sus crecientes ganancias. Con ello, la volatilidad ha disminuido progresivamente a medida que avanza el 2023, aliviando el nerviosismo de los inversionistas. La revisión negativa de ganancias futuras ha sido inferior que el promedio, lo que resulta en un pronóstico positivo para los trimestres restantes de 2023.



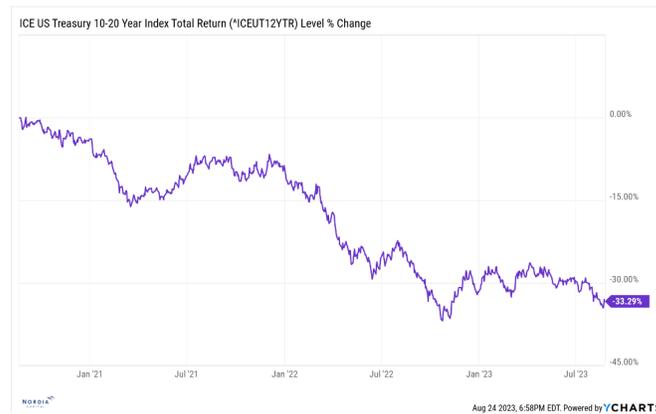
Nuestros pronósticos se han cumplido en cuanto a las valoraciones atractivas del primer semestre del año, y vemos cómo el volumen ha ido regresando hacia los activos de riesgo (acciones). La recesión de ganancias corporativas no ha ocurrido, y la posibilidad de un *soft landing* en EEUU es casi una realidad. Si fuera el caso, la FED habrá actuado con mucho talento, soportando la economía americana y parte del mundo. Como ocurre usualmente, el mercado se adelantó al crecimiento y a buenas noticias. Un viejo y noble *"buy the rumor, sell the news"*.



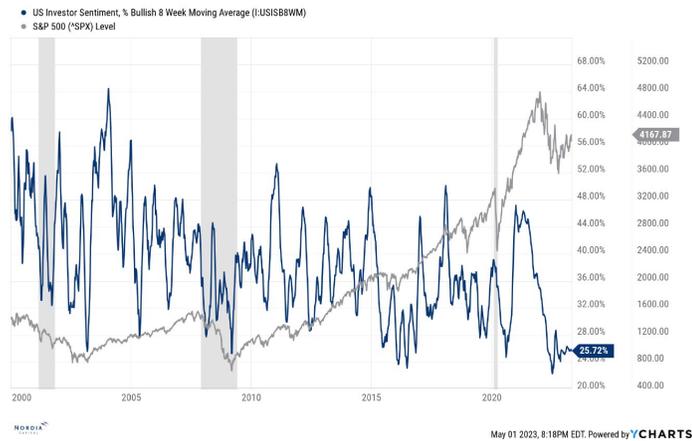
Algunos estudios estadísticos que hemos realizado nos demuestran que lo peor quedó atrás, y que regresaremos gradualmente al optimismo. Pero mientras se consolida la tesis alcista que hemos aprovechado, continuamos invirtiendo en renta fija de alta calidad. Los bonos de alto grado en empresas americanas y europeas siguen atractivos, con descuentos irracionales vs su riesgo, situación que ocurre una vez cada 10-15 años. Aquí existe una clara oportunidad.



Por no dejar el tema a un lado, las quiebras disfrazadas de *takeovers* de bancos en EEUU -y de *Credit Suisse*- a comienzos del año, ocurrieron por un problema de gerencia, más que por deficiencias estructurales del sistema financiero. Estos bancos tomaron posiciones exageradas en activos que perdieron su valor producto del aumento abrupto de tasas de interés. Eso era una posibilidad, como un efecto natural del exceso de liquidez en 2021. Emisión de \$3,000,000,000,000 en liquidez inorgánica = inflación = aumento de tasas = *crash* en los *treasuries*.



Parte de los inversionistas aún se mantienen precavidos por el temor de que la inflación no disminuya, resultando en mayores aumentos de tasas por parte de la Fed. Es un escenario que vemos poco probable, siempre que la inflación se mantenga controlada y disminuyendo hasta llegar a su *target*. Con los datos actuales, diferimos en que la Fed pueda llegar a su objetivo de 2%. Sería preferible para los mercados que la Fed modifique su discurso hacia un *target* de inflación constante de 2.5%-2.7%. Esto sería coherente, y levemente superior al anhelado 2%. La sensibilidad del mercado sobre los anuncios de la Fed es alta, y esto crea incertidumbre. En nuestra opinión, el hecho de que las ganancias corporativas no se hayan quebrado con niveles de 4% de inflación, permite admitir un 2.5% de inflación de largo plazo, sin que esto tenga un efecto negativo. Sería un *non-event* que reduciría la correlación del mercado con la Fed.



Keep calm, 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.