



Entre más cambian las cosas, más permanecen iguales

Llamada Trimestral T4 | 2023



Ahmed Riesgo
 Director de Inversiones
 Insigneo

Resumen Ejecutivo

Visualizamos una trayectoria en forma de 'A' para los mercados, con las acciones inicialmente teniendo un comportamiento positivo y enfrentándose a retos más adelante en el año, a medida que los efectos rezagados de la política monetaria se fueran reflejando en la economía real.

La fortaleza en la actividad económica estadounidense se puede atribuir a las intervenciones de emergencia que ocurrieron durante la pandemia y que dejaron una gran cantidad de ahorros adicionales en los bolsillos de los consumidores norteamericanos, lo que aparentemente retrasó la relación entre el aumento de tasas de interés y una notable desaceleración económica.

Si bien el inicio de una recesión se ha retrasado más

de lo que la mayoría anticipaba, sostenemos que este inicio se aplaza, mas no se evita.

En los próximos seis meses, estimamos un 70% de probabilidad de que evitemos una recesión, un 25% de probabilidad de una recesión leve, y apenas un 5% de una recesión severa. En el próximo año, la probabilidad de una recesión leve aumenta a 55%, la probabilidad de evitar una recesión cae a 35%, y la probabilidad de una recesión severa se incrementa hasta 10%.

En conclusión, anticipamos que EE. UU. experimentará una recesión leve a mitad del próximo año.

La cuenta regresiva hacia una recesión continúa, lo que sugiere un balance riesgo/retorno desfavorable para los activos de riesgo durante los meses restantes de este año y la primera mitad de 2024.

Nuestra proyección en términos de renta fija también implica que estimamos que el bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años ha superado su valor de mercado justo basado en fundamentos económicos, y que está siendo influenciado indebidamente por factores técnicos, como la emisión de deuda del Tesoro y las crecientes preocupaciones sobre los déficits fiscales.

Con las tasas a largo plazo en los niveles actuales, Estados Unidos está comenzando a comprometer su excepcional capacidad de financiamiento, y ahora está incurriendo en una prima a término notable. Este desarrollo creíble limita nuestra postura sobre el rendimiento actual del bono del Tesoro a 10 años del 4.5%, a pesar de nuestra estimación de valor justo entre el 3.55% y el 3.80%.

Dada nuestra expectativa de una recesión en Estados Unidos el próximo año, nuestras recomendaciones estarán enfocadas en adoptar una postura más defensiva en nuestros portafolios durante el cuarto trimestre.

Sectores defensivos, *large cap*, y acciones estadounidenses deberían tener un mejor desempeño, a medida que el crecimiento global comience a desacelerarse el próximo año.

Tal y como ha sido nuestro mantra durante este semestre, seguimos favoreciendo acciones con un mayor factor de calidad, por encima de sus pares de tipo *growth* o *value*.

¿Esta vez realmente es diferente?

Comenzamos el 2023 de forma entusiasta si nos comparamos con el consenso pesimista de Wall Street. Nuestro escepticismo con respecto a las proyecciones generalizadas de una recesión en 2023, así como la expectativa de que el mercado accionario inicialmente iba a ser puesto a prueba antes de recuperarse en la segunda mitad del año, estaban basados en la fortaleza de los datos macroeconómicos. En cambio, visualizamos una trayectoria en forma de ‘A’ para los mercados, con las acciones inicialmente teniendo un comportamiento positivo y enfrentándose a retos más adelante en el año, a medida que los efectos rezagados de la política monetaria se fueran reflejando en

la **economía real**. Durante el verano, mientras que los mercados subían, parecía que incluso nuestras propias proyecciones optimistas podrían haber estado subestimando el ritmo de crecimiento. Probablemente, las tecnologías de inteligencia artificial generativa estuvieran aumentando la productividad y acelerando la rentabilidad antes de lo que habíamos anticipado. Nos mantuvimos estables en ese momento y ahora también ya que, honestamente, no mucho ha cambiado. En términos bayesianos, nuestras probabilidades *a posteriori* coinciden en gran medida con nuestras probabilidades *a priori*. En términos comunes, realmente no hemos aprendido nada nuevo durante el año calendario, o para ser más precisos, no contamos con nuevos datos que nos hagan cambiar nuestras predicciones anteriores. *Plus ça change, plus c’est la même chose*.

Entre más cambian las cosas, más permanecen iguales. Sí, esto es cierto para nuestras expectativas de mercado. Pero sería negligente si no mencionara que cambiamos una proyección económica importante para el año – el PIB real de Estados Unidos. Aumentamos dicha proyección de 0.7% en enero a 2% hoy. La fortaleza en la actividad económica estadounidense se puede atribuir a las intervenciones de emergencia que ocurrieron durante la pandemia y que dejaron una

Exceso de Ahorro de Estados Unidos se Ubica Ahora en USD 400bn desde USD 2.2tn

A este ritmo de gasto, el excedente de ahorros se habrá agotado para el 1T24

- Cambio mensual en el exceso de ahorro (USD bn, izq)
- Excedente de ahorros acumulados de los hogares desde Marzo 2022 (USD bn, der)



Fuente: Pantheon

gran cantidad de ahorros adicionales en los bolsillos de los consumidores norteamericanos, lo que aparentemente retrasó la relación entre el aumento de tasas de interés y una notable desaceleración económica. Si bien el inicio de una recesión se ha retrasado más de lo que la mayoría anticipaba, sostenemos que este inicio se aplaza, mas no se evita. Un punto clave es comprender cómo afectará la reducción del impacto de las políticas relacionadas con la pandemia al panorama económico. El gráfico anterior indica que quedan cerca de USD 400bn de ahorros desde el pico de USD 2.1tn a finales de 2021. Al proyectar el descenso mensual del exceso de ahorros se observa que estos podrían terminarse alrededor del primer trimestre de 2024. Ha habido argumentos en contra indicando que estos ahorros están principalmente en manos del quintil con mayores ingresos y que son menos propensos a gastar; sin embargo, este argumento sigue sin convencernos.

Hay un principio legal conocido como *res ipsa loquitur*, lo que en latín significa “la cosa habla por sí misma.” Este principio le permite a las cortes y a los tribunales deducir negligencia de la naturaleza inherente de un incidente o lesión cuando no hay evidencia directa de las acciones del acusado en casos de agravio. Por ejemplo, si un piano cayera encima de alguien que está pasando, se podría inferir que el propietario, que lo ubicó de forma insegura, es responsable de los daños, ya que los pianos no caen del cielo al azar y sin causa. Este principio puede ser aplicado aquí, y sugiere que el constante gasto de los consumidores implica que la narrativa de ahorros acumulados podría haber sido exagerada. El gasto consistente y el ajuste de los ahorros por parte de los hogares indica una continuación de un crecimiento estable del consumo. Según los datos financieros de la Reserva Federal, parece que el quintil más bajo ya habría gastado todo el exceso de sus ahorros al final de 2022. No obstante, consideramos que los segmentos medios de los hogares todavía cuentan con reservas financieras adecuadas para mantener el ritmo de gasto hasta el primer trimestre de

2024, en línea con lo observado en el gráfico anterior.

Además, incluso con un aumento significativo de las tasas de interés de 550 puntos básicos, el impacto real en los pagos de intereses de la deuda hipotecaria agregada ha sido mínimo debido a la prevalencia de hipotecas fijas a 30 años originalmente establecidas cerca de 3%. En términos reales, esto representa el primer momento en más de cuatro décadas que la tasa de interés efectiva en hipotecas es sustancialmente negativa.

De forma similar para empresas no financieras, ha habido un aumento en la emisión de deuda grado de inversión luego del inicio de la pandemia. Esto estuvo basado en la garantía de la Reserva Federal para deudores corporativos con calificación BBB- o superior, conllevando a un aumento no menor de la emisión durante 2020 y 2021. Las compañías han podido extender su perfil de vencimientos bajo condiciones financieras muy favorables. Incluso si no están tan protegidos como los dueños de viviendas propias con hipotecas tradicionales, muchos emisores de bonos grado de inversión aprovecharon estos momentos oportunos de 2020 y 2021 para extender el plazo de su deuda. En esencia, las empresas no financieras han tenido una protección contra el aumento de las tasas de interés durante este ciclo de incrementos, incluso si este colchón se está reduciendo.

Determinando el momento de la próxima recesión en Estados Unidos

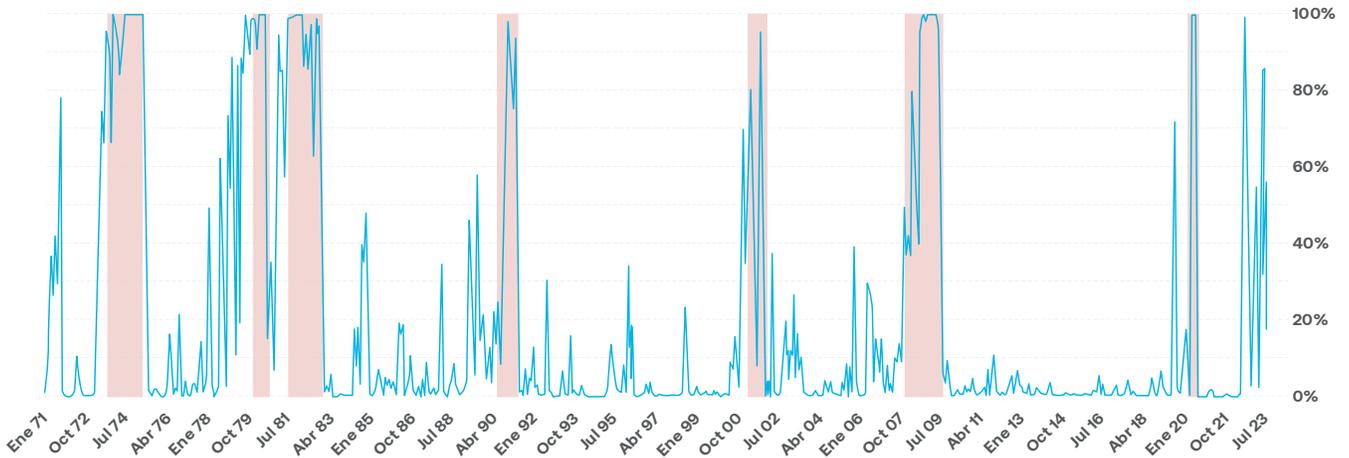
Hasta ahora, hemos presentado una economía norteamericana que se ha mantenido relativamente protegida del ciclo de aumento de tasas de interés que inició en 2022. Sin embargo, ¿no deberían los principios económicos volver a tener el control en algún momento?

Probabilidad de una Recesión en EE. UU. según Nuestro Modelo Probit

Fuente: Indicador de recesión Insigneo-Forefront

Próximos seis meses ~ 17% (Pseudo-R2 = 53.51%) | Próximos doce meses ~ 85% (Pseudo-R2 = 56.23%)

(Áreas sombreadas representan recesiones según la NBER)



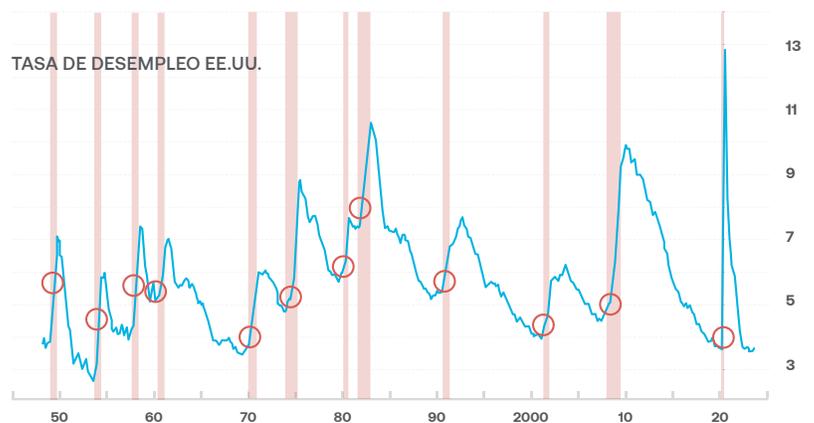
Tal y como lo resaltó Milton Friedman, la influencia de la política monetaria está caracterizada por rezagos largos y variables. Por lo tanto, un aumento de 550 puntos básicos en las tasas debería impactar la economía estadounidense en algún momento, ¿correcto? Sí, en su debido tiempo. Predecir una recesión es inevitablemente complicado, pero afortunadamente, contamos con numerosos recursos disponibles y, aunque ningún modelo es infalible, algunos pueden darnos ventajas. Nuestro indicador de

recesión Insigneo – Forefront indica que, incluso si una recesión no está inmediatamente en el horizonte, es altamente probable que ocurra durante el próximo año. Actualmente, proyecta apenas un 17% de probabilidad de una recesión en los próximos seis meses, pero anticipa una probabilidad de 85% de una recesión en los próximos doce meses, lo que sugiere que esta inicie en el segundo o tercer trimestre de 2024. Un estudio reciente de la Fed de Chicago sostiene que las consecuencias tardías de las elevadas tasas de

(Áreas sombreadas representan recesiones según la NBER)

Desde la Segunda Guerra Mundial, la Tasa de Desempleo en EE. UU. Nunca ha Subido Más de un Tercio de Punto Porcentual sin que Ocurra una Recesión

Nunca ha habido un caso en la era de la posguerra en el que el promedio móvil de tres meses de la tasa de desempleo haya aumentado más de un tercio de punto porcentual sin que ocurra una recesión.

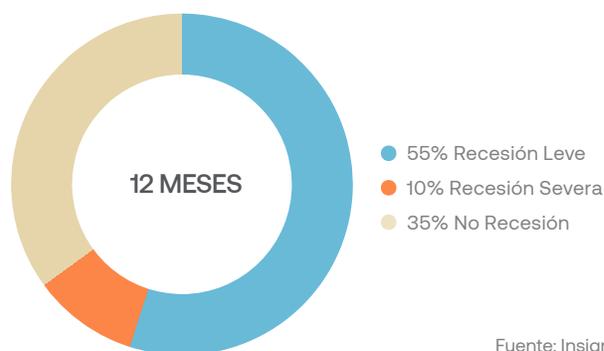
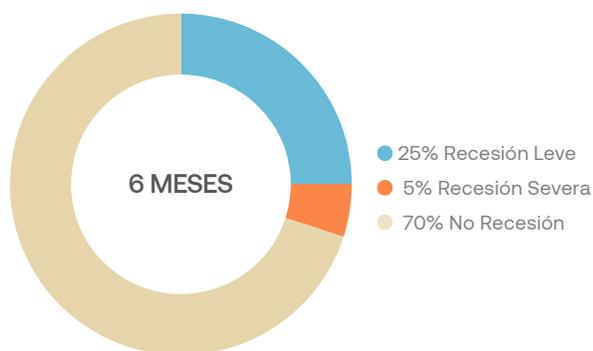


Fuente: BCA Research

interés disminuirán el PIB real en 3 puntos porcentuales adicionales en los cinco trimestres siguientes, en comparación con una situación en la que las tasas se mantuvieran sin cambios. Lo anterior, representa aproximadamente un tercio de la influencia total en la producción debido a las medidas más restrictivas de la Reserva Federal. La Fed de Chicago estima que esto sería suficiente para alinear la inflación con los objetivos de la Fed para mediados de 2024 sin la necesidad de inducir una recesión, lo que implica que no hay necesidad de más aumentos de tasa. Aunque entendemos esta perspectiva de que una estabilización temporal se puede lograr, lo que cuestionamos es su sostenibilidad. Este escepticismo surge porque cuando una economía alcanza pleno empleo, los factores que aceleran el crecimiento también pueden generar inflación, mientras que aquellos factores que desaceleran el crecimiento pueden resultar en un aumento en el desempleo. Del mismo modo, por los ciclos de retroalimentación positiva, una vez el desempleo aumenta, su tendencia suele ser persistente. El gráfico anterior nos muestra que la tasa de desempleo típicamente se reduce de manera gradual, pero aumenta más abruptamente. El descenso es suave, pero el ascenso es rápido. Sube como cohete, cae como una pluma. Integrando nuestro modelo recesionario probit con nuestros árboles de decisión que consideran

elementos como errores de política o shocks externos, definimos nuestro marco de probabilidades subjetivas de recesión. En los próximos seis meses, estimamos un 70% de probabilidad de que evitemos una recesión, un 25% de probabilidad de una recesión leve, y apenas un 5% de una recesión severa. En el próximo año, la probabilidad de una recesión leve aumenta a 55%, la probabilidad de evitar una recesión cae a 35%, y la probabilidad de una recesión severa se incrementa hasta 10%. Para aclarar, definimos que una recesión leve es un escenario en el cual la tasa de desempleo U3 se ubique por encima de 4%, pero que se mantenga por debajo de 6%. En conclusión, anticipamos que Estados Unidos experimentará una recesión leve a mitad del próximo año. Reconocemos la incertidumbre alrededor del exacto momento en que inicie la próxima recesión y la posibilidad de que el superávit de ahorros de los hogares pueda prolongar el crecimiento económico más allá de nuestras proyecciones optimistas. No obstante, la política monetaria se mantiene restrictiva en Estados Unidos y este tipo de política está estrechamente asociado con el inicio de una recesión en un período relativamente corto (generalmente dentro de un año). La cuenta regresiva hacia una recesión continúa, lo que sugiere un balance riesgo/retorno desfavorable para los activos de riesgo durante los meses restantes de este año y la primera mitad de 2024.

Probabilidades Subjetivas de Recesión para los Próximos Dos-Cuatro Trimestres Incorporando Todos los Factores. En nuestro árbol de decisión, una “recesión leve” es aquella donde la tasa U3 de desempleo $4\% \leq U3 \leq 6\%$



Fuente: Insigneo

Implicaciones del mercado

La siguiente tabla ilustra que, históricamente, durante las últimas cinco décadas, las acciones han alcanzado su punto máximo aproximadamente seis meses antes del inicio de una recesión. La mayor duración entre el máximo del S&P 500 y el inicio de una recesión fue de 13 meses en 1970, mientras que la más corta fue en 1980, cuando el índice se desplomó justo cuando iniciaba la recesión. Colectivamente, nuestra expectativa de una recesión en 2024 sugiere una ventana limitada para que las acciones mantengan su tendencia alcista en los próximos meses. La próxima tabla presenta un resumen de nuestras principales proyecciones de mercado para 2023 y su evolución durante el año. Es evidente que nuestro pronóstico de cierre de mercado para el S&P 500 ha sido consistente, lo que refleja nuestra expectativa de un mercado relativamente estable en el cuarto trimestre, a pesar de la mayor volatilidad esperada. Nuestra proyección en términos de renta fija también implica que estimamos que el bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años ha superado su valor de mercado justo basado en fundamentos económicos, y que está siendo influenciado indebidamente por factores técnicos, como la emisión de deuda del Tesoro y las crecientes preocupaciones sobre los déficits fiscales. Este punto merece ser enfatizado, ya que surgen preocupaciones sobre un déficit sustancial en EE. UU., mientras la economía se mantiene sólida. Típicamente, el gobierno estadounidense solo exhibe déficits de esta magnitud en situaciones extraordinarias tales como la guerra o emergencias fiscales (tales como Covid, la Crisis Financiera Global, etc.). La Oficina del Presupuesto del Congreso, o *Congressional Budget Office* – CBO – en inglés, estima que el déficit será 5.4% del PIB en 2023 y que, sorprendentemente, tendrá un valor promedio de 6.1% del PIB en el periodo entre 2024 y 2033. De hecho, dentro de las suposiciones de la CBO para sus proyecciones se encuentra un bono del Tesoro a 10 años que tendría un rendimiento de 3.8% durante ese mismo período. Con

Por más de 50 años, las Acciones Estadounidenses Alcanzan su Máximo, en Promedio, Seis Meses antes de que Empiece una Recesión

Recesiones	Máximo S&P500* (Meses)	Mínimo S&P500* (Meses)	Caída máximo-mínimo (%)
DIC 69 - NOV 70	-13	+6	-36%
NOV 73 - MAR 75	-11	+10	-48%
ENE 80 - JUL 80	0	+2	-17%
JUL 81 - NOV 82	-8	+12	-27%
JUL 90 - MAR 91	-2	+3	-20%
MAR 01 - NOV 01	-7	+18	-49%
DIC 07 - JUN 09	-2	+14	-57%
PROMEDIO	-6	+10	-36%

Fuente: BCA Research (*Con respecto al inicio de una recesión determinada por la NBER)

las tasas a largo plazo en los niveles actuales, EE.UU. está comenzando a comprometer su excepcional capacidad de financiamiento, y ahora está incurriendo en una prima a término notable. Este desarrollo creíble limita nuestra postura sobre el rendimiento actual del

Principales Pronósticos de Mercado de EE. UU. y Primer Vistazo a 2024

Principal hipótesis: no hay un nuevo ciclo de alzas de la Fed

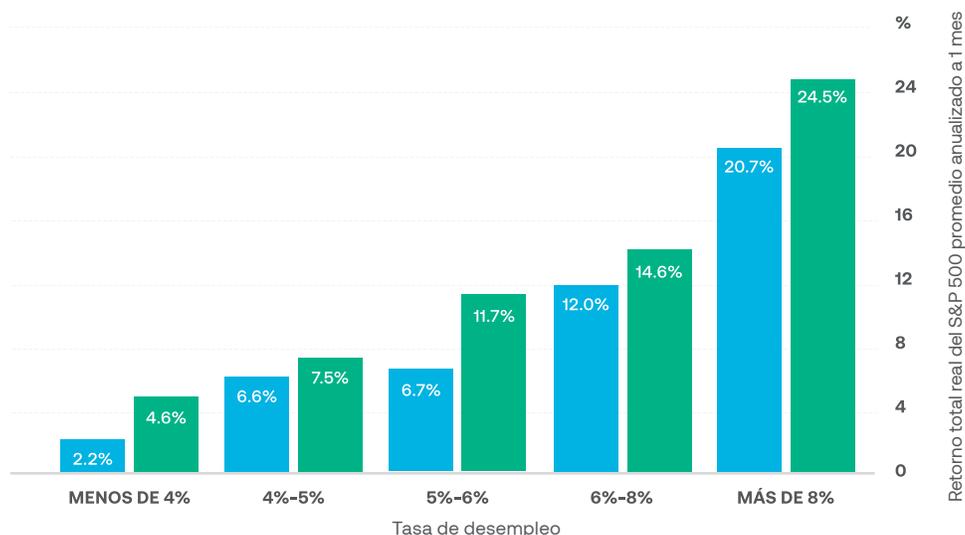
	Estimación 2023 (de 2022)	Estimación 2023 (Final)	Fin 2024 (1ª Estimación)
S&P 500	4100 hasta 4300	4100 hasta 4300	4900 hasta 5100
Tesoro 10 años	3.4% hasta 3.65%	3.55% hasta 3.80%	3.0% hasta 3.5%

Fuente: Insigneo

Contraintuitivamente, una Tasa de Desempleo Baja Implica Bajos Retornos Accionarios

Retorno total S&P 500

- Media de retornos
- Mediana de retornos



Fuente: BCA Research

bono del Tesoro a 10 años del 4.5%, a pesar de nuestra estimación de valor justo entre el 3.55% y el 3.80%. Todo esto está condicionado a nuestra hipótesis de que la Reserva Federal ha terminado su ciclo de ajuste. Un resurgimiento en las subidas de tasas de interés de la Reserva Federal afectaría negativamente tanto a los bonos del gobierno como al mercado accionario. Como se discutió anteriormente, una tendencia desinflacionaria bien establecida es evidente, y un aumento persistente en la inflación básica que lleve a la Fed a recomenzar su ciclo de aumento de tasas sería sorprendente. Por cierto, en nuestra opinión, un solo aumento de 25 puntos básicos en las tasas, si se materializa, no constituiría un nuevo ciclo de subidas. Además, estamos presentando proyecciones preliminares para finales de 2024, las cuales se irán perfeccionando a medida que más datos estén disponibles, y su versión final se presentará en nuestra conferencia anual en enero.

El gráfico superior, casi de forma inesperada, muestra que un desempleo bajo se correlaciona con retornos débiles del mercado accionario. Recordemos el gráfico que exhibe un descenso gradual y un aumento acelerado del desempleo. Bueno, estando actualmente en

3.8%, la tasa de desempleo en Estados Unidos es excepcionalmente baja, lo que abre espacio para un solo movimiento significativo – al alza. Los mercados con altas tasas de desempleo son más atractivos, dado que esto implica un potencial retroceso que suele impulsar a las acciones desde sus mínimos.

A pesar de las discusiones de la prensa sobre las tasas “más altas por más tiempo”, esperamos que la fase de política monetaria global contractiva esté cerca de su final. En el cuarto trimestre, los últimos aumentos de tasa en las economías desarrolladas se alinearán con varias reducciones en los mercados emergentes. A medida que 2024 se acerca y eventualmente empiece, una fase de política monetaria expansiva prevalecerá. En este mismo momento del próximo año, esperamos que la mayoría de los bancos centrales a nivel global, incluida la Fed, estén reduciendo sus tasas de política monetaria. La siguiente tabla nos muestra un resumen de nuestras proyecciones de crecimiento para las principales regiones económicas a nivel global. A excepción de Europa, todas las otras regiones principales han experimentado un crecimiento levemente por encima de su potencial. Para el próximo año, esperamos que estas regiones exhiban un crecimiento inferior

Balance y Proyecciones Macroeconómicas de Insigneo

Revisiones finales para 2023 y primer vistazo a 2024. Fortaleza en EE. UU. y Japón supera la debilidad de China y Europa; ME ex-China luce muy sólido.

Pais/Región	Proyección 2023 (del 3T)	2023 Estimado (Final)	Primer Estimado 2024
EE.UU	1.4%	2.0% ↑ (Δ=0.6%)	1.0%
China	5.5%	5.1% ↓ (Δ=0.4%)	4.5%
Zona Euro	0.4%	0.4% ↔	0.4%
Japón	1.3%	1.9% ↑ (Δ=0.6%)	0.9%
Mundo	2.6%	2.8% ↑ (Δ=0.2%)	2.6%

Fuente: Insigneo

a su potencial. La decisión de la Fed de mantener las tasas inalteradas en su última reunión ocurre luego de pausas similares en Australia, Canadá y Nueva Zelanda. Mientras tanto, varios bancos centrales de economías emergentes, entre ellos China, Brasil, Chile, Hungría, y Polonia, han comenzado a reducir sus tasas.

Proyectamos que el cuarto trimestre dará paso a un cambio en el que los incrementos en tasa ya no serán predominantes. Específicamente, somos escépticos ante nuevas subidas de tasa por parte de la Reserva Federal o el Banco Central Europeo. También esperamos que los mercados emergentes sigan reduciendo sus tasas, con otros países uniéndose al grupo que mencionamos anteriormente de países pioneros en este ciclo expansivo. Los principales mercados desarrollados pueden tomarse más tiempo antes de unirse al ciclo expansivo, como consecuencia de haber iniciado la contracción más tarde y de otros factores como el aumento en los precios del petróleo. En contraste, el Banco de Japón debería abandonar sus tasas negativas el próximo año, por lo que no se unirá de manera inmediata al ciclo expansivo. No obstante, cualquier aumento de tasas por parte de los bancos centrales

desarrollados que ocurra el próximo año será superada por los recortes en tasas que ocurran en otras partes del mundo.

Dada nuestra expectativa de una recesión en Estados Unidos el próximo año, nuestras recomendaciones estarán enfocadas en adoptar una postura más defensiva en nuestros portafolios durante el cuarto trimestre. Sectores defensivos, *large cap*, y acciones estadounidenses deberían tener un mejor desempeño, a medida que el crecimiento global comience a desacelerarse el próximo año. Tal y como ha sido nuestro mantra durante este semestre, seguimos favoreciendo acciones con un mayor factor de calidad, por encima de sus pares de tipo *growth* o *value*. Incluso si hubiera espacio para que los activos de riesgo tuvieran nuevamente un mejor desempeño durante el cuarto trimestre, especialmente si las tendencias desinflacionarias persistieran o se intensificaran y causaran una caída en los rendimientos de la renta fija, recomendaríamos solo a aquellos inversionistas más ágiles y tolerantes a la volatilidad que participaran en lo que sería una ventana de oportunidad muy limitada.

こんにちは (Kon'nichiwa), Japón!

Hay cada vez más indicaciones de que la economía japonesa está teniendo un desempeño excepcional y está entrando en un ciclo virtuoso de ganancias en sus ingresos, en conjunto con un aumento en su consumo. Además, numerosos indicadores sugieren posibles aumentos en la inflación japonesa. En Japón, un país que ha luchado contra la deflación durante treinta años, estas son noticias positivas. Lo anterior, debería aumentar los diferenciales de tasa de interés y beneficiar al yen japonés, especialmente si se tiene en cuenta la devaluación actual de la moneda. En términos de paridad de poder adquisitivo, el yen está subvalorado en 40%. El punto principal para los inversionistas es priorizar el yen japonés, al tiempo que

— “El punto principal para los inversionistas es **priorizar el yen japonés**, al tiempo que **minimizan su exposición a los bonos soberanos japoneses**.”

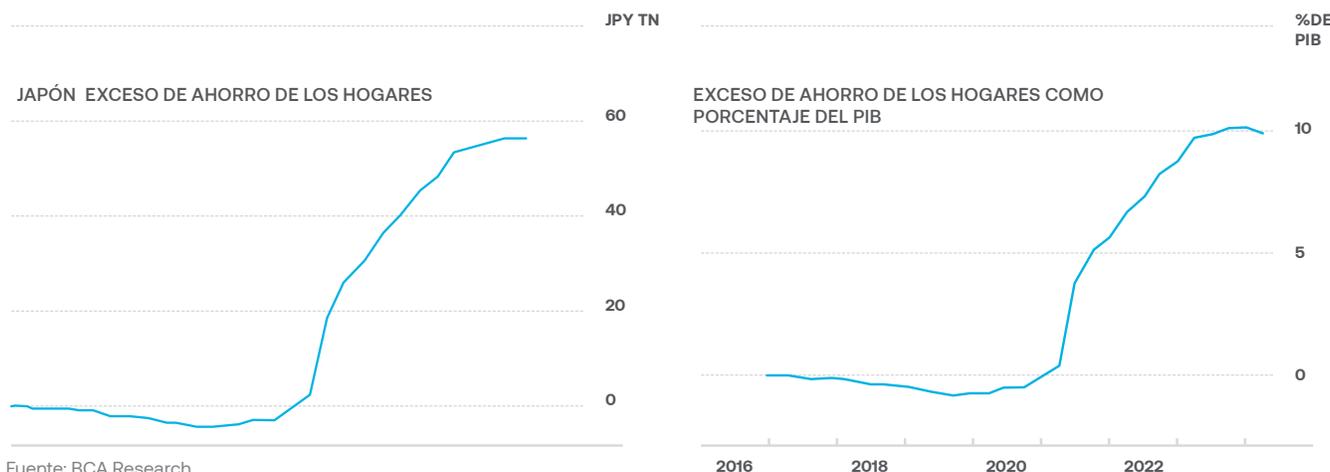
minimizan su exposición a los bonos soberanos japoneses. Se puede hacer una comparación adecuada con la dinámica observada entre el dólar y los Tesoros en 2022, cuando fue beneficioso invertir en el dólar en vez de invertir en Tesoros. Una situación similar parece estarse dando en Japón.

La principal justificación detrás de este argumento es la evidencia sustancial que sugiere sorpresas económicas alcistas en el país. Si bien el Banco de Japón ha comenzado a dismantelar su programa de Control de la Curva de Rendimientos, esto significa que podemos esperar un banco central más *hawkish* en un futuro cercano. Las lecturas trimestrales de crecimiento del

PIB real japonés para el 1T23 y el 2T23 fueron de 0.9% t/t y 6.0% t/t, respectivamente, lo que deja entrever una nación que está experimentando un crecimiento alto y en aceleración, particularmente, dado que el crecimiento potencial de la isla es de 0.5% según las estimaciones del banco central. El índice de consumo ha vuelto a niveles vistos antes de la pandemia, a pesar de una propensión relativamente baja a consumir en Japón. El país estuvo dentro de los últimos en levantar las restricciones de viaje, lo que llevó a un gasto más medido y a una incertidumbre económica generalizada.

La ayuda del gobierno también le ha permitido a los hogares acumular ahorros significativos. Este gráfico indica que el exceso de ahorros en Japón actualmente equivale al 10% del PIB, manteniendo una posición sólida si se compara con la caída observada en Estados Unidos que discutimos anteriormente. Los japoneses todavía tienen una cantidad considerable de dinero extra en sus bolsillos. En teoría, esto le permitiría a los consumidores japoneses impulsar el crecimiento económico a niveles cercanos al potencial basándose exclusivamente en este superávit de ahorros por los próximos cinco años, sin incluir sus ingresos. Adicionalmente, se está considerando extender las medidas de

Contrario a Estados Unidos, el Exceso de Ahorro en Japón se Mantiene Boyante



apoyo, tales como los subsidios al gas y la gasolina. Hay señales de un aumento en la confianza del consumidor que se están haciendo más evidentes en varios sectores, incluyendo los prospectos de empleabilidad, crecimiento de los ingresos, y la intención de realizar compras de bienes durables. En nuestra opinión, solo un shock exógeno podría hacer que la economía japonesa se descarrile en este momento. Otros riesgos incluyen una desaceleración en órdenes extranjeras de maquinaria, así como pedidos de herramientas. Además, después de un aumento sustancial en los últimos dos años, las exportaciones japonesas están experimentando un debilitamiento a pesar de la depreciación de la moneda. Sin embargo, dada la reserva sustancial de ahorros que equivale al 10% del PIB, los consumidores japoneses deberían ser capaces de enfrentar cualquier adversidad.

El problema taiwanés para China es estructural, no cíclico

Mientras que el sentimiento entre los inversionistas con respecto a China es significativamente negativo, siendo un espejo de la tendencia observada durante 2015 y 2016, los temores alrededor de los conflictos geopolíticos, particularmente Taiwán, han disminuido notablemente. Actualmente, las consideraciones macroeconómicas y regulatorias están prevaleciendo sobre los riesgos geopolíticos, un cambio que creemos podría ser un tanto prematuro. **Las próximas elecciones en Taiwán podrían jugar un papel crucial al momento de determinar la trayectoria de las tensiones geopolíticas a ambos lados del estrecho.** China cuenta con alternativas no militares que podrían tener implicaciones severas para los mercados. Actualmente, los inversionistas deberían ser cautelosos al momento de asumir que los países pasarán por altas preocupaciones de seguridad nacional o debilidades a favor del progreso económico y la estabilidad. China, con sus vastos territorios y su población altamen-

te educada y en rápida urbanización, es una potencia global formidable. Solo a modo de comparación, Estados Unidos produjo seiscientos mil PhDs en campos STEM el año pasado. China produjo cuatro millones. Sin embargo, sus restricciones naturales, que incluyen desiertos, montañas, e islas distantes, afectan su control y acceso al mar. Las tensiones históricas y actuales con islas y naciones vecinas han persistido, especialmente con Taiwán, un potencial punto de partida para ataques a las cadenas de suministro y puertos críticos de China. La amenaza inherente que Taiwán representa para China y viceversa, permanece, independientemente de las intenciones pacíficas de sus líderes. Eventos actuales, como la invasión de Rusia a Ucrania, resaltan que las preocupaciones geopolíticas continúan moldeando las acciones de las naciones, a pesar de los avances en globalización y democracia. La prosperidad económica y la integración no necesariamente eclipsan los objetivos de seguridad nacional. La persistencia de la guerra convencional entre naciones prósperas demuestra que los intereses de seguridad a menudo superan a los económicos.

— “Las **próximas elecciones en Taiwán** podrían jugar un **papel crucial** al momento de determinar la trayectoria de las **tensiones geopolíticas** a ambos lados del estrecho.”

Lo anterior, significa que la probabilidad de que el régimen de Xi participe en guerras preventivas que arriesgan la estabilidad económica y social sigue siendo incierta. La percepción local de las capacidades podría al mismo tiempo subestimar la oposición de

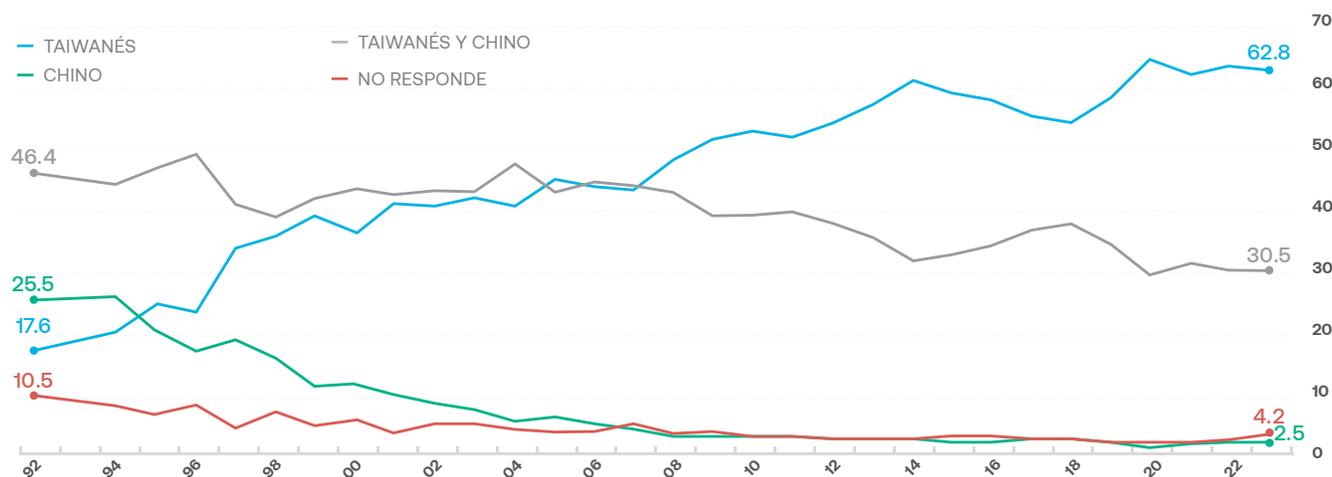
otras naciones. Los fracasos estratégicos en materia de disuasión han sido resaltados por eventos como la guerra en Ucrania y tienen implicaciones para China, donde los riesgos de políticas nacionales erráticas o agresivas son elevados bajo el gobierno consolidado de Xi Jinping. Actualmente, el foco de China está en enfrentar sus retos económicos locales, el avance tecnológico, y prepararse para potenciales conflictos, enfatizando la búsqueda de autosuficiencia y reconociendo la vulnerabilidad a influencias externas.

Los retos a los que se enfrenta China en caso de una potencial invasión a Taiwán son considerablemente mayores si se comparan con la invasión de Rusia a Ucrania. Rusia sirve como ejemplo de advertencia, enfatizando la moderación al enfrentarse en conflictos directos con Occidente. A pesar de las capacidades militares no probadas de China, la eficacia de la disuasión estratégica de Estados Unidos, especialmente en acciones menores o no convencionales destinadas a debilitar la determinación de Taiwán, sigue siendo cuestionable. China puede emplear una variedad de

estrategias no militares para debilitar la economía y la voluntad de Taiwán. Mientras tanto, el consenso dentro del sistema político de Estados Unidos para contrarrestar la influencia de China y el apoyo a Taiwán agrega complejidades adicionales. El resultado de las elecciones de Taiwán en 2024 influirá significativamente en las relaciones de ambos países, con varios partidos representando perspectivas diferentes para el diálogo y la distensión estratégica. Un cambio en el poder político en Taiwán podría alterar el enfoque de Beijing, favoreciendo la integración gradual por encima del conflicto militar, especialmente dada la importancia estratégica de los valiosos activos tecnológicos de Taiwán, a saber, sus plantas de semiconductores de alta gama.

No obstante, incluso si hay un cambio en el poder político en Taiwán, el potencial para conflictos se mantiene en el largo plazo. La identidad taiwanesa distintiva y su rechazo a sacrificar su libertad y seguridad plantean desafíos a la integración. Este gráfico indica que aproximadamente 63% de la población

Cambios en la Identidad Taiwanesa/China de los Taiwaneses Medida por Medio de Encuestas en el Centro de Estudio de Elecciones NCCU (1992 ~ 2023.06)



Fuente: Centro de Estudio de Elecciones, Universidad Nacional de Chengchi

se identifica exclusivamente como taiwanesa. Este cambio en la identificación, en conjunto con las políticas agresivas de China bajo el mandato de Xi Jinping, ha distanciado a los demócratas taiwaneses de China, limitando las concesiones que se podrían realizar en caso de negociaciones.

Anticipándose a las próximas elecciones, los inversionistas deberían prepararse para una mayor incertidumbre política entre China y Taiwán. Los resultados de las elecciones serán cruciales para determinar si las tensiones se escalan o no en el corto plazo. Incluso si una invasión a gran escala de China no es inminente, en nuestra opinión, una reelección del Partido Democrático Progresista podría intensificar la presión económica, cibernética y diplomática sobre Taiwán. De no ser así, Beijing podría explorar otras tácticas, incluida la afirmación de su autoridad marítima, la imposición de embargos o el empleo de estrategias militares híbridas contra Taiwán. Todas estas acciones aumentarían la prima de riesgo geopolítico de los activos de riesgo del este de Asia.

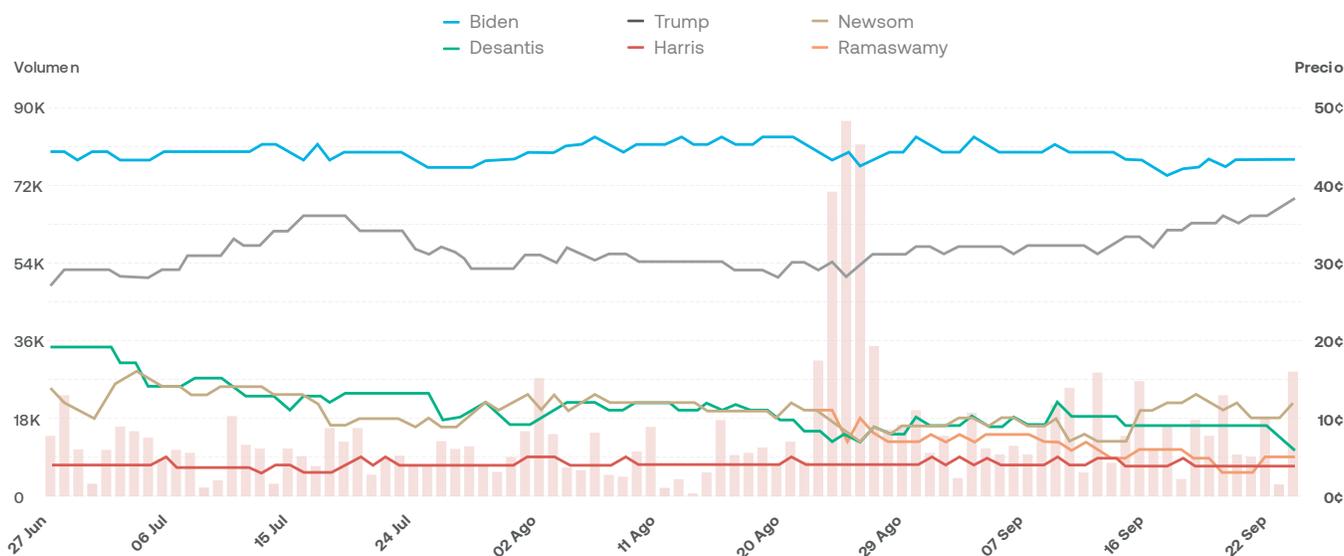
Mirando hacia las cruciales elecciones en EE. UU. de 2024

Durante el frenesí electoral que se avecina, es esencial que los inversionistas adopten una estrategia sistemática y sin sesgos hacia la política estadounidense, que es el objetivo de esta sección.

Este gráfico muestra que los dos candidatos principales a la presidencia en 2024 –Biden y Trump– estarían en su segundo mandato, al que entrarían en una edad avanzada, lo que podría dar lugar a una política exterior más asertiva. Un candidato en su primer periodo, a saber, alguien que estuviera siguiendo los pasos de Trump como el gobernador de Florida Ron DeSantis, probablemente se enfrentaría a limitaciones en caso de que las inestabilidades del mercado reduzcan sus chances de una reelección. No obstante, tal y como lo muestra el gráfico, la posibilidad de tener otro candidato diferente a los dos favoritos, como DeSantis, se está reduciendo. Por lo tanto, la probabilidad de tener un

Mercado de las Elecciones Presidenciales de EE. UU. de 2024

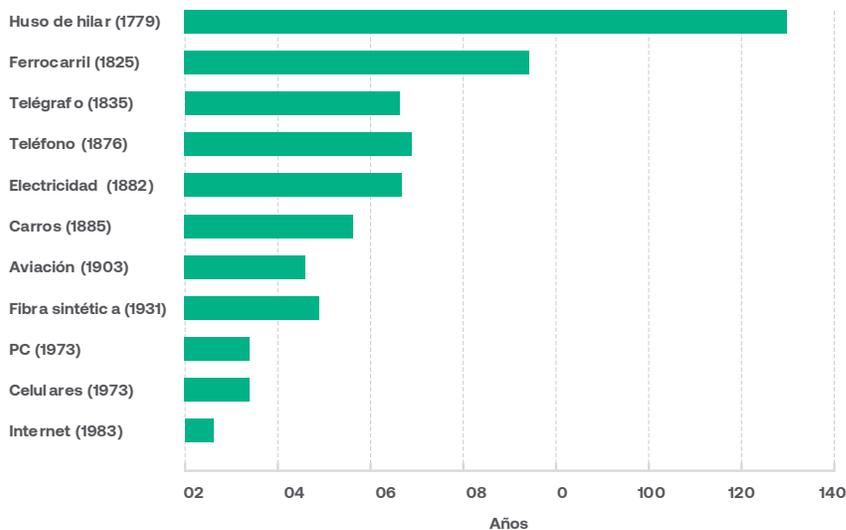
Fuente: PredictIt. Datos al 25 de septiembre de 2023



presidente en su segundo mandato en 2024 es alta. Las probabilidades de una reelección de Biden son algo inciertas si se comparan con las de su partido. Esto no se debe a que tenga menos probabilidades de asegurar una victoria frente a otro demócrata ya que históricamente tiene más posibilidades. En cambio, las incertidumbres en torno a la edad y la salud de Biden son factores que deben tenerse en cuenta. La vicepresidenta Kamala Harris, la más probable sucesora de Biden, seguiría siendo una fuerte aspirante siempre y cuando no ocurra una recesión económica. Las supuestas deficiencias percibidas en Harris a menudo se exageran; ella representa adecuadamente al partido. En una elección sin recesión y con ella como candidata, es probable que el enfoque se centre en temas sociales, principalmente los derechos de las mujeres como el aborto. Se espera que Trump mantenga el apoyo de los Republicanos siempre y cuando no se enfrente a una encarcelación. Que vaya a prisión antes de las elecciones es retador, pero posible. De todos los casos abiertos contra él, la tercera ronda de de acusaciones en Washington DC parece ser la más probable de resultar en una condena. En última instancia, la influencia política, en lugar de consideraciones legales o éticas, tendrá relevancia en el resultado del caso de Trump, ya que casi todos los escenarios posteriores

a las elecciones bajo una administración Republicana probablemente llevarían a un indulto. Aunque la prisión no impediría a Trump legalmente, sí lo haría en el ámbito político, en nuestra opinión. En tal escenario, el Comité Nacional Republicano podría optar por un candidato más joven y atractivo para consolidar al partido. DeSantis se presenta como una alternativa adecuada a Trump, en donde sus presuntas debilidades, al igual que las de Harris, a menudo son exageradas. En nuestra opinión, las probabilidades de una victoria Republicana aumentarían con un rostro nuevo, como Vivek Ramaswamy, especialmente si la economía de EE. UU. evita una recesión. Si una combinación de políticas monetarias estrictas y un crecimiento internacional lento conlleva un retroceso en el mercado laboral, entonces los Republicanos se convierten en los favoritos. Esto se mantiene incluso si Trump es el candidato más probable, y aún más si otro candidato representa al partido. **En resumen, es importante recordar que el factor más probable de quién ganará una contienda entre Biden y Trump es la respuesta a la siguiente pregunta: ¿Está EE. UU. en recesión a mediados de 2024? Si la respuesta es sí, Trump es el candidato más probable. Si la respuesta es no, entonces Biden debería imponerse.**

Rezagos en Adopción de Tecnología (Años)



Fuente: Comin & Mestieri (2018)

Evaluando el impacto económico y de mercado de la IA

Los medios financieros están llenos de opiniones sobre cómo la inteligencia artificial – IA – transformará nuestras vidas, ya sea para bien o para mal. Muchos estudios ilustran los beneficios de la IA en la productividad de los trabajadores dentro de sectores o industrias específicos, como un estudio de Stanford-MIT que es mencionado con frecuencia y que reportó un aumento del 14% en la productividad de los trabajadores de los call centers luego de la integración de la IA generativa. No obstante, el factor crucial para la macroeconomía es el impacto en la productividad de toda la fuerza laboral. La IA representa una forma de capital novedosa, que inevitablemente influye la productividad al aumentar el capital disponible por trabajador. Más significativamente, se espera que la IA aumente la “productividad multifactorial”, un término utilizado por economistas para describir la eficiencia con la que el trabajo y el capital se utilizan para producir. Es importante reconocer que los avances tecnológicos y sus correspondientes beneficios en términos de productividad no se materializan de forma instantánea.

Adaptar la infraestructura y los procesos para apalancarse de las nuevas tecnologías es un proceso gradual, incluso si los tiempos de adopción están disminuyendo.

El gráfico anterior indica que si bien el telégrafo, introducido en 1835, se generalizó más tarde en el siglo XIX, la adopción para tecnologías como los celulares y el internet fue mucho más rápida. Los inversionistas parecen interesados en obtener recompensas inmediatas de invertir en una tecnología que, de manera gradual, va a permear la economía durante al menos algunos años más. Si bien la IA puede impactar a la economía general durante la próxima década, ya está ejerciendo una influencia importante en el mercado accionario de este año, como se puede observar en los retornos de las acciones relacionadas con IA.

Toda esta atención ha desatado debates sobre la influencia de la IA en acciones, las dinámicas de liderazgo del mercado, y la posibilidad de una nueva burbuja financiera. Las consecuencias del estallido de una burbuja siempre se dan en medio del surgimiento de empresas dominantes dentro del sector y los efectos de su tecnología en otras industrias. Actual-

Dado el Crecimiento Implícito de Largo Plazo, el S&P 500 es Neutral

Fuente: Datastream, GSIR

Crecimiento implícito de largo plazo = Prima de Riesgo (4%) + rendimiento 10 años – rendimiento por dividendos – rendimiento implícito 10 años



mente, la tecnología domina el mercado norteamericano en términos de capitalización bursátil, y se ha visto un aumento considerable en la concentración de acciones, haciendo eco a tendencias de innovación anteriores. Sin embargo, las valoraciones actuales del sector de tecnología no están tan infladas como en burbujas anteriores, y los líderes actuales cuentan con balances y rentabilidades financieras sólidas. El último gráfico muestra que la valoración del S&P 500, basada en su proyección real de crecimiento, no es tan alta como se creería inicialmente, especialmente si se compara con máximos de ciclos anteriores como el de la década de los 80s, la burbuja tecnológica de principios de los 2000, o la burbuja inmobiliaria de 2006. Puede que estemos en la fase inicial de una revolución tecnológica que podría resultar en un dominio continuo de mercado por parte de estas empresas. ■

Análisis por clases de Activos

	TACTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
Renta Variable EE.UU. ¹	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Variable Europea	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Variable Japonesa	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Variable Mercados Emergentes	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Variable China	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Bonos del Tesoro EE.UU. ²	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Grado de Inversión	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Fija High Yield	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Fija Soberana Emergente	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Dólar americano	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Energía ³	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Metales Preciosos	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Efectivo	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR

¹ Relativo a acciones globales en USD

² Relativo a mercados globales de renta fija en USD

³ Relativo al sector de materias primas

Important Legal disclaimer

Insigneo Financial Group, LLC comprises a number of operating businesses engaged in the offering of brokerage and advisory products and services in various jurisdictions, principally in Latin America. Brokerage products and services are offered through Insigneo International Financial Services, LLC, headquartered in Puerto Rico, and through Insigneo Securities, LLC, headquartered in Miami. Both are members of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC). Investment advisory products and services are offered through Insigneo Advisory Services, LLC, an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission. In Uruguay, advisory services are offered through Insigneo International Asesores de Inversion Uruguay, SA, Insigneo Asesores de Inversion Latam, SRL, and Insigneo Asesores de Inversion de Uruguay, SRL, in Argentina through Insigneo Argentina, SAU, and in Chile through Insigneo Asesorías Financieras, SPA. Collectively, these eight operating businesses make up the Insigneo Financial Group. To learn more about the Broker Dealers including their conflicts of interest and compensation practices, please go to <https://insigneo.com/disclosures/> or via www.finra.org. To learn about Insigneo Advisory Services, LLC and any conflicts related to its advisory services, please see its Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website <https://adviserinfo.sec.gov/>

FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Asesores de Inversión de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera.

Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital.

La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.