



Llamada Trimestral  
Octubre 2021

Spanish Version

# Llamada Trimestral Q4 | 2021

Obtenga orientación sobre inversiones y los principales factores estructurales detrás de los portfolios de sus clientes.

**insigneo**

# Transcripción de los comentarios hechos durante nuestra llamada trimestral Q4 | 2021

7 de Octubre, 2021.

*Bienvenidos todos a nuestra última llamada trimestral del año. En muchos aspectos, este año ha sido más retador para invertir que el anterior, especialmente después de las primeras cuarentenas. En esencia, prácticamente cualquier cosa que se hubiera comprado después de abril de 2020 muy probablemente subió mientras que el trade reflacionario se extendía por todo el mundo tras un estímulo monetario masivo, así como un estímulo fiscal históricamente alto. En lo que va de este año, y probablemente en el futuro cercano, se justifica una postura más táctica. Esta es una que considera valoraciones, el costo del dinero y consideraciones geopolíticas y sociales que hasta ahora estaban olvidadas. La política pública la abordaremos más adelante, ya que los cambios políticos que se avecinan en EE. UU. tendrán implicaciones reales en el mercado mundial. Esta será la materia de nuestro gran tema de hoy: el ataque regulatorio que se avecina contra las empresas estadounidenses megacap. Pero primero, comencemos como solemos hacer con el panorama macroeconómico global a corto plazo y nuestros cambios tácticos en la asignación de activos para el cuarto trimestre.*



**Ahmed Riesgo**

Director de Estrategia de Inversiones  
Insigneo Financial Group

## Comentario General de Mercado y Expectativas

Como saben, la primera pregunta que nos hacemos es “¿Dónde estamos en el ciclo económico?”. La respuesta a esta pregunta es importante porque el ciclo económico impulsa el mercado de renta variable en un horizonte anual.

Bueno, como se ve en la siguiente gráfica, nuestro indicador de recesión Insigneo – Forefront, que predice la probabilidad de una contracción en la actividad económica en Estados Unidos para los próximos dos trimestres es prácticamente cero. En otras palabras, prácticamente no hay posibilidad de una recesión en Estados Unidos en los próximos seis meses.

### Insigneo/Forefront US Recessionary Model

Probabilidad de recesión dentro de los próximos 2 trimestres

<b>0.0%</b>	Overall Macro Indicators
<b>39.00%</b>	3-month % Change of Manufacturer's New Orders, Consumer Goods And Mat.
<b>20.08%</b>	3-month % Change of ISM New Order Index
<b>12.21%</b>	OECD Composite Leading Indicator
<b>27.28%</b>	3-month % Change of Buildings Permits, New Private Housing Units

Fuente: Insigneo & Forefront Analytics

Mientras que algunos subcomponentes del indicador, tales como el cambio en nuevas órdenes de ISM, confianza del consumidor, y permisos de construcción están reflejando mayor riesgo, ninguno de estos indicadores ha roto el umbral de 40% requerido para señalar un mayor riesgo de forma individual. De forma colectiva, el mensaje es aún más fuerte: la

probabilidad de recesión, dos trimestres hacia adelante, está en 0%. Ciertamente, el crecimiento en Estados Unidos pasó su pico en 2T, pero el PIB real muy probablemente cerrará el año en un rango de 6.0% - 6.5%, casi tres veces por encima de la tendencia de crecimiento, a pesar de la desaceleración causada por la variante Delta.

Pero ¿qué pasa con el panorama fuera de Estados Unidos? Aquí los números básicamente cuentan la misma historia: desaceleración desde niveles altos, pero manteniéndose por encima de las tendencias de crecimiento. Nuestras estimaciones de PIB global real están en estos momentos en el rango de 5.0% -5.5%, de nuevo por encima de la tendencia. De hecho, el único bloque que va a ser una decepción desde una perspectiva de crecimiento va a ser China, que se ha visto obstaculizada por varios vientos macro-económicos en contra, la mayoría de ellos autoinducidos a medida que el país avanza con su desapa-lancamiento y la campaña de “prosperidad común”.

Como probablemente recuerdan de la última llamada trimestral, China era la única región en el mundo en donde esperábamos que el crecimiento fuera menor a las expectativas de mercado. Esa fue una de las razones por las cuales cortamos nuestra exposición a renta variable de mercados emergentes. En este momento, sin embargo, consideramos que las proyecciones de crecimiento para China han ido demasiado lejos en la dirección opuesta, y pronto verán cómo planeamos aprovechar eso táctica-mente. Para nosotros, el PIB real chino debería estar en rango entre 7.5% - 8.0%, casi 50pbs menos de nuestras estimaciones anteriores como consecuencia de heridas autoinfligidas.

Sin embargo, en general, seguimos siendo optimistas sobre el crecimiento global y seguimos considerando que es probable que estemos en la etapa intermedia o final de una expansión del ciclo económico que comenzó en 2009 después de la crisis financiera

mundial, que fue interrumpida momentáneamente por la pandemia el año pasado. A pesar del desliz ocasionado por la variante Delta durante el verano, una política monetaria todavía expansiva, el exceso de ahorro acumulado, y el fuerte crecimiento de los ingresos, deberían continuar impulsando la actividad económica y los mercados financieros, incluso si algunos están dejándose llevar por las emociones causadas por mayores expectativas.

Sin embargo, la política fiscal pasará de ser un viento de cola en 2021, a un viento en contra a lo largo de 2022, en caso de que no se aprueben nuevas iniciativas fiscales en Estados Unidos o en Europa – que no es nuestro escenario base, pero sí un riesgo que debemos monitorear.

#### Los riesgos a la baja de nuestro panorama son:

- | Bancos centrales potencialmente más *hawkish*, implementando una política monetaria contractiva muy rápido y/o más allá de lo necesario,
- | Un error en la política china durante la reestructuración de Evergrande que no sea suficiente para apoyar el desarrollo económico durante esta fase,
- | El debate sobre el techo de la deuda de EE.UU. se convierta en un arma política como en 2011,
- | Inversionistas minoritarios saliendo del mercado, y
- | Olas otoñales de la variante delta trayendo consigo mayores debilidades en materia de crecimiento

En términos de tasas, hay que recordar que el ritmo suele ser más importante que la dirección. Esto fue lo que ocurrió en marzo, y tuvimos un vistazo de esto la semana pasada. Históricamente, los retornos del S&P 500 han sido débiles cuando las tasas aumentan entre 1-2 desviaciones estándar en un mes, y son mucho más negativas cuando los movimientos son de más de dos desviaciones estándar. Seguimos esperando que las presiones inflacionarias sean transitorias (si el estímulo fiscal se mantiene moderado) y, por lo tanto, no llevará a la Fed a responder al aumento observado en la

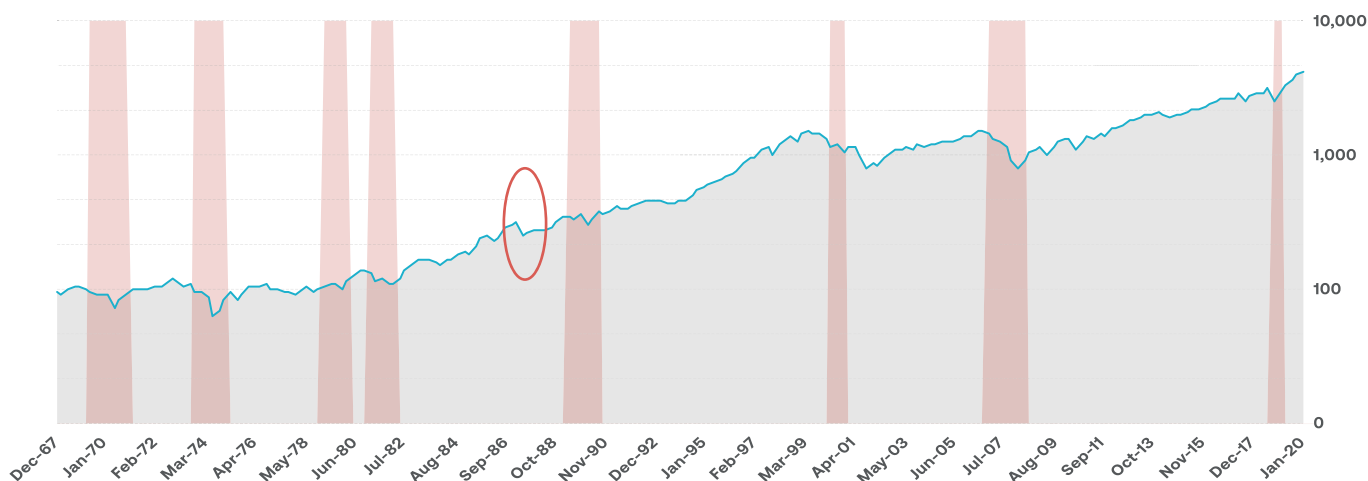
inflación. Ya estamos viendo señales de que las presiones inflacionarias están cediendo, pero pueden mantenerse más elevadas como consecuencia del aumento observado en las expectativas, mayores precios de la energía, interrupciones constantes a la cadena de suministro, y cambios en las dinámicas de poder por trabajo vs capital, ya que la demanda por trabajadores nunca había sido tan alta. Si el proyecto de ley de reconciliación pasa en su totalidad (USD 3.5bn) a ser ley, que no es lo que esperamos, entonces nuestras preocupaciones van a ser mayores. El presidente de la Fed, Jerome Powell, ha dicho claramente que el *tapering* es un proceso separado del ciclo de aumento de tasas, y no vemos a la Fed incrementándolas hasta final de 2022 como mínimo.

— “La política fiscal **pasará de ser un viento de cola en 2021, a un viento en contra a lo largo de 2022, en caso de que no se aprueben nuevas iniciativas fiscales en Estados Unidos o en Europa.**”

El siguiente gráfico es uno de mis favoritos. Explica de manera resumida por qué mantenemos una postura *bullish* y seguimos favoreciendo acciones y otros activos *risk-on* por encima de bonos soberanos y otros activos *risk-off* para el siguiente año. Los mercados bajistas y las recesiones tienden a superponerse. Durante la última mitad del siglo, solo ha habido un momento en que un mercado bajista, con una contracción de los precios de los activos de 20% o más, que ocurrió fuera de una recesión: el colapso del mercado accionario de 1987. Y si siguen mi lógica de que

**Pájaros del mismo plumaje: recesiones y mercados bajistas** | Fuente: Insigneo (Septiembre 27, 2021)

● Períodos de recesión ● S&P 500 (escala logarítmica)



la pandemia del Covid no fue una recesión técnica (que no lo fue, si se utiliza la definición de NBER de una contracción de dos trimestres), entonces solo ha habido dos momentos: 1987 y 2020.

No obstante, en ambos casos los inversionistas hubieran salido mejor librados si no hubieran hecho nada para cambiar el balance de riesgos de sus portafolios una vez el retroceso ocurrió, dado que fue muy corto. Por lo tanto, nos adherimos al principio básico de que, a menos de que una recesión sea inminente – a saber, con seis meses de antelación de acuerdo con nuestro indicador – entonces nuestra asignación de activos debe ser *bullish*, o por lo menos neutral. Una consecuencia de dicho principio, por lo tanto, es que en la antesala de una recesión y durante una, nuestra asignación de activos debería ser *bearish*, o por lo menos neutral. No obstante lo anterior, **es probable que las mejores ganancias del año hayan pasado, y que los inversores deberían esperar rendimientos de un solo dígito en los mercados accionarios desarrollados en lo que resta del año.**

El trimestre pasado decidí no ajustar mi rango objetivo del precio de cierre de año del S&P500 de

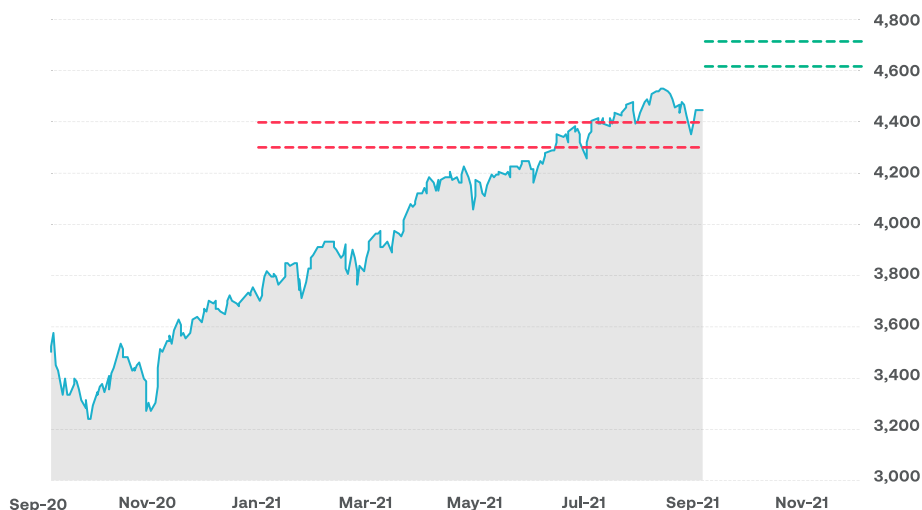
— “Los mercados bajistas y las recesiones tienden a superponerse. Durante la última mitad del siglo, solo ha habido un momento en que un mercado bajista, con una contracción de los precios de los activos de 20% o más, que ocurrió fuera de una recesión: el colapso del mercado accionario de 1987.”

4,300 – 4,400 hasta no tener mayor claridad en el ámbito fiscal estadounidense, con varias legislaciones pendientes en el Congreso. En cambio, le pedimos a los inversionistas que emergieran y evaluaran el panorama de mitad de año.

Bueno, tal y como se puede ver en el siguiente gráfico, la pausa estuvo justificada, y estamos básicamente en donde empezamos. Hoy, a pesar de no tener mayor claridad en el frente fiscal estadounidense, tengo mayor visibilidad en términos del crecimiento de las utilidades y la trayectoria de tasas. Por lo tanto, mi nuevo objetivo para el S&P500 para cierre de año se ubica en un rango entre 4,600 – 4,700.

### Trayectoria proyectada para el S&P 500

- S&P 500
- - - Objetivo anterior
- - - Nuevo objetivo



Fuente: Insigneo  
(Septiembre 27, 2021)

Para el Tesoro a diez años, redujimos nuestro rango objetivo de 1.90% - 2.0% a un nuevo rango de 1.7% - 1.8%. Pero, por debajo de la superficie, estamos realizando modificaciones tácticas al portafolio.

#### Nuestra asignación global de activos se puede resumir de la siguiente manera:

Recomendamos mantener una sobreponderación en activos de riesgo, mientras que se reduce moderadamente la exposición a la renta variable estadounidense con un posicionamiento más defensivo.

Nuestro enfoque se divide equitativamente entre *value* y *growth*. Queremos tener exposición en sectores que se benefician de tasas más altas, ya que los rendimientos de los bonos probablemente tocaron fondo el mes pasado (*value*), así como en aquellos que tienen un rendimiento superior en medio de un entorno de Covid endémico (*growth* menos acciones tecnológicas *Megacap* de EE. UU.).

Mantener exposición por encima de la media a mercados desarrollados fuera de Estados Unidos, tales como Japón y Europa, dada su inclinación hacia sectores cíclicos y *value*.

Aumentar exposición a la renta variable de mercados emergentes, dado su bajo rendimien-

to, y estando a la espera del estímulo fiscal proveniente de Japón, así como de la relajación de política en China.

Ajustar el portafolio de acuerdo con el cambio de regulación proveniente de la política de “prosperidad común” en China, favoreciendo acciones de clase A y compañías más pequeñas, y evitando dentro de lo posible compañías de “*Big Tech*” y los sectores objetivo de la política de “prosperidad común”, tales como educación, vivienda, y empresas de internet para consumo.

Aumentar levemente la exposición a la deuda soberana y corporativa grado de inversión china, ya que estos activos se perfilan, como esperábamos luego de nuestra llamada trimestral, como un tipo de activo *risk-off*. Esto también se verá beneficiado de la flexibilización de la política proveniente de China continental.

Los rendimientos globales deberían continuar aumentando, y es probable que se vuelvan a ver los máximos de los tesoros de marzo, dado que el inicio de la emisión masiva de tesoros va a coincidir con el *tapering* de la Fed.

Mantener nuestra protección preferida contra la inflación a través de materias primas, favoreciendo energía y los metales básicos.

Como pueden ver, **solo hay tres diferencias fundamentales con respecto a la asignación del trimestre pasado**. Estas son una posición más defensiva en acciones estadounidenses, aumentar un nivel en la estructura de capital en China, e incrementar nuestra exposición general a la renta variable de mercados emergentes. Abordemos estos temas, uno a la vez.

Primero, **el posicionamiento más defensivo en renta variable estadounidense tiene sentido cuando estamos tan cerca de nuestro objetivo para el S&P500**, las estimaciones en el crecimiento de utilidades son elevadas, y las bolsas estadounidenses no han visto una corrección significativa desde el inicio del último *bull market* en abril del año pasado. Esto podría hacerse a través de distintas estrategias que reducen el beta a comparación del mercado en general, tales como covered calls. En nuestros portafolios I-maps, por ejemplo, decidimos tomar parte de nuestra asignación del S&P500 y rebalancearla a una estrategia Shiller

En segunda instancia, **compramos más deuda soberana y grado de inversión china**. Luego de abrir esta posición en 3T21, esta ha tenido el comportamiento esperado – es un activo diversificador, con un alto *carry*, de baja correlación, y con características de activo refugio. Desde el primero de julio, nuestra posición de bonos chinos ha superado en rendimiento a nuestra posición de Tesoros, así como a nuestra posición de bonos corporativos grado de inversión. Al 27 de septiembre, esta posición ha tenido un retorno de 1.3% vs el 1% observado en los bonos corporativos grado de inversión, mientras que los Tesoros se han mantenido inalterados. Además, el yuan se ha fortalecido durante esta crisis.

Este mejor comportamiento es notable, dado que los mercados mundiales se han visto afectados por varios episodios de *sell-off* de riesgo procedentes de China. Estos han incluido cuarentenas severas, una desaceleración económica, reformas punitivas en términos regulatorios y que afectaron directa-

— “Solo hay tres diferencias fundamentales con respecto a la asignación del trimestre pasado: una posición más defensiva en acciones estadounidenses, aumentar un nivel en la estructura de capital en China, e incrementar nuestra exposición general a la renta variable de mercados emergentes.”

CAPE. No estamos adoptando una postura más defensiva porque el sentimiento de los inversionistas ya se ha vuelto muy *bearish*. Al 15 de septiembre, la encuesta de sentimiento de la Asociación de Inversoristas Individuales reveló que el sentimiento *bullish* colapsó, luego de observar que los bears excedieron a los *bulls* por casi 17 puntos, siendo este uno de los mayores márgenes que se han registrado. Por lo tanto, nuestras sensibilidades contrarias nos informan que cualquier caída en la renta variable estadounidense probablemente será bastante fugaz, se revertirá rápidamente, o incluso podría no ocurrir, dado el amplio sentimiento negativo en los mercados.

mente a la industria, así como el impago del promotor inmobiliario más endeudado del mundo, Evergrande. Si estos activos funcionaron como refugio durante este periodo, entonces se puede afirmar que efectivamente se pueden catalogar como tal.

El siguiente gráfico muestra el comportamiento de los *spreads* de la deuda grado de inversión china vs sus comparables de *high yield*. Durante el impago de Evergrande, los *spreads high yield* aumentaron de manera importante, mientras que los de la deuda grado de inversión se contrajeron, al tiempo que los inversionistas buscaban refugio.

### Spreads de la deuda grado de inversión china se desligan de los high yield | Fuente: Insigneo (Septiembre 27, 2021)



Tal y como lo hemos dicho en ocasiones anteriores, un inversionista racional puede asumir correctamente que la única forma de posicionarse para la narrativa de crecimiento china es a través de inversiones en activos unos niveles más arriba en la estructura de capital, algo más lejos del alcance de la hoz regulatoria.

Finalmente, y probablemente lo más controversial,  **aumentamos marginalmente nuestra posición en renta variable emergente de manera táctica para el último trimestre del año.** Si bien recuerdan, redujimos nuestra exposición el trimestre pasado, anticipándonos a la señal del inicio del *tapering*, el declive del impulso del crédito chino, un aumento en la incertidumbre regulatoria, y menores avances de vacunación a comparación del mundo desarrollado. Este *trade* funcionó a nuestro favor, pero este es el momento de revertir el curso durante al menos un trimestre.

Hay varios pilares que sostienen esta tesis de inversión. Por un lado, la renta variable emergente ha tenido un desempeño inferior al de los mercados desarrollados, y hay espacio suficiente para que se dé una reversión a la media. Los dos últimos momentos en los que la

renta variable emergente presentó un rendimiento inferior al de los mercados desarrollados en un 20% (en el segundo semestre de 2015 y mediados de 2018) fueron seguidos por un periodo en el que los mercados emergentes obtuvieron un rendimiento que fue superior entre un 10% y un 15%.

Ahora, esperamos que la tasa de vacunación en los mercados emergentes aumente considerablemente en el corto plazo. Durante los últimos tres meses, la tasa de vacunación en Asia, por ejemplo, ha aumentado de 21% a 63% para la población adulta. Si se mantiene este ritmo, la gran mayoría de naciones de Asia Pacífico tendrá más del 80% de su población adulta vacunada para el final de este año. Esto eliminará un importante impedimento al crecimiento de estas economías. El impulso del crecimiento en Asia se desaceleró en los últimos dos trimestres, debido a las continuas y estrictas medidas para contener los brotes de Covid en varias economías, lo que fue denominado una política de Covid de “cero tolerancia”. China, por ejemplo, impuso una cuarentena en una ciudad luego de que se confirmara apenas un caso. Esto lo hicieron porque había muy poca gente vacunada.

— “Desde mediados de 2019, las utilidades estadounidenses han superado las de los mercados emergentes por solo 6%, pero las acciones de estos han tenido un rendimiento inferior a las de Estados Unidos en un 29% durante este mismo período.”

El gasto de consumo en Asia Pacífico, específicamente, es el único componente del PIB que se mantiene por debajo de su tendencia pre-pandemia. No obstante, si nuestras proyecciones son ciertas, Asia Pacífico debería modificar sus estrategias de manejo de Covid desde una política de “cero tolerancia” hacia una postura más similar a la de Occidente, aceptando el Covid como un problema endémico. De ser así, esperaríamos una recuperación importante en el consumo a partir de 1T22, en paralelo a la recuperación observada en Occidente a principios de este año. Un inversionista debería posicionarse para esta recuperación durante 4T21, antes de que sea incorporada por los mercados.

Así mismo, estamos viendo señales de que las presiones inflacionarias están empezando a ceder en los mercados emergentes, especialmente en los precios de los alimentos. Esto es relevante, porque tradicionalmente los alimentos han sido un *driver* de la inflación en la región. También hay indicios de que el Banco Popular de China está iniciando una nueva ronda de estímulos: el ratio de reservas obligatorias se redujo en julio, los nuevos préstamos bancarios aumentaron un 13% en agosto, el gasto fiscal se incrementó con el aumento de la emisión de bonos del gobierno local, y el apoyo crediticio proporcionado a las pequeñas y medianas empresas en septiembre por un total adicional de CNY 300bn. Últimamente, el banco central ha proveído inyecciones de liquidez al mercado por varios días consecutivos. La tendencia es clara.

Por último, las valoraciones en los mercados emergentes están muy baratas. Están negociándose a un *ratio* de P/E Shiller de apenas 14.7x, comparado con el 22.2x de Europa, 24.1x de Japón, y 36.8x de Estados Unidos. No habíamos visto este descuento desde finales de la década de los 90’s. Si pensaron que los mercados emergentes están baratos porque sus utilidades son débiles, entonces consideren lo siguiente: desde mediados de 2019, las utilidades estadounidenses han superado las de los mercados emergentes por solo 6%, pero las acciones de los mercados emergentes han tenido un rendimiento inferior al de las acciones de Estados Unidos en un 29% durante este mismo período.

El mayor riesgo a nuestra tesis es que los políticos chinos cometan un error – ya sea por no reducir los efectos secundarios y terciarios del impago de Evergrande, lo que conllevaría una desaceleración más amplia, y / o que no estimulen la economía tanto como esperamos. Este último riesgo es más probable que el primero, ya que anteriormente existía un sesgo de solo promulgar temas de “prosperidad común” y desapalancar la economía. Sin embargo, y de manera general, favorecemos este *trade* en un horizonte táctico para el 4T21.

## Empresas de tecnología *megacap* en riesgo

Ahora, enfoquémonos en las compañías *megacap* estadounidenses, aquellas con acciones omnipresentes, que creemos tienen muy malas perspectivas a largo plazo. En el libro del Éxodo de la Biblia, Dios le entrega “maná” a los israelitas durante su peregrinación de 40 años desde Egipto hasta que llegan a Canaán. Era el sustento que necesitaban para su arduo viaje de purificación antes de poder entrar en la Tierra Prometida.

**Para las compañías de tecnología *megacap*, tales como Amazon, Facebook, y Google, la pandemia fue como maná caído del cielo.** Obligados a permanecer en sus hogares, los consumidores tuvieron que volcarse al mundo virtual cuando la actividad del mundo real se detuvo. Del mismo modo, estas personas tuvieron un aumento en sus niveles de efectivo como consecuencia del histórico estímulo fiscal. Lo anterior, resultó en ingresos no vistos antes y, con las tasas de interés alcanzando nuevos mínimos, los múltiplos de P/E para estas acciones *growth* alcanzaron nuevos máximos.

Mientras volvemos a la “normalidad”, todos estos vientos de cola se convertirán en vientos en contra: los consumidores van a gastar menos en bienes y más en servicios, y los mayores niveles de tasas van a afectar de forma no menor sus flujos de caja descontados futuros, lo que a su vez va a comprimir los múltiplos. Las posiciones en estos nombres están muy cargadas (¿quién no tiene acciones de Amazon?), entonces, ¿quién queda para comprar? Salir de estas también podría ser doloroso. Pero todas estas son consideraciones, relativamente, de corto a mediano plazo. La mayor preocupación, como siempre, debería ser la tendencia a largo plazo. El argumento de mayor relevancia para salir de estas posiciones en empre-

sas *megacap* estadounidenses es que van a estar sujetas a un ataque regulatorio oneroso durante los próximos años.

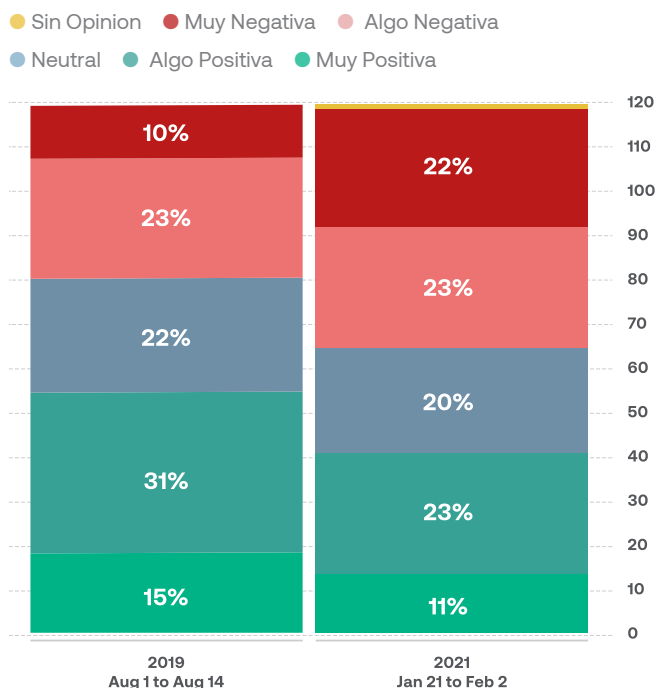
¿Cómo se ve este riesgo en el largo plazo? En primer lugar, **estas compañías van a ser objeto de un intenso escrutinio por prácticas corporativas monopolísticas.** Hasta ahora, esto no ha sido sencillo de comprobar, ya que estas compañías tienden a bajar los precios, en vez de subirlos. Después de todo, estas compañías no están fijando los precios por encima de los costos marginales como suelen hacer los monopolios, así como también entregan varios de sus servicios sin cobrar nada a cambio. Pero los reguladores no van a estar enfocados en las políticas de fijación de precio.

— “Para las compañías de tecnología *megacap*, la pandemia fue como maná caído del cielo. Obligados a permanecer en sus hogares, los consumidores tuvieron que volcarse al mundo virtual cuando la actividad del mundo real se detuvo.”

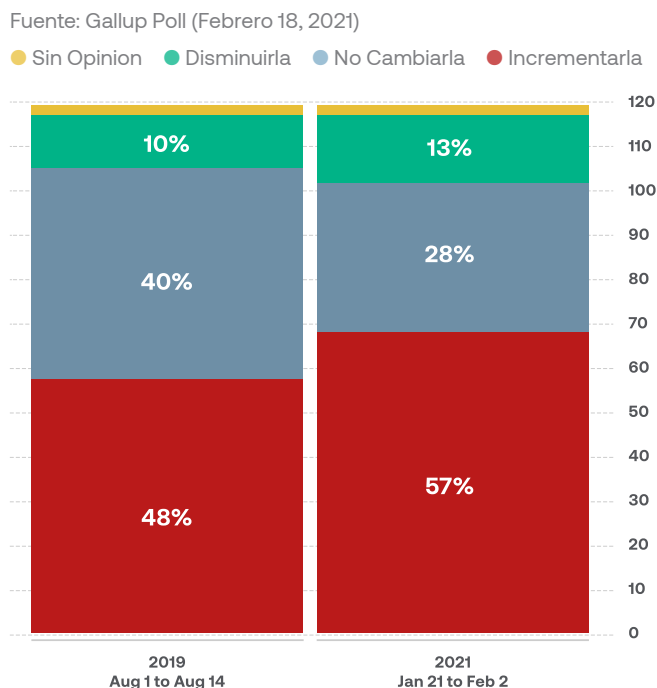
En cambio, su interés estará en cómo estas compañías utilizan los datos, especialmente la información de los usuarios en el caso de Facebook y Google. Cabe recordar que la información es la nueva moneda del reino, y ningún gobierno – ni Estados Unidos ni China – van a permitir que las empresas privadas dominen este espacio.

En segundo lugar, y quizás con mayor importancia, la opinión pública estadounidense se ha tornado en su contra. Como se ve en este gráfico, una encuesta reciente de Gallup muestra que el 55% de los nortea-

### ¿Cuál es su visión general de las empresas de tecnología? | Fuente: Gallup Poll (Febrero 18, 2021)



### ¿Cree que el gobierno debería cambiar su regulación de empresas de tecnología? Fuente: Gallup Poll (Febrero 18, 2021)



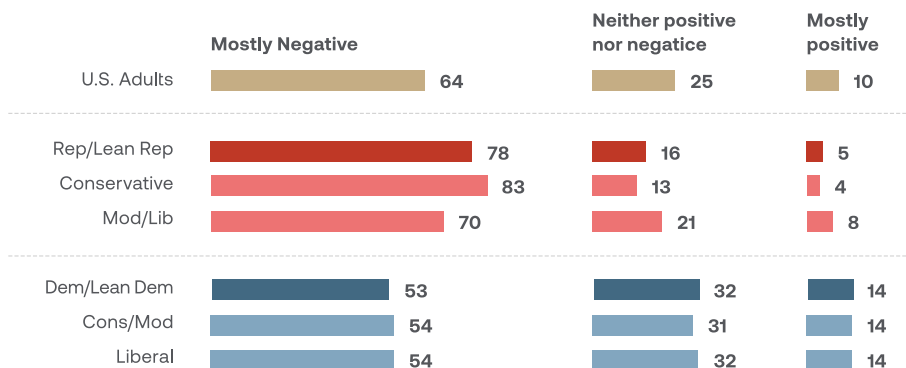
americanos tienen una percepción general negativa de compañías de tecnología tales como Amazon, Facebook, y Google. Esto representa un incremento del nivel de 33% observado hace dos años; un aumento de casi dos tercios en apenas 17 meses. De forma importante para los inversionistas, el 57% de los americanos considera que el gobierno debería aumentar la regulación de estas compañías de tecnología, aumentando desde el 48% observado en 2019. Las

compañías de redes sociales (a saber, Facebook, Snap, y Twitter) han atraído especialmente la ira del público.

Este gráfico de una encuesta del Pew Research Center de julio de 2020 muestra que **el 64% de los adultos norteamericanos considera que las redes sociales tienen un efecto negativo en el país**, mientras que apenas el 10% considera dicho efecto como positivo. Esto es más que una relación de 6 a 1. El disgusto es

### La mayoría de los americanos afirman que las redes sociales afectan negativamente la forma en que se hacen las cosas en el país hoy en día.

Fuente: Pew Research Center, US Adults surveyed Julio 13 – 19, 2020



particularmente alto entre Republicanos, quienes consideran que Facebook y Twitter limitan los puntos de vista y el discurso conservadores.

¿Por qué la población norteamericana se ha tornado en contra de las compañías de tecnología *megacap* de forma general, y de forma más particular en contra de las compañías de redes sociales? Bueno, hay una creciente evidencia de que el uso de las redes sociales es altamente perjudicial para la salud mental de los jóvenes. Un estudio publicado en el *Journal of Adolescence* en julio de 2021, titulado “Worldwide Increases in Adolescent Loneliness”, concluyó que el uso generalizado de las redes sociales conduce a un aumento de los sentimientos de soledad y aislamiento en los jóvenes.

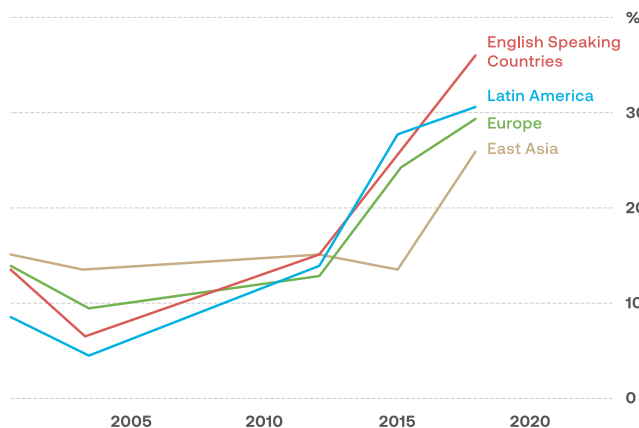
Pero el problema va más allá de los sentimientos de soledad y aislamiento. De hecho, parece que ahora está mutando para convertirse en un problema de salud mental, particularmente en niñas, y está afectando por igual a todos los géneros, grupos de edad, y grupos raciales/étnicos.

Como lo muestra el siguiente gráfico, en 2009, poco más del 10% de las niñas de 12 a 17 años informaron de un episodio depresivo mayor durante el año anterior. Diez años después, en 2019, cuando concluyó este estudio en particular, el 23% de las niñas de la muestra reportaron un episodio de este tipo.

Esto no pasará desapercibido para los reguladores y para el gobierno. ¿Cuánto tiempo pasará antes de que

### El aumento de la soledad de los jóvenes es un problema mundial

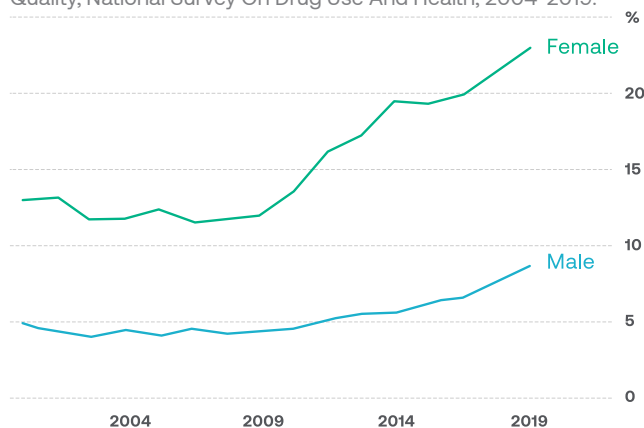
Fuente: BCA Research



Del mismo modo, como se ve en este gráfico, el problema es de talla mundial, con un aumento relevante observado en los países de habla inglesa, Europa, América Latina, y Asia Oriental desde 2010 hasta la fecha. Básicamente, estas son las regiones en las que el uso de redes sociales está generalizado.

### Las jóvenes corren un alto riesgo por el uso de las redes sociales

Fuente: Samhsa, Center For Behavioral Health Statistics And Quality, National Survey On Drug Use And Health, 2004-2019.



estas empresas estén reguladas de la misma forma que las de tabaco, drogas y alcohol? De hecho, podría argumentar que, de varias formas, el gobierno chino está adelantado en esta materia, y que las mismas medidas regulatorias que hemos observado este año en Alibaba, Tencent, y compañías de

juego son preludios de las medidas que podría tomar Estados Unidos con sus propias compañías.

Es lógico que la respuesta norteamericana a la creciente ubicuidad de las compañías de tecnología *megacap* debe provenir de un proceso democrático y de consenso; un proceso a veces largo y complicado, contrario a la llamada telefónica unilateral y autoritaria de China de un burócrata. Pero, tal y como hemos visto, el consenso alrededor de un aumento en la regulación ya está aquí. Ahora, debemos esperar a que el proceso democrático se ponga a la altura. En nuestra opinión, es solo cuestión de tiempo antes de que se manifieste en una política pública y en un mayor escrutinio regulatorio. Con las elevadas valoraciones entre las *megacaps* de EE. UU. (por ejemplo, Los múltiplos *P/E forward* de estas empresas todavía están por encima de 80x, mientras que el del S&P 500 es solo 22x), será difícil justificar estos múltiplos. De hecho, tendrían que aumentar las utilidades aproximadamente un 30% por año durante los próximos 5 años para simplemente cumplir con las elevadas expectativas de los analistas.

Cabe recordar que cada década tiene su burbuja. Inequívocamente, la década de 2010 le perteneció a las compañías de tecnología *megacap*. Mi apuesta es que la década de 2020 le va a pertenecer a algo más. Por lo tanto, utilizaría los *rallies* de estas compañías como puntos de salida de las posiciones.

Y con esto, concluyo mi presentación para el día de hoy. Ahora, le cedo el micrófono a Melissa Ochoa Cárdenas, nuestra estratega de inversión, quien nos dará una visión de Latinoamérica.



**Melissa Ochoa Cárdenas**  
Estratega de Inversión  
Insigneo Financial Group

## Latinoamérica

Retomando donde quedamos el trimestre pasado, parece extraño decir que no ha cambiado nada, pero al mismo tiempo ha cambiado mucho en la región. Nuestras expectativas de recuperación económica se han materializado en la mayoría de los países, junto con algunas revisiones al alza en términos de proyecciones de crecimiento, pero al mismo tiempo ha habido un aumento de las presiones inflacionarias, que están llevando a los bancos centrales a implementar una política monetaria más contractiva. Además, Estados Unidos parece dispuesto a anunciar finalmente el comienzo del *tapering* en noviembre, y el petróleo se ha mantenido relativamente alcista durante los últimos meses, incluso si ha registrado algunos retrocesos en su precio. El verano también trajo volatilidad adicional de China e, incluso aunque fueran más contenidos, renovados temores por COVID-19.

En términos generales, y al igual que el resto del mundo, Latam continuó su recuperación económica del retroceso causado por la pandemia, en medio de un

aumento en las tasas de vacunación contra el COVID-19. Esta tendencia, junto con una reapertura más visible de las economías, ha impulsado el consumo en la región, además de sentar las bases para que se generen presiones inflacionarias que parecen ser más permanentes de lo esperado. Esto último también ha presionado a algunos de los bancos centrales para que sean más agresivos al momento de implementar una política monetaria más contractiva, o para que aumenten las tasas de manera preventiva, como es el caso en Perú.

Sin embargo, e incluso si el contexto macroeconómico pudiera considerarse como positivo, el entorno político sigue siendo protagonista, con las próximas elecciones en el último trimestre del año que se extenderán hasta octubre de 2022. Incluso si algunas de estas piezas comienzan a encajar, es probable que el rompecabezas esté lejos de estar completo.

Ahora, profundicemos en una visión de país más específica de lo que ha sucedido desde la última vez que nos reunimos.

### **Brasil**

En su última reunión de política monetaria, el COPOM se alineó con las expectativas del mercado e incrementó la tasa Selic 100pbs a 6.25%, en medio de presiones inflacionarias, junto con mayores riesgos provenientes del frente fiscal que también podrían presionar las lecturas de inflación actuales y futuras. Por otro lado, el COPOM consideró que el crecimiento del segundo trimestre continuó mostrando un comportamiento positivo. Además, en su último comunicado de prensa, el COPOM afirmó que considera apropiado continuar con el endurecimiento de su política monetaria, llevándola hacia un terreno aún más restrictivo y reconociendo al mismo tiempo que existe la posibilidad de un ajuste de la misma magnitud en la próxima reunión.

En el frente fiscal, el COPOM enfatizó en la necesidad

de implementar reformas y ajustes que permitan cimentar una recuperación sostenible de la economía, al tiempo que reconoció que cualquier cambio en el proceso de consolidación fiscal podría resultar en un aumento en la tasa de interés estructural. Adicionalmente, el COPOM también afirmó ser consciente del riesgo que representa extender las respuestas de política fiscal a la pandemia en términos de deterioro fiscal. Esto no es menor, considerando que al presidente Bolsonaro se le está acabando el tiempo para presentar cualquier reforma o modificación presupuestal, dado que la ley brasileña no permite la creación de nuevos programas en años electorales. Esto pone en duda la continuidad del programa “Bolsa Familia” de Bolsonaro, así como la de los beneficios de emergencia que se entregaron durante la pandemia, y que expiran en octubre. Esto, considerando los ajustes necesarios del techo de gasto que implicaría la continuidad de dichos programas, y que podrían poner en peligro la credibilidad fiscal del país. Además, el presupuesto de 2022 está bajo presión de los pagos de “preclavos”, ya que su inclusión en el presupuesto afectaría la capacidad del gobierno para aumentar el gasto discrecional en 2022, y obligaría al presupuesto asignado a la “Bolsa Familia” a permanecer sin cambios para cumplir con el techo de gasto. También vale la pena resaltar que cualquier modificación que pueda permitir que se realicen gastos por encima de lo establecido en el techo afectaría el poder de la única ancla fiscal de Brasil, lo que aumentaría la volatilidad y la incertidumbre antes de las elecciones de octubre de 2022.

El contexto no parece favorable si se considera que el panorama político en Brasil está rodeado por el ruido generado por los choques entre el presidente Bolsonaro y los miembros de la Corte Suprema. Adicionalmente, el presidente Bolsonaro se enfrenta a cuatro investigaciones diferentes, las cuales ha desestimado mediante ataques a diferentes instituciones. Estas respuestas han reducido la aprobación presidencial.

Los desafíos políticos siguen aumentando al tener en cuenta que el aumento de la tensión política dificulta cualquier tipo de cooperación entre los poderes del gobierno, al tiempo que ralentiza el ritmo de progreso en la aprobación e implementación de reformas. Si el gobierno actual se sintiera presionado por la izquierda, tal vez liderada por el expresidente Lula, es muy probable que haga todo lo posible para aumentar el estímulo y, por lo tanto, su popularidad entre la gente, incluso si esto solo trae consigo más presión a un presupuesto ya enredado.

### **Colombia**

En Colombia, las proyecciones de crecimiento han sido revisadas al alza por los analistas, y esta tesis parece materializarse al observar el aumento de la confianza del consumidor y la tendencia positiva del PMI que, aun cuando tuvo un retroceso en su lectura de agosto, aún muestra una tendencia

del mercado. El crecimiento para el 2T21 registró una variación de 17.6% a/a, donde el consumo de los hogares presentó un crecimiento de 25% a/a. En este contexto de recuperación del consumo y un lento regreso a la “normalidad”, la inflación no se ha mantenido tan controlada como antes, al ubicarse por encima del límite superior del BanRep por primera vez desde 2017 para su lectura de agosto. Las presiones inflacionarias que también han afectado negativamente las expectativas de inflación hicieron que BanRep iniciara su ciclo de normalización de política monetaria en su última reunión, al aumentar la tasa de política monetaria en 25 pbs. Esta parece ser una situación que el mercado ya tiene incorporada, al exhibir una tasa implícita de política monetaria de ~2.75% para los próximos tres meses. Esas expectativas de inflación también se hicieron visibles en la última encuesta de BanRep, en la que la inflación esperada para diciembre aumentó 48pbs y alcanzó 4.70%, lo que implica que la variable finalizaría el año por encima de su meta por primera vez desde 2017.

— “En el 2T21, Colombia registró máximos en términos de sus niveles de déficit de cuenta corriente. No obstante, el futuro parece más favorecedor en términos de una posible recuperación tanto en producción de petróleo como de las exportaciones.”

positiva a lo largo del año. Adicionalmente, datos de actividad de alta frecuencia terminaron de confirmar esta tendencia, donde tanto la producción manufacturera como las ventas al por menor registraron variaciones positivas de doble dígito, aun cuando se compararan con los niveles prepandemia.

Además, esta tendencia positiva de crecimiento también fue confirmada por la última lectura del PIB, incluso si esta se ubicó por debajo de las expectativas

En términos de política monetaria, la mayoría de los analistas descuentan una postura más gradual, pronosticando que la tasa de política monetaria tendría dos incrementos adicionales de 25 pbs en lo que resta del año, finalizando el 2021 en niveles de 2.50%. Es relevante señalar que, para Colombia, el ritmo de normalización de la política monetaria seguiría una senda más gradual, dado que el país aún presenta una brecha de producto negativa, aunque en menor medida de lo esperado anteriormente.

Sin embargo, e incluso cuando esta no fuera la solución definitiva al entorno fiscal retador que enfrenta Colombia actualmente, cabe destacar que el Congreso aprobó la nueva reforma tributaria luego de varias sesiones de discusión y búsqueda de consensos encabezadas por el Ministro de Hacienda Restrepo. Esta reforma posiciona a Colombia como pionera en términos de implementar un gasto fiscal más contractivo, al tiempo que muestra un compromiso para abordar las demandas sociales. Esta reforma también tiene como objetivo preservar la estabilidad fiscal del país, ya que se espera que esta reforma le permita al gobierno alcanzar ahorros en el periodo entre 2022-2032 de 0.1% del PIB, mientras que también generará ingresos netos permanentes equivalentes a cerca de 1% del PIB. Sin embargo, vale la pena señalar que la mayoría de las medidas que incluye solo comenzarán a regir en 2023, y ya se ha afirmado que se necesitarían esfuerzos adicionales y más estructurales por parte de la próxima administración, que asumirá el gobierno en 2022.

Con respecto a la aprobación y el contenido que fue aprobado de dicha reforma, las agencias calificadoras ya han expresado su opinión: Fitch Ratings afirmó que, aun cuando reconocen el esfuerzo de Colombia al aprobar una reforma de este estilo, esta no será suficiente para que el país recobre el estatus de grado de inversión. Adicional a esto, la agencia también está alineada con la opinión del gobierno de que será necesaria la presentación de otra reforma más estructural por parte de la nueva administración.

Por su parte, Colombia se enfrenta a un reto proveniente del sector externo. En el 2T21, Colombia registró máximos en términos de sus niveles de déficit de cuenta corriente, a pesar de haber observado mayores precios del petróleo durante el trimestre, así como mayores necesidades de gasto externas. No obstante, el futuro parece más favorecedor en términos de una posible recuperación tanto en producción de petróleo como de las exportaciones. Por otro lado, la

inversión de portafolio ha sido una fuente estable de financiación a lo largo de 2021.

Colombia está a punto de entrar en un ciclo electoral que podría traer volatilidad adicional al mercado. Los candidatos presidenciales oficiales aún no han sido declarados y hay más de 30 nombres emergiendo como potenciales candidatos tanto de los partidos tradicionales como de nuevas alternativas. La incertidumbre persistirá hasta que tengamos más claridad sobre los candidatos definitivos y, posteriormente, hasta que se conozcan los resultados de las consultas internas de los partidos.

### **Perú**

El último trimestre estuvo lleno de desafíos para Perú. Fue un reto para el país establecer un nuevo rumbo después de que el presidente Castillo asumiera el cargo, y los mercados parecieran haber incorporado el peor de los escenarios probables. El flujo de noticias negativas comenzó en forma de una rebaja de calificación por parte de Moody's, que se produjo durante una controversia política, en medio de la decisión del Congreso de otorgar su voto de confianza al gabinete del anterior Primer Ministro Bellido, en lugar de negarle su confianza. Sin embargo, la perspectiva de Perú fue mejorada a 'estable', reflejando así la capacidad del país de conservar un grado no menor de fortaleza fiscal y resiliencia económica, cuando se contrasta la situación de Perú con la de sus pares.

Sin embargo, la incertidumbre en torno al desarrollo e implementación de políticas del gobierno sigue siendo alta, especialmente si se considera que el presidente Castillo ha mostrado pocas intenciones de moderar sus propuestas de campaña heterodoxas, incluso si el ministro de Economía Francke ha tratado de calmar a los mercados abogando por restablecer la regla fiscal, con miras a avanzar en la consolidación fiscal. Esto, en medio de una reducción proyectada

del déficit fiscal a 1.0% del PIB en 2025 por parte de Francke, que contrasta fuertemente con los gastos anunciados por el presidente Castillo que serían equivalentes de por lo menos 2.0% del PIB y limitan esa reducción proyectada. Además, e incluso si el gobierno ha anunciado su intención de utilizar el aumento en la recaudación de impuestos mineros para obtener ingresos adicionales para subsidiar dichos gastos, la cantidad de ingresos que se pueden recaudar provenientes por este medio podría ser menor que el costo total de los proyectos, incrementando el riesgo de un aumento del déficit fiscal por encima de lo previsto.

Por su parte, el panorama macroeconómico del Perú es heterogéneo: el último dato de PIB medido por medio del indicador mensual del INEI estuvo por debajo de las expectativas al anotar una variación de 12.94% a/a en su lectura de julio, impulsado principalmente por los sectores que se benefician de la reapertura económica y exhibiendo una expansión de solo 5 de los 12 sectores. Incluso si este indicador mostró que la economía no ha perdido impulso, y la mayoría de los analistas han revisado sus proyecciones de crecimiento al alza, la confianza empresarial se ha visto afectada por la incertidumbre política mencionada anteriormente, lo que no es positivo para el crecimiento y el desarrollo económico hacia adelante, sobre todo si el gobierno planea mantener sus planes de política fiscal expansiva.

Además de la disminución de la confianza empresarial, Perú también enfrenta presiones inflacionarias, luego de tres sorpresas inflacionarias al alza, que han llevado a que el BCRP, sorprendiendo a los mercados, comience a implementar una política monetaria más contractiva, luego de incrementar su tasa de referencia en 125pbs en las últimas tres reuniones. No obstante, el BCRP ha enfatizado que las subidas de tasa anteriores no implican el inicio de un ciclo de aumentos, y que la política monetaria sigue siendo expansiva, especialmente si se tienen en cuenta los niveles

— “La incertidumbre en torno al desarrollo e implementación de políticas del gobierno sigue siendo alta, especialmente si se considera que el presidente Castillo ha mostrado pocas intenciones de moderar sus propuestas de campaña heterodoxas.”

actuales de la tasa real de política monetaria. Aun así, el consenso de mercado apunta a descontar aumentos adicionales de las tasas hacia adelante, que deberían estar dirigidos a controlar la inflación, al tiempo que intentan anclar las expectativas de inflación, en medio de una data dependencia más marcada del Banco Central.

En el frente inflacionario, Perú ha presentado tres sorpresas alcistas, con su última lectura ubicándose por encima del límite superior del rango meta del BCRP en casi 200pbs, y con este último dato estando explicado principalmente por el aumento en los precios de los alimentos, así como por los aumentos preocupantes observados en la inflación básica. Del mismo modo, las expectativas de inflación, de acuerdo con el último informe de inflación publicado por el BCRP, aumentaron 64pbs para ubicarse en 3.07%, en medio de un deterioro del balance de riesgos inflacionarios. No obstante, el BCRP no se mostró preocupado en términos de los aumentos inflacionarios, luego de afirmar que esperan que la variable retorne dentro del rango meta durante los próximos 12 meses, y que se mantendrá dentro del rango durante el próximo año, dada la naturaleza transitoria de los aumentos observados.

### **Chile**

La recuperación económica pareciera estar por buen camino en Chile, impulsada por un consumo interno dinámico, a su vez respaldado por un estímulo fiscal aún presente, en conjunto con aumentos de la inflación

y una política monetaria más contractiva por parte del Banco Central. Esta política monetaria menos expansiva vio su inicio cuando el Banco Central, sorprendiendo al consenso de mercado, aumentó su tasa de referencia en 75 pb en su última reunión de política monetaria, con miras a controlar una inflación y un consumo más altos de lo esperado. También es relevante resaltar que el Comité mostró un tono más *hawkish*, específicamente al evaluar el actual recalentamiento de la economía, junto con un deterioro no menor de las perspectivas de inflación, así como el balance de riesgos para esta variable. Además, en las últimas Minutas del Banco Central, el Comité afirmó que considera necesaria una normalización más rápida de la política monetaria. Esta postura pareciera ya estar incorporada por el mercado, con la tasa implícita de política monetaria para cierre de año ubicándose cerca de 2.75%, equivalente a un incremento de 125pbs.

La recuperación económica chilena parece estar por buen camino, al contar con una brecha de producto positiva, lo que contrasta con un deterioro de las cuentas externas, a pesar de los precios positivos de las materias primas, lo que suele ser positivo para las exportaciones chilenas. El dinamismo del crecimiento fue visible en la última publicación del PIB, que exhibió una variación de 18.1% a/a, demostrando que la actividad económica fue más resiliente a las restricciones impuestas debido a la pandemia, y estando impulsado por la decisión del gobierno de que las transferencias de efectivo del IFE se mantendrían vigentes durante por dos meses adicionales. Este hecho es evidencia de que el estímulo fiscal sigue presente, además de ser un soporte para el consumo para los próximos meses. Sin embargo, la presencia de dicho estímulo fiscal parece contradecir la opinión expresada por el Banco Central en sus últimas Minutas, donde todos los miembros admitieron que lo peor de la pandemia habría pasado, por lo que mantener las medidas para contener su impacto económico y social sería una fuente de problemas y desequilibrios.

Como se mencionó anteriormente, este aumento del consumo, junto con la ampliación del programa de transferencias de efectivo, han conllevado a un aumento relevante tanto de la inflación como de sus expectativas. En su última publicación, el IPC anotó una variación de 4.78% a/a y estuvo impulsado principalmente por el grupo de servicios, junto con otros sectores que se beneficiaron particularmente de la reapertura de la economía. Además, la inflación básica también presentó la tendencia alcista observada en la inflación total al registrar una variación de 3.76% a/a, alejándose de la meta del Banco Central. El aumento observado en la inflación también ha implicado una fuerte transmisión a las expectativas de inflación, que llevó a las expectativas de inflación de los próximos dos años a ubicarse por encima del objetivo de 3%, de acuerdo con las últimas Minutas del BCCh.

Como se mencionó anteriormente, el gobierno chileno no ha dudado en proveer a la población un estímulo adicional que, a su vez, ha soportado el crecimiento continuo del consumo. Lo anterior, en conjunto con un recaudo de impuestos menor al esperado, ocasionó una ampliación de mayor magnitud del déficit fiscal, lo que llevó al gobierno a revisar y ampliar su pronóstico para de déficit fiscal para este año.

De otro lado, la política sigue siendo uno de los principales riesgos para Chile, con las elecciones presidenciales de noviembre cada vez más cerca. Según las últimas encuestas, el candidato de izquierda Gabriel Boric lidera la contienda, por delante del representante de centroderecha Sebastián Sichel. Esto es relevante si se considera que la popularidad del presidente Piñera continúa deteriorándose y parece más probable un giro hacia un gobierno de izquierda. Sin embargo, es relevante resaltar que la postura de Boric es menos radical que lo que habría propuesto el Partido Comunista, aunque la tendencia de su agenda de gobierno sea hacia la izquierda. Por su parte, la redacción de la nueva Constitución chilena aún está en proceso, e incluso si la Asam-

blea Constituyente ha estado en sesiones durante más de dos meses, ha tenido pocos avances. Hay que recordar que la fecha límite para la aprobación de un nuevo texto constitucional es el 4 de julio de 2022. Si no se llegara a presentar un nuevo texto para esta fecha, la incertidumbre política, que ya es elevada, podría aumentar más.

### **Argentina**

Argentina se enfrenta a una variedad de problemas para el resto de 2021 y los trimestres siguientes. Si consideramos el entorno económico ya desafiante, ahora se debe tener en cuenta la derrota del gobierno en las elecciones primarias, por lo que es improbable que retenga el control de la Cámara Baja en las elecciones de noviembre, lo que disminuye aún más su gobernabilidad.

En las elecciones primarias, los argentinos fueron a las urnas y expresaron su descontento con la actual administración, lo que llevó a que el gobierno fuera derrotado en 17 de las 24 jurisdicciones. Es muy poco probable que este resultado se revierta en las próximas elecciones de noviembre, dejando al gobierno de Fernández en una posición más débil y con varios enfrentamientos internos que no deberían resolverse en el corto plazo. Específicamente, aquellos entre el kirchnerismo más tradicional y el equipo económico del gobierno. Según diferentes analistas, esta situación también podría acelerar el ritmo del gasto fiscal hasta las elecciones de noviembre, en un intento por revertir los resultados de las elecciones primarias.

En adición a lo anterior, el presidente Fernández anunció recientemente varios cambios en su gabinete como consecuencia de presiones provenientes del interior del partido, en donde los ministerios que ahora tienen nuevo ministro están siendo ocupados por ex miembros del gobierno de Cristina Kirchner. Sin embargo, cabe destacar que el ministro de Hacia-

— “En Chile, la popularidad del presidente Piñera continúa deteriorándose y parece más probable un giro hacia un gobierno de izquierda.”

da Guzmán mantuvo su cargo, lo que disminuye la incertidumbre en torno a la resolución de las negociaciones del FMI y fue recibido por los mercados como una noticia positiva.

Sin embargo, la consolidación fiscal que se alcanzó durante la primera mitad de 2021 podría estar en riesgo como consecuencia del interés del gobierno de acelerar el gasto fiscal, y más si se tiene en cuenta que esta tendencia de gasto ya inició en julio, cuando se aprobó la implementación de varios gastos sociales – tales como mayores subsidios, gasto en seguridad social, y mayor gasto de capital. En adición a lo anterior, el gobierno anunció que tiene la intención de aumentar el salario mínimo, y hace un par de semanas, el Ministerio de Hacienda emitió un decreto que permite el uso de los DEG tanto para pagar parte de las amortizaciones del FMI como para aumentar el monto legal de financiamiento monetario permitido del Banco Central al Tesoro. Este contexto implica que las necesidades de financiación del gobierno van a mantenerse altas, y que podría ocurrir un deterioro fiscal. Asimismo, si el gobierno mantiene su intención de cumplir con las metas establecidas por el FMI, se verá en la obligación de recortar su gasto en los próximos meses, lo que contradice los objetivos previamente discutidos antes de las elecciones de noviembre.

Esta situación política retadora se está dando en un país que ha experimentado altos niveles inflacionarios que a su vez parecieran mostrar una tendencia más rígida, incluso cuando la lectura de julio fue la más baja del año. Del mismo modo, vale la pena

tener en cuenta que la inflación se ha beneficiado de mayores precios de las materias primas – que a su vez ayudó a evitar una mayor devaluación de la tasa de cambio – y del congelamiento de los precios de los servicios públicos. Si estos fenómenos se revirtieran el próximo año, las perspectivas de inflación se ven todavía menos prometedoras.

En términos de crecimiento, la economía argentina sorprendió a los mercados al alza luego de exhibir una variación de 17.9% a/a, aun cuando la economía todavía estaba experimentando restricciones en términos de actividad y movilidad durante ese trimestre. Esta sorpresa alcista también se debió a un efecto base favorable. Sin embargo, se debe tener en cuenta la expansión observada tanto en el consumo público como privado, aun cuando esta fuera más moderada que la exhibida en el 1T21. Hacia adelante, dado que el porcentaje de la población totalmente vacunada ha aumentado de manera sustancial en los últimos meses, la reapertura económica debería seguir impulsando el crecimiento durante lo que resta de 2021, en conjunto con un mayor soporte fiscal proveniente del gobierno.

### **México**

En nuestra llamada anterior, México parecía ser la apuesta más segura en Latam – un entorno político relativamente estable luego de las elecciones de junio, un panorama positivo en términos de recuperación económica luego de la lectura del 1T21 del PIB, y un banco central que estaba empezando a reaccionar a presiones inflacionarias, aunque con una postura más gradual.

Actualmente, las presiones inflacionarias en México parecían haberse confirmado por el dato de inflación quincenal de la primera mitad de septiembre, que registró sorpresas al alza tanto en su lectura total como básica. Cabe recordar que, para agosto, la inflación se ubicó en 5.59% a/a, 259pbs por encima

de la meta del Banxico. Además, la inflación básica se encuentra 192pbs por encima del nivel objetivo, aumentando significativamente desde los niveles de cierre del año pasado, lo que confirma que las presiones inflacionarias serían menos transitorias de lo que se creía antes, especialmente al tener en cuenta que la inflación básica alcanzó un nuevo máximo al ubicarse en niveles no vistos desde finales de 2017.

Este aumento en la inflación ha tenido sus efectos en la postura y las decisiones de Banxico, por lo que el Banco Central acumula 75 pbs en aumento de tasas en lo que va del año. No obstante, es posible que Banxico deba actuar con mayor cautela antes de implementar una política monetaria más contractiva, considerando que la actividad pareciera estar perdiendo dinamismo – una tendencia que fue confirmada tanto por la última lectura de producción industrial como de ventas al por menor para julio, donde ambos datos presentaron un retroceso. Lo anterior, fue una sorpresa, considerando que las tasas de vacunación en el país han aumentado, lo que debería ser positivo para los sectores más damnificados por las cuarentenas consecuencia de la pandemia. No obstante, luego de su última reunión de política monetaria, en la que Banxico decidió aumentar 25 pbs su tasa de política monetaria, se resalta su preocupación sobre cómo el aumento observado en la inflación podría poner en peligro las expectativas de inflación, por lo que consideraron necesaria una política monetaria más contractiva.

En el frente político, el presidente López Obrador comienza la segunda mitad de su mandato luego de haber perdido su mayoría en la Cámara, lo que deja al partido de gobierno en una posición débil con miras a las negociaciones que permitirían a López continuar con sus propuestas de reformas constitucionales, donde se resaltan el fortalecimiento de la empresa de energía eléctrica estatal y la modificación del sistema electoral como las dos principales. Adicionalmente, otro punto político que está en el horizonte es la realización del referendo revocatorio que tendría

lugar en marzo del próximo año. Incluso cuando los niveles de popularidad de AMLO son relativamente altos (~60%), los analistas consideran que el presidente se someterá al ejercicio de poner su mandato bajo escrutinio lo que, al final, conllevaría a un aumento en la volatilidad para ese momento.

Asimismo, cabe recordar que hace un par de semanas se presentó el presupuesto 2022, en el que el gobierno proyecta un déficit primario cercano al 0,3% del PIB, lo que contrasta con la tendencia de años anteriores de superávits registrados en el período entre 2017-2020. Esta noticia llegó con proyecciones optimistas del gobierno en términos de crecimiento futuro, que dependerían de un mayor recaudo de

niveles de deuda pública alrededor del 50% del PIB.

**En suma, nuestras conclusiones para este trimestre son las siguientes:**

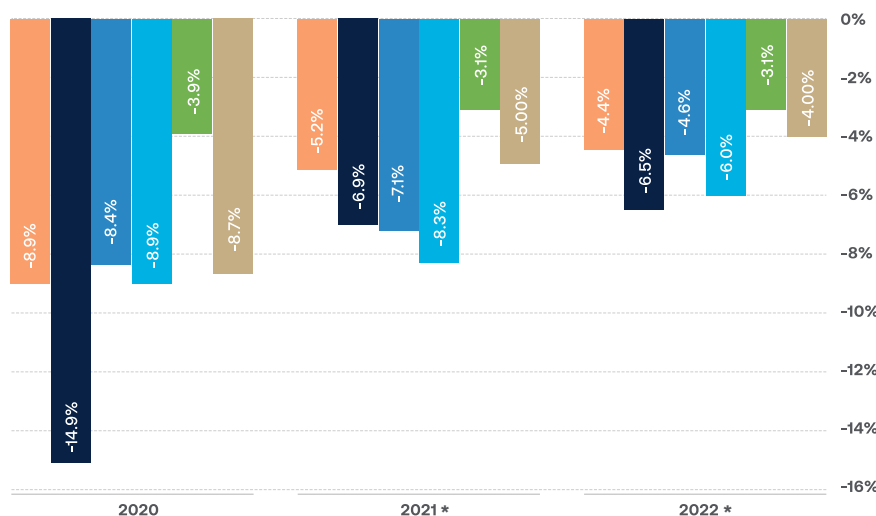
La volatilidad en la mayoría de la región seguirá siendo la regla del juego, especialmente en los países que tendrán elecciones. Es muy probable que las monedas ya estén incorporando parte de este aumento de la incertidumbre.

En términos de inversiones, México parece ser una apuesta atractiva, considerando que la volatilidad no ha estado tan presente, o por lo menos no en el mismo grado que sus pares. La estabilidad fiscal y política parece favorecer las inversiones en el país,

**Los déficits fiscales continúan en Latam**

- Argentina
- Brasil
- Chile
- Colombia
- Mexico
- Perú

Fuente: Bloomberg  
(Septiembre 29, 2021)



impuestos, asegurando una reducción de la tasa de participación en las utilidades de Pemex y dejando la puerta abierta a nuevas medidas de apoyo a la empresa. Este presupuesto aún se encuentra en discusión en el Congreso y debe aprobarse antes de la fecha límite del 20 de octubre. Incluso si la asignación de un déficit primario fuera algo extraordinario, el hecho de que se apruebe dicho presupuesto traería consigo estabilidad fiscal, en medio de compromisos ya establecidos por parte del gobierno de mantener los

así como un ciclo de aumento de tasas que pareciera estar llegando a su fin. Por otro lado, e incluso si se consideran los desafíos fiscales estructurales que enfrenta el país, la historia de fundamentales sólidos y un enfoque de política monetaria más gradual que sus pares en la región nos hacen considerar a Colombia como una oportunidad de inversión atractiva para el trimestre.

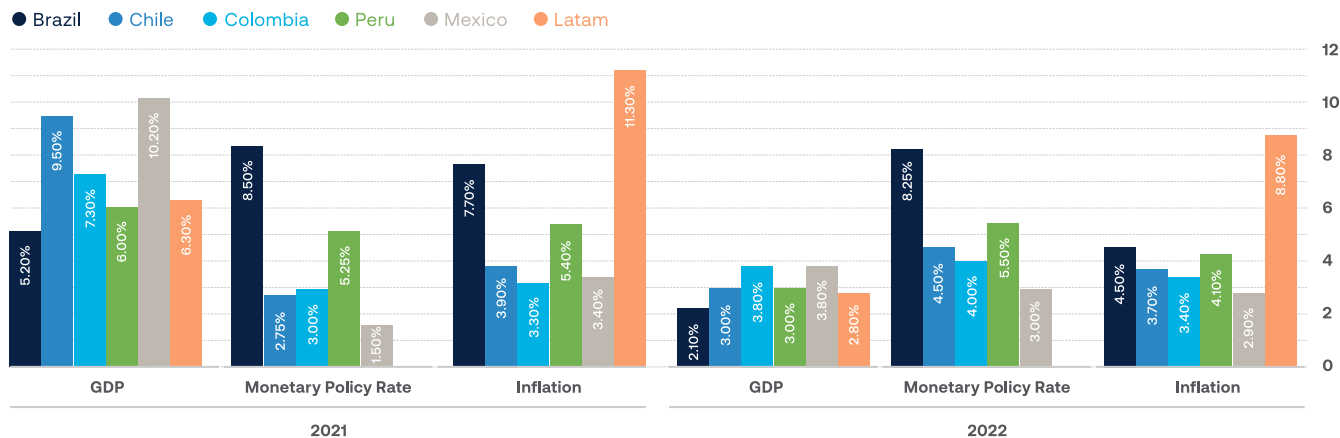
Los riesgos políticos y fiscales continúan siendo la mayor preocupación en Latinoamérica, espe-

cialmente si se tienen en cuenta los altos déficits fiscales proyectados para la mayoría de los países. Centrándonos más en el frente político, seguimos considerando que la mejor manera de tradeear Latam es tener una exposición reducida tanto a Perú como a Brasil, dada su incertidumbre actual en términos de ejecución de la agenda gubernamental. Además, el hecho de que ambos gobiernos podrían estar limitados para llevar a cabo la mayoría de sus propuestas nos hace creer que el riesgo político es demasiado alto para ejecutar estrategias de inversión rentables. A pesar del fuerte crecimiento de Chile, este no es suficiente para que consideremos ese país como

una oportunidad de inversión atractiva. Preferimos tener más claridad en el frente político, antes de tomar esa decisión. El futuro presidente necesita dar una guía sobre cómo reducirá el estímulo fiscal existente que ha sido un arma de doble filo para el contexto chileno. La deuda argentina podría ser una alternativa atractiva para aquellos inversionistas dispuestos a tolerar una alta volatilidad hasta que pasen las elecciones de noviembre, o al menos hasta que haya más claridad en términos de las negociaciones del programa con el FMI, antes de la amortización de marzo.

### Latam se recupera del retroceso de la pandemia, pero aún quedan riesgos

Fuente: Bloomberg (Septiembre 29, 2021)



## Apéndice: Bitcoin y El Salvador – ¿Valió la pena el esfuerzo?

El Salvador hizo historia recientemente luego de ser el primer país en el mundo en implementar bitcoin como su moneda de curso legal; sin embargo, esta situación no pareciera ser tan favorecedora como inicialmente lo planteó el presidente Bukele.

Es relevante recordar los primeros motivos que llevaron a Bukele a querer implementar bitcoin como moneda de curso: en primera instancia, la gran dependencia de El Salvador de las remesas, las cuales representan cerca de un cuarto del PIB del país. En segundo lugar, este proyecto liderado por Bukele es su intento por acercar a la población salvadoreña a la inclusión financiera, dado que la mayoría de sus habitantes no tiene una cuenta bancaria. Durante la jornada de implementación, varios habitantes no pudieron bajar “Chivo”, la billetera electrónica desarrollada por el gobierno, a través de la cual los salvadoreños podrían realizar pagos. Esta situación llegó al punto en el que “Chivo” tuvo que ser retirada de servicio, luego de presentar varias fallas técnicas.

Algunas semanas después de la implementación, la ruta todavía se ve con algunos obstáculos. Por un lado, la volatilidad de las criptomonedas – que a veces puede parecer su sello representativo – se ha mantenido constanding, mientras que la lenta implementación de bitcoin se ha enfrentado con protestas que aumentan con el paso de los días: algunos comercios se niegan a aceptar bitcoin como medio de pago – incluso algunas oficinas del gobierno no están recibiendo la moneda –, bajo el argumento de no tener la estructura tecnológica suficiente para implementarlo. Además, los medios a través de los cuales la población puede acceder al bitcoin son más retadores, partiendo del hecho de que los cajeros automáticos de bitcoin instalados a lo largo del país han sido o vandalizados por los protestantes, o no funcionan correctamente.

Adicionalmente, este país centroamericano está incurriendo en costos adicionales para llevar a cabo la implementación de bitcoin, situación con la que la población no parece estar muy de acuerdo. De acuerdo con varias declaraciones de personas que se tomaron las calles para protestar, los recursos utilizados por el gobierno para este proyecto provienen de los impuestos. En un país con altos niveles de deuda como El Salvador, en donde abunda la desigualdad, tanto la implementación como la adopción, especialmente en la población menos favorecida que no tiene acceso a una conexión estable de internet sigue viéndose como retadora. Del mismo modo, es relevante considerar que algunas instituciones supranacionales como el FMI y el Banco Mundial se opusieron al plan del presidente Bukele de implementar bitcoin, aun cuando este lo considerara como un medio para atraer inversión al Salvador.

Entre tanto, el mayor argumento en contra de la implementación de bitcoin surge de aquellos que afirman que podrá propender para el aumento de transacciones ilícitas, así como de inestabilidad financiera. El hecho de que el FMI no aprobara esta adopción no es favorable para la causa, teniendo en cuenta que el FMI aún está sosteniendo negociaciones con El Salvador en la definición de su Artículo IV por un valor de USD 1bn. De forma similar, el Banco Mundial también afirmó que no estaría en capacidad de ayudar a El Salvador en su proceso de adopción de bitcoin, citando fallas en el frente ambiental y en materia de transparencia.

Esta es aún una historia en desarrollo, y todavía hay mucho sobre la mesa en términos de futuras enseñanzas y desarrollos. Todo el mundo estará observando esta historia – especialmente esos países cuyas economías también están dolarizadas, como Ecuador y Argentina. Si este experimento saliera bien, no sería sorprendente ver otras economías adoptando esta misma tendencia, a pesar de las recomendaciones en contra.

# Análisis por clases de Activos

	TACTICAL (UP TO 3 MONTHS)	CYCLICAL (UP TO 12 MONTHS)
<b>Renta Variable EE.UU.<sup>1</sup></b>	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
<b>Renta Variable Europea</b>	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
<b>Renta Variable Japonesa</b>	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
<b>Renta Variable Mercados Emergentes</b>	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
<b>Renta Variable China</b>	SOBREPONDERAR	SUBPONDERAR
<b>Bonos del Tesoro EE.UU.<sup>2</sup></b>	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
<b>Grado de Inversión</b>	NEUTRAL	NEUTRAL
<b>Renta Fija High Yield</b>	NEUTRAL	NEUTRAL
<b>Renta Fija Soberana Emergente</b>	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
<b>Dólar americano</b>	NEUTRAL	SUBPONDERAR
<b>Energía<sup>3</sup></b>	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
<b>Metales Preciosos</b>	NEUTRAL	NEUTRAL
<b>Efectivo</b>	NEUTRAL	NEUTRAL

<sup>1</sup> Relativo a acciones globales en USD

<sup>2</sup> Relativo a mercados globales de renta fija en USD

<sup>3</sup> Relativo al sector de materias primas



## Important Legal disclaimer

This document has been prepared by Insigneo Securities, LLC (“Insigneo”) solely for use by you for general information only and does not contain and is not to be taken as containing any securities advice, recommendation, offer or invitation to subscribe for or purchase or redemption of any securities regarding Insigneo. Copies of this document may not be sent to jurisdictions, or distributed in or sent from jurisdictions, in which this is barred or prohibited by law. The information contained herein shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, in any jurisdiction in which such offer or solicitation would be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any jurisdiction. This presentation contains specific forward-looking statements, e.g. statements which include terms like “believe”, “assume”, “expect”, “target” or similar expressions. Such forward-looking statements represent Insigneo’s judgments and expectations and are subject to known and unknown risks, uncertainties and other factors which may result in a substantial divergence between the actual results, the financial situation, and/or the development or performance of the company and those explicitly or implicitly presumed in these statements. These factors include, but are not limited to: (1) general market, macroeconomic, governmental and regulatory trends, (2) movements in securities markets, exchange rates and interest rates, (3) competitive pressures, and (4) other risks and uncertainties inherent in the business of Insigneo. Insigneo is not under any obligation to (and expressly disclaims any such obligation to) update or alter its forward-looking statements, whether as a result of new information, future events or otherwise, except as required by applicable law or regulation. The financial and other data contained in this presentation has not been independently verified by us and accordingly, we assume no responsibility for such information and other data being true and accurate. The information provided herein is not an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell any investment product. Performance may be volatile, and an investor could lose all or a substantial portion of his or her investment. Brokerage and investment advisory account investments are subject to market risk including loss of principal. Securities offered through Insigneo Securities, LLC, member FINRA, SIPC. Investment advisory products and services offered through Insigneo Wealth Advisors, LLC and Insigneo Advisory Services, LLC, both investment advisors registered with the SEC. To learn more about its business, including its conflicts of interest and compensation practices for the Broker Dealer please go to [www.insigneo.com/en/disclosures](http://www.insigneo.com/en/disclosures) and any conflicts related to their advisory services, please see their Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website (<https://adviserinfo.sec.gov/>)