



Llamada Trimestral
Enero 2022

Versión en español

Trampa 22 en 2022

Llamada Trimestral T1 | 2022

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 Q1 | 2022

11 de Enero, 2022.

Mientras empezamos este nuevo año, es difícil no afirmar que no mucho ha cambiado. Después de todo, seguimos lidiando con la pandemia mientras que una nueva variante, Ómicron, se expande alrededor del mundo, y abriendo paso a la pregunta de cuándo va a terminar esto. La respuesta a esa pregunta es “nunca”. **Como lo hemos venido diciendo hace ya un tiempo, el Covid no va a irse a ninguna parte mientras esperamos que, ahora, se vuelva una parte normal y endémica del del panorama de las enfermedades infecciosas, al igual que la influenza y el resfriado común.** Sin embargo, las buenas noticias son que la gente, las naciones, y las economías se han adaptado sorprendentemente bien y rápido a “vivir con el Covid”, gracias a vacunas altamente eficaces, mejores tratamientos, y modificaciones en el comportamiento. Dado que el virus está mutando de una forma predecible en términos de volverse más contagioso, pero menos virulento, esta última ola del virus debería causar el menor daño en términos económicos. Por ejemplo, para 2022 estimamos apenas una reducción de 0.40% en el PIB real de Estados Unidos, y un impacto de 0.5% en el PIB global. En términos generales, estamos entrando a la mitad de un ciclo más equilibrado de recuperación económica que estará impulsado por un mayor equilibrio entre la oferta y la demanda, así como por un resurgimiento del sector de servicios. Cuando se compara esto con el desastre económico provocado por la primera ola del virus en 2020 como consecuencia de los confinamientos, se puede afirmar que la pandemia pasó de ser un instrumento de demolición a un viento en contra del crecimiento.



Ahmed Riesgo

Director de Estrategia de Inversiones
Insigneo Financial Group

De virus e inflación

No quiero afirmar que el virus se ha vuelto irrelevante para nuestras proyecciones, porque no es así. Un área que nos preocupa con la nueva variante es la proyección de precios, porque apunta a una mayor inflación. Las cadenas de suministro ya estaban bajo presión, incluso si estas tensiones se estuvieran relajando antes de que la nueva variante apareciera en escena. Pero un aumento repentino en el gasto de bienes (frente al gasto en servicios), el cierre de centros de transporte, o la escasez de mano de obra como consecuencia del virus, podrían detener el progreso logrado hasta ahora. Esto podría empeorar la narrativa inflacionaria en el corto plazo, y complicar la respuesta de política. Y es por lo anterior que esta presentación se titula Trampa 22 de 2022. Como algunos de ustedes saben, “Trampa 22” es una novela de guerra satírica publicada por primera vez en 1961, escrita por el autor norteamericano Joseph Heller. Sin entrar en mucho detalle acerca de la trama de la novela, es suficiente decir que el homónimo Trampa 22 hace referencia a una situación problemática, para la que la única solución es negada por una circunstancia inherente al problema en sí. En otras palabras, es una situación que presenta dos alternativas igualmente indeseables. Esta es precisamente la situación en la que se encuentra el banco central de Estados Unidos. Si la inflación sigue subiendo como consecuencia de esta nueva variante, ¿continuará la Fed, junto con los otros bancos centrales, contrayendo su política monetaria de cara a un resurgimiento de la pandemia? Eso podría conllevar a un menor crecimiento y mayores tasas de interés. Hay que recordar que los bancos centrales de los países desarrollados no quieren subir tasas. Sus gobiernos han emitido tanta deuda que quieren mantener las tasas artificialmente bajas por tanto tiempo como sea posible para reducir los pagos de intereses en su deuda. En abril de 2020 escribí un artículo titulado “Todos los caminos llevan a la inflación”,

en donde afirmaba que la sostenibilidad de la deuda no es un problema si los costos de endeudamiento efectivos del gobierno se encuentran por debajo de su crecimiento potencial de largo plazo. En este escenario, una nación podría superar la carga de su deuda. Esto ocurrió en el Reino Unido después de las guerras napoleónicas, y en Estados Unidos luego de la Segunda Guerra Mundial. La clave será que los gobiernos mantengan sus costos de endeudamiento artificialmente bajos a través de mecanismos de represión financiera, tales como la expansión cuantitativa. Cuando la brecha de producto es amplia como lo es ahora, pero que se está cerrando rápidamente, se puede tener la torta completa, y esta también se puede comer. Pero cuando la brecha se cierra, si el gobierno quiere gastar más, debe convencer al sector privado que gaste menos. Esto se logra subiendo tasas de interés. Al final de cuentas, los tenedores de bonos deben creer que el banco central es independiente y no un brazo del Tesoro o del Ministerio de Finanzas que lleva a cabo una monetización de

Modelo de recesión de Insigneo/Forefront EE. UU.

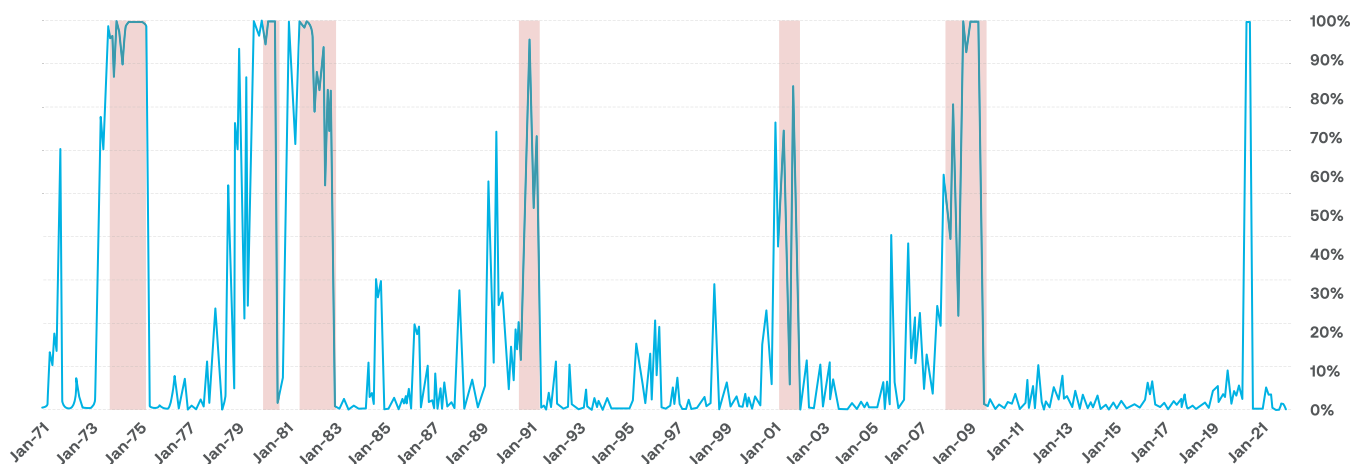
Probabilidad de recesión en los próximos dos trimestres

0.0%	Indicadores macro generales
0.01%	Indicadores líderes macro generales
0.33%	Ind. adelantado compuesto de la OCDE
15.27%	Conference Board US Leading Index Diez indicadores económicos YOY

Fuente: Insigneo & Forefront Analytics

deuda sigilosa. Aquí, la historia nos ofrece varios ejemplos de fuerzas de mercado que evitan el control de los burócratas más hábiles. ¿Estamos ahora en un contexto así? **No estoy preocupado por los próximos 12 meses, porque creo que la inflación ya llegó a su máximo en el corto plazo. No obstante, más allá de 2022 estoy más preocupado, y es por**

Probabilidad de recesión pronosticada para un período de avance de 2 trimestres utilizando todos los indicadores principales macro | Fuente: Insigneo, Forefront Analytics



esto por lo que anticipo que vamos a empezar a reducir riesgo de forma más agresiva hacia el final del año. Este ciclo ha sido intenso, pero me temo que puede ser mucho más corto de lo que estamos acostumbrados por los últimos mercados alcistas.

Pronto veremos cómo puede traducirse esto a la perspectiva de administración de portafolios, pero primero empecemos por donde siempre lo hacemos... la perspectiva económica de los próximos 6 a 12 meses. Por ahora, nos mantenemos optimistas sobre las perspectivas económicas generales tanto en

Estados Unidos como a nivel mundial. Como se observa en este primer gráfico, nuestro modelo probit de recesión Insigneo-Forefront, que indica la probabilidad de una recesión en Estados Unidos dentro de los próximos seis meses, todavía se mantiene cercano a cero, cerca de los niveles donde se ha ubicado desde el principio del verano de 2020. En términos de PIB real, en este gráfico se puede observar que nuestras predicciones del año pasado estuvieron bastante acertadas. Y ahora también pueden ver nuestras proyecciones para el próximo año. Por favor recuerden que estas proyecciones ya tienen en cuenta la variante Ómicron. En Estados Unidos, también incluyen dos aumentos de tasa por parte de la Reserva Federal, y la aprobación de una versión reducida del programa *Build Back Better* del presidente Biden, por un monto de USD 1.25 billones.

Predicciones y estimaciones del PIB real

	INSIGNEO 2021 ESTIMADO	ACTUAL AL 12/31/21	INSIGNEO 2022 ESTIMADO
US	7.25%	6.50%	3.25%
China	8.25%	8.00%	5.00%
EU	5.25%	5.25%	4.25%
Japan	1.00%	1.50%	3.50%
World	6.25%	6.00%	4.25%

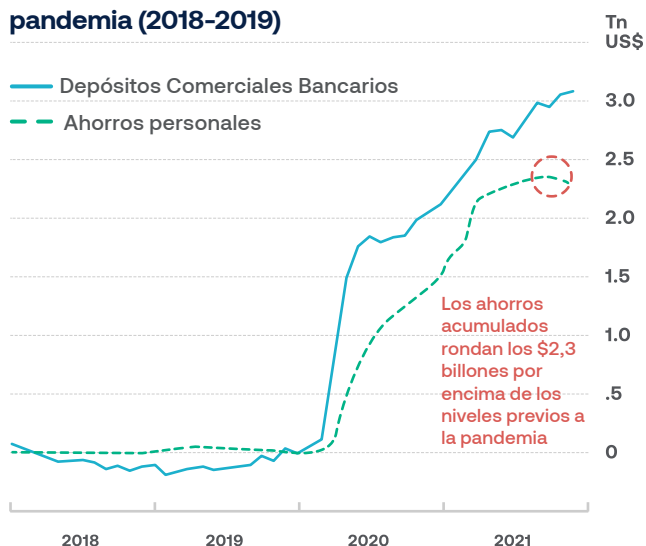
Fuente: Insigneo & Bloomberg

Hay dos conclusiones principales de nuestras proyecciones. La primera es que **el crecimiento global se va a desacelerar, pero se mantendrá sólido**. Y la segunda, es que Estados Unidos ya no será el principal generador de crecimiento como lo fue en 2020 y 2021. Esperamos que el crecimiento en Europa se mantenga robusto y exceda las variaciones de Estados Unidos por primera vez en un tiempo. Sí, las economías europeas

se enfrentan a algunas presiones de crecimiento en el corto plazo. Además de los confinamientos ocasionados por el Covid, los altos costos de la energía pasarán factura. Pero la combinación de mayor oferta energética, los cuellos de botella de la oferta relajándose, y la fatiga causada por los confinamientos en Europa deberían conllevar a un crecimiento mejor de lo esperado en el continente. Las hojas de balance de los bancos europeos están en mejor forma de lo

dado que la inflación básica se mantiene cercana a cero, mientras que las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen lejos de su meta de 2%. Durante los próximos tres meses, las probabilidades de que Ómicron afecte la actividad económica de las economías avanzadas son altas, pero la magnitud de dicha afectación será menor cuando se compare con las variantes anteriores. Como lo he mencionado anteriormente, solo espero una reducción de 40pbs

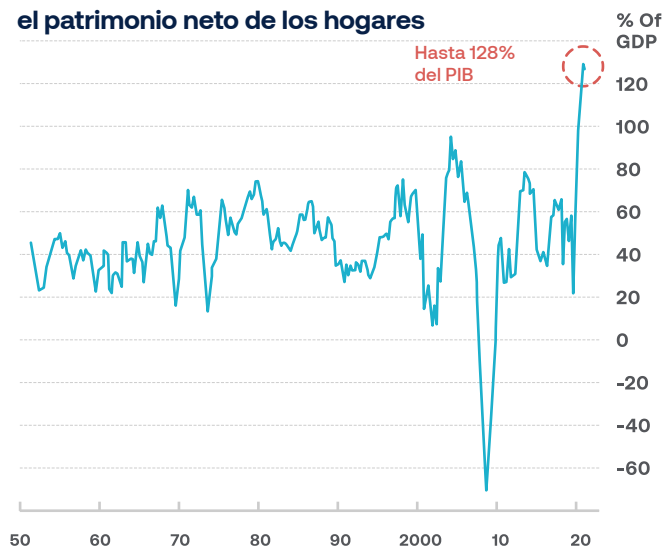
Cambio en EE. UU. frente a la tendencia previa a la pandemia (2018-2019)



Fuente: BCA Research

que han estado en casi una década, y la confianza de los consumidores es más sólida en Europa de lo que es en Estados Unidos. El Banco Central Europeo no comenzará a implementar una política monetaria contractiva en 2022, contrario a su contraparte estadounidense. Finalmente, esperamos que Japón tenga un año particularmente robusto, por encima de su tendencia, en medio de más estímulos y un Banco de Japón muy acomodativo. Luego de las elecciones del 31 de octubre, el nuevo gobierno liderado por el primer ministro Fumio Kishida anunció un paquete de estímulo por un total de 5.6% del PIB. A pesar de lo anterior, el Banco de Japón mantendrá una política monetaria acomodativa,

Cambio de 7 trimestres en EE. UU. en el patrimonio neto de los hogares



Fuente: BCA Research

y 50pbs en el crecimiento de Estados Unidos y del mundo, respectivamente. La demanda por bienes se moderará en 2022 pero, en contraste, la demanda por servicios seguirá recuperándose. Desde que comenzó la pandemia, los hogares estadounidenses han acumulado USD 2.3 billones en ahorros adicionales. Por lo menos una parte de ese dinero será gastado este año, con o sin una nueva ley de estímulo fiscal. De hecho, la recuperación de Covid ha tenido el efecto contrario al de la Crisis Financiera Global de 2008. El valor neto de los hogares ha aumentado a casi 130% del PIB desde el inicio de la pandemia, contrario a la caída de 50% el PIB observada durante la Crisis Financiera Global.

De acuerdo con algunas estimaciones, el efecto riqueza por sí solo podría impulsar el gasto de los consumidores en 4% del PIB.

Los mercados emergentes se enfrentan a un panorama más incierto. La economía china se enfrenta a una diatriba importante. En el lado positivo, la crisis de energía pareciera estar cediendo, ya que el país ha reabierto 170 minas de carbón y volverá a importar carbón de Australia. Estados Unidos y China pueden estar al borde de una distensión geopolítica, ya que se podrían retirar los aranceles y la disputa alrededor de la cotización de ADRs llegaría a su fin. Finalmente, China es el único gran bloque económico del mundo que está implementado una política expansiva tanto en el frente fiscal como en el monetario. Sin embargo, en el lado negativo, el mercado de propiedad raíz se mantiene bajo presión debido a que la construcción de nuevas viviendas, venta de viviendas, y las compras de terrenos cayeron 34%, 21%, y 24%, respectivamente, en comparación con el año anterior. Del mismo modo, la proporción de hogares que planean comprar una casa ha caído drásticamente, y el crecimiento de la cartera para los promotores inmobiliarios ha caído a un mínimo histórico. Claro, las autoridades han tomado algunas medidas para estabilizar el mercado inmobiliario, tales como relajar las restricciones sobre los préstamos hipotecarios y la venta de terrenos, recortar las tasas hipotecarias en algunas ciudades, y permitirles a algunos promotores emitir títulos respaldados por activos para pagar su deuda pendiente. Pero el problema de largo plazo de China, del que no puede escapar, es que simplemente construye demasiados hogares con respecto a su tendencia demográfica. Tal como fue el caso en Japón a principios de los 90 antes de que explotara su propia burbuja inmobiliaria, la población económicamente activa de China ha alcanzado su máximo y, según estimaciones de la ONU, se reducirá en más de 400 millones de personas para final de siglo. Aunque sospecho que las autoridades chinas harán un mejor trabajo que el hecho por Japón y proveerán una mayor cantidad de estímulo fiscal

para llenar el vacío de la demanda agregada causado por la implosión de la propiedad raíz, este sector será una carga para el crecimiento por muchos años. Esta es una de las razones por la cual mi estimación de PIB real para China es la más baja desde hace algún tiempo, en solo 5% para 2022. El gobierno ya ha sugerido que podría aumentar el gasto en infraestructura en energías limpias, y que va a incrementar el gasto social de manera dramática. Esto es lo opuesto a lo que hizo Japón a principio de los 90s. En suma, el mercado de propiedad raíz chino se está debilitando, y debería permanecer débil por un tiempo ya que las tendencias demográficas no le favorecen, y el reciente colapso de la lira turca resalta algunos problemas estructurales

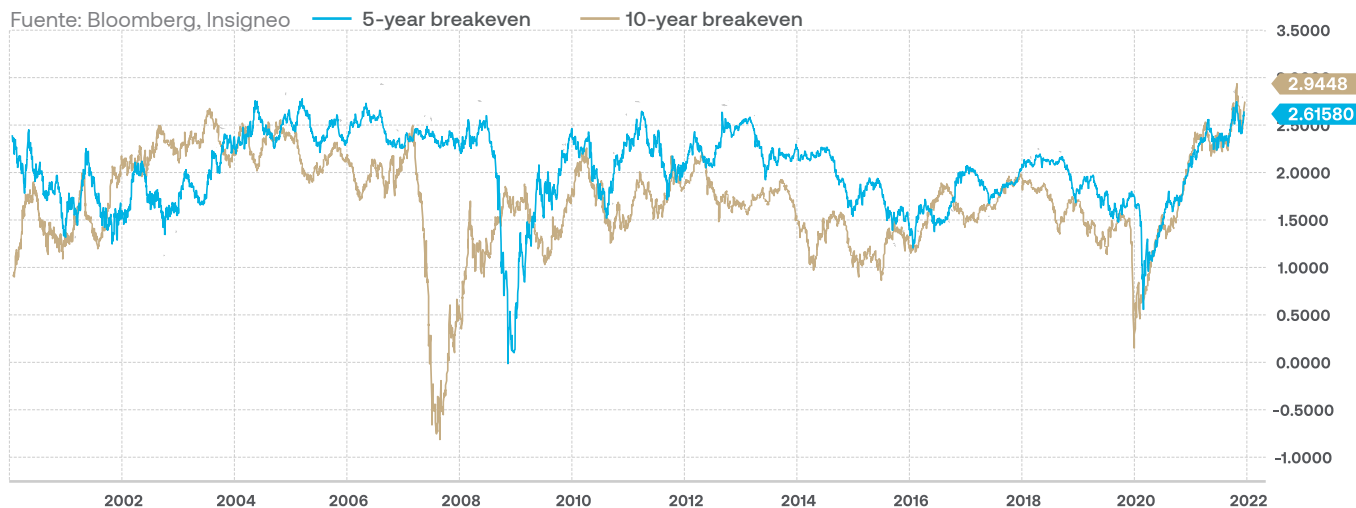
— “En relación con el consenso, consideramos que los riesgos para el crecimiento tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes son alcistas en 2022.”

a los que varios países podrían estarse enfrentando. No obstante, la combinación de precios altos de las materias primas, un aumento del estímulo en China, y la reanudación de la tendencia bajista del dólar este año deberían respaldar el crecimiento de los mercados emergentes. En relación con el consenso, consideramos que los riesgos para el crecimiento tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes son alcistas en 2022.

Del mismo modo, los riesgos inflacionarios también han aumentado, así que el escenario más probable para 2022 es un crecimiento por encima de la tendencia, acompañado por inflación por encima de la meta. La situación de la Fed no es envidiable, y por eso la hemos denominado una “Trampa 22”. Hay un riesgo de que la contracción monetaria de la Fed haga que los inversionistas teman una recesión. Pero el verdadero riesgo de una recesión causada por las políticas en los próximos 12 a 18 meses, en la que la Fed nos lleve a ella, solo se materializará si las expectativas de inflación de largo plazo se ubican por encima del rango que prevalecía antes de la Crisis Financiera Global. Como lo demuestra este gráfico, esto no ha ocurrido, ya que las inflaciones implícitas a 5 y 10 años en Estados Unidos se mantienen por debajo de los

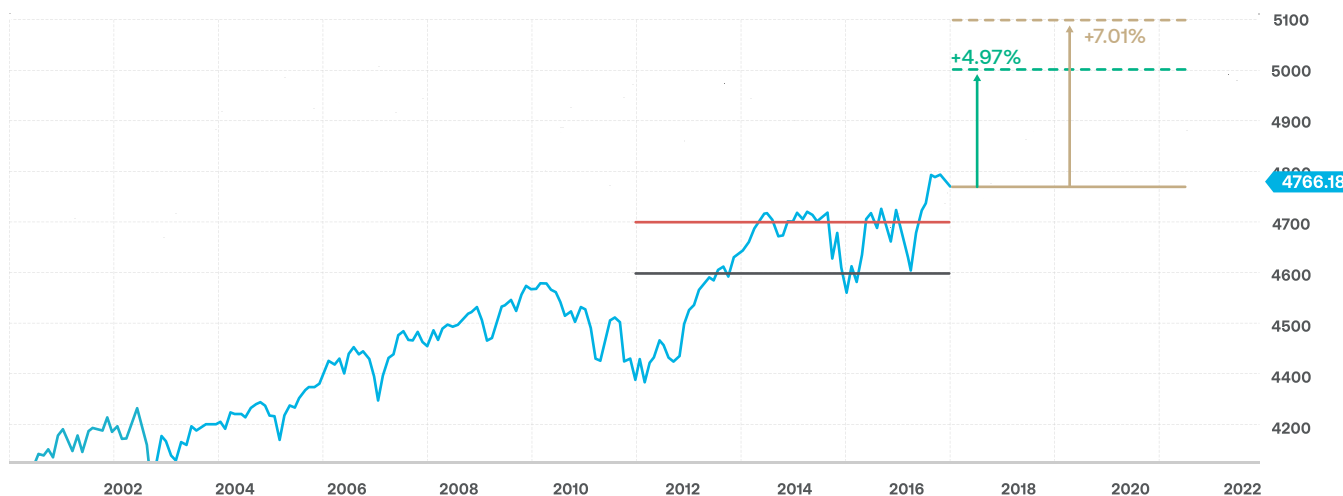
este año, como mencionamos anteriormente. Más allá de 2022, el mayor riesgo para los mercados financieros es que las expectativas de tasa de interés aumenten cerca de la tasa de crecimiento económico de largo plazo. Aunque esto no necesariamente sería horrible para la actividad económica mundial, podrían ser noticias desalentadoras para los mercados financieros porque sencillamente implican menores precios para los activos financieros que se han beneficiado de tasas de interés extremadamente bajas. En otras palabras, **podríamos observar una reversión del escenario observado desde la pandemia, cuando las personas del común se preguntaban ¿cómo podría el mercado estar tan bien, si la economía lo está pasando tan mal?** Pero ese es un tema que probablemente solo será relevante después de este año.

Las expectativas de inflación de largo plazo deben mantenerse por debajo de los niveles de GFC



picos que existieron antes y después de la Crisis Financiera Global. Sin embargo, la siguiente fase del entorno inflacionario debería ser bajista, aun cuando la tendencia de largo plazo para la inflación es alcista. Esta pausa en el corto plazo debería darle a la Fed un rango de maniobra para no tener que entrar en un ciclo contractivo hasta la mitad del próximo año, aun cuando esperamos dos incrementos de tasa para

Para 2022, esperamos retornos todavía positivos, pero de un solo dígito en Estados Unidos. A principio del año pasado, teníamos un rango objetivo del S&P 500 entre 4600 y 4700. También afirmamos que, en caso de estar equivocados, muy probablemente sería quedándonos cortos. Tal y como lo muestra el siguiente gráfico, el índice terminó el año en 4766, 1.4% por encima de nuestro rango objetivo. Si alguien preguntara,

S&P 500 en 2022: 5000 a 5100 (ganancia del 5 al 7%) | Fuente: Insigneo, Bloomberg


la mayoría de la gente diría que el mercado accionario de Estados Unidos tuvo un año muy importante. De hecho, así parece, ya que el S&P 500 tuvo un asombroso retorno total de 29% incluidos dividendos. No obstante, y de manera paradójica, esta estadística es inadecuada, o por lo menos incompleta. **Es más apropiado y adecuado decir que un par de acciones tuvieron un año espectacular, mientras que la mayoría de las acciones tuvieron un año terrible.** En efecto, la mediana de las acciones estadounidenses estuvo en terreno bastante negativo durante el año. Dado que un tercio del S&P 500 está representado por unas pocas empresas muy grandes, de acuerdo a su capitalización de mercado, su desempeño estelar llevó al mercado general a alcanzar nuevos máximos.

— “Nuestro rango objetivo para el S&P 500 está entre 5000 y 5100, equivalente a un incremento de 5-7% de 2021.”

Pero la mayoría de las acciones que comprenden el índice por nombre y no por participación, los nombres más *value* y de naturaleza cíclica, tuvieron un mal desempeño. Más allá de las estadísticas internas de mercado, no se sabe si algo es bueno hasta que se pone a prueba: los administradores activos tuvieron uno de sus peores años. De hecho, el 85% de *growth* y el 80% de los administradores core estuvieron por debajo de sus objetivos para este año. Para 2022, esperamos que el S&P 500 produzca retornos mucho menores. Consideramos que un múltiplo apropiado para el índice es de aproximadamente 20x (menor que en años anteriores, pero apropiado dado que esperamos un aumento en las tasas de interés). Con el consenso de utilidades por acción *forward* ubicándose en USD 250, esto es equivalente a un S&P 500 de 5000. Por lo tanto, **nuestro rango objetivo para el índice está entre 5000 y 5100, equivalente a un incremento de 5-7% de 2021.** Aunque el sector de tecnología todavía cuenta con fundamentales robustos, es un sector de larga duración que podría enfrentarse a múltiples compresiones por las mayores tasas de interés. En otras palabras, esperamos que el sector de tecnología se mantenga sin variaciones o con un desempeño similar al del mercado, con la mayoría de las ganancias surgiendo de los sectores cíclicos.

Guía general de asignación de activos y recomendaciones de inversión

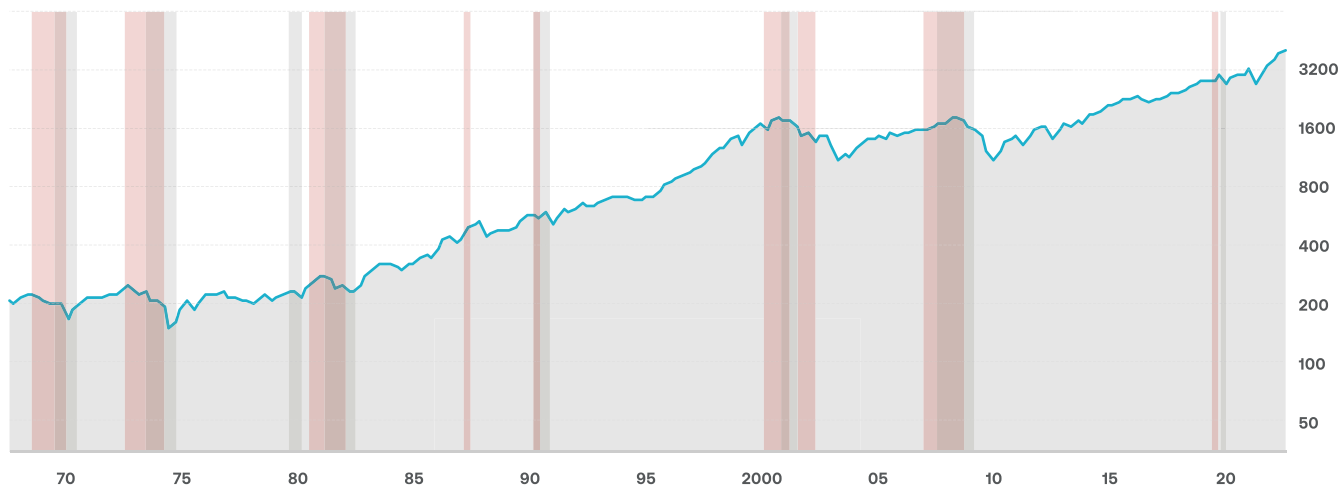
Acciones

Dado que las recesiones y los mercados bajistas tienden a superponerse, tal y como lo muestra uno de nuestros gráficos favoritos, recomendamos permanecer sobreponderados en acciones dentro de los portafolios multiactivo por el momento, ya que no creemos que haya una recesión durante los siguientes seis meses. Sin embargo, **favorecemos las acciones fuera de Estados Unidos, especialmente las de**

En términos de sectores, preferimos el sector de energía, financiero, servicios al consumidor, y salud. De hecho, el sector de viajes y ocio luce particularmente atractivo en términos de riesgo/retorno. Recomendamos subponderar los sectores de productos básicos de consumo, servicios públicos, y bienes de consumo.

Dado que las recesiones y los mercados bajistas tienden a superponerse, manténgase alcista

Fuente: BCA research



Europa y los mercados emergentes, así como sobreponderar los sectores cíclicos y acciones value, al igual que mid y small caps. Aunque vemos valor adicional en Estados Unidos, consideramos que las utilidades serán más reducidas que lo que hemos observado en los últimos años. Dentro de los mercados emergentes, consideramos que China será el de mejor desempeño. Fuera de China, hay espacio para que Rusia, Brasil, e Indonesia tengan también un buen comportamiento.

Renta Fija

Continuamos manteniendo exposición de duración baja en bonos soberanos dentro de los portafolios. **Nuestro rango objetivo para el bono del tesoro a 10 años es de 2-2.25%**; también esperamos que la curva se siga empujando hacia la mitad de este año. En términos de países, estaríamos subponderando Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, y Nueva Zelanda. En lo que respecta a la deuda corporativa, seguimos favoreciendo la deuda high yield por encima de la deuda grado de inversión.

Monedas

Aunque el dólar debería seguir apreciándose en el corto plazo, ya que es una moneda de *momentum*, esperamos que se deprecie de acuerdo con una base ponderada por comercio (*trade weighted*) durante el transcurso del año. Dentro del G10, el dólar canadiense sería el de mejor comportamiento.

Materias Primas

Los precios del petróleo deberían seguir subiendo luego de que pase la ola de Ómicron, y podrían alcanzar un promedio entre 80-85 dólares por barril este año. Los metales base también deberían permanecer boyantes, dada la demanda por infraestructura para energías renovables y déficits físicos que siguen sin resolver, así como el estímulo de China. Del mismo modo, mantenemos exposición al oro como una protección contra la inflación.

Dos principales riesgos en nuestra visión

El primero surge de un cambio radical más *hawkish* de lo esperado, especialmente por parte de la Reserva Federal; en otras palabras, en caso de que la “Trampa 22” de la Fed se vuelva insuperable. El segundo gran riesgo es geopolítico: una guerra en Ucrania, un ataque preventivo contra Irán, y/o un error en alguna de las regiones del litoral chino, por nombrar algunos. Aunque

estos riesgos siempre existen, están acentuados desde mi punto de vista por el paso de un mundo unipolar dominado por Estados Unidos a uno multipolar más fragmentado. Históricamente, cambios como este en el panorama global han aumentado la volatilidad y reducido los retornos.

— “La rentabilidad media a 10 años para los mercados accionarios que han experimentado una rebaja en su calificación de democracia es menor que si no hubiera habido un cambio.”

Democracia en declive y otros factores que apuntan a menores retornos futuros

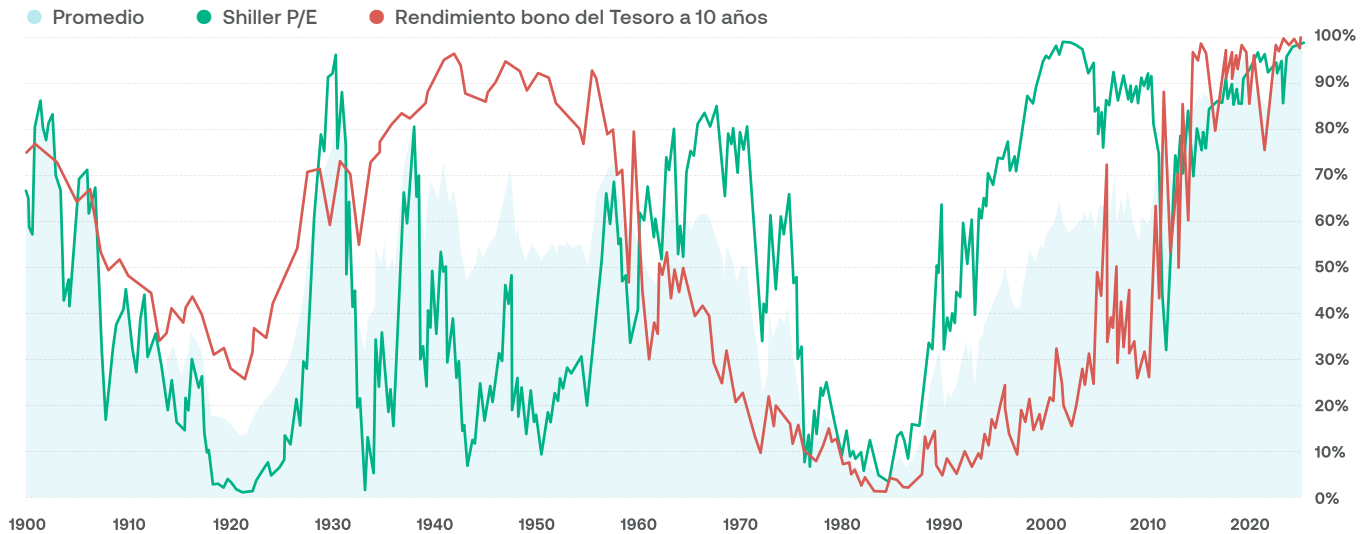
En el último reporte *Freedom of the World* de *Freedom House*, muchos países fueron degradados en términos de su calificación de democracia. Tal y como lo demuestra este gráfico, la rentabilidad media a 10 años para los mercados accionarios que han experimentado una rebaja de este tipo es menor que si no hubiera

Rentabilidad media anualizada de 10 años (1972 - 2020)

Fuente: Freedom House, MSCI, JP Morgan (LCU = local currency unit)



Percentiles de valoración desde 1871 | Fuente: Robert Shiller. Datastream, Goldman Sachs

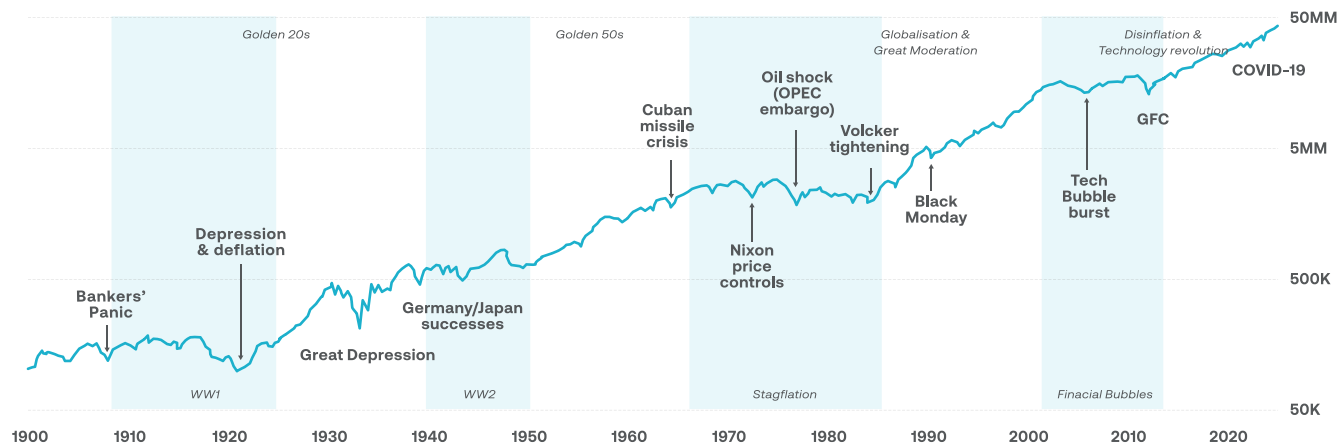


habido un cambio en su calificación o un aumento. De hecho, luego de una de estas rebajas, los retornos anualizados del mercado accionario son aproximadamente 5% menores en este periodo versus países que tuvieron un aumento en su calificación, y 2.5% menores que los de los países que no tuvieron cambios en su calificación. Esto es debido a un menor crecimiento de utilidades, así como de una depreciación de sus monedas. ¿Cuáles son algunos de los factores que impulsan este bajo rendimiento? Aunque no lo podemos asegurar, se podría plantear la hipótesis de que las democracias proveen una gobernanza más efectiva, y mayor competencia. En un par de estudios al respecto, el peso de la evidencia indica que las mejoras democráticas apoyan tanto el crecimiento económico como la rentabilidad del mercado de valores. Dado que Estados Unidos tuvo una rebaja en su calificación, esto no es positivo para los retornos de largo plazo del mercado accionario. Cuando también se tiene en cuenta el hecho de que los portafolios tradicionales balanceados, tales como el modelo omnipresente de 60/40, pueden ser menos atractivos en un mundo post pandemia, las cosas empiezan a verse un poco sombrías con el tiempo. También hay

— “Las valoraciones actualmente están tan costosas como lo estuvieron en los años 20 y en los ‘dorados años 50’, por encima del percentil 90.”

un montón de precedentes para esto. Desde 1990, ha habido varias ‘décadas perdidas’ para los portafolios balanceados con rendimientos reales prácticamente nulos. Una década perdida es un periodo prolongado de rendimientos inferiores de *buy and hold*. De hecho, como lo muestra este gráfico, las valoraciones actualmente están tan costosas como lo estuvieron en los años 20 y en los ‘dorados años 50’, por encima del percentil 90, con información que se remonta a 1871. Y estos periodos de rendimiento modesto son comunes. Desde 1900, hemos tenido cuatro de ellos. El primero fue un periodo que duró aproximadamente 15 años. Comenzó después del

Décadas perdidas para carteras equilibradas siguen mercados alcistas | Fuente: Robert Shiller. Datastream, Goldman Sachs



Pánico de los Banqueros de 1907, y terminó aproximadamente en 1924. Luego, tuvimos los años 20, una época en la que los portafolios balanceados tuvieron un muy buen comportamiento, incluso durante la Gran Depresión. La segunda “Década Perdida” coincide aproximadamente con la Segunda Guerra Mundial y sus consecuencias. Duró cerca de 10 años y le abrió paso a los ‘dorados años 50’, que duraron hasta la mitad de la década de los 60s. La tercera fue la más larga, y coincide con el ambiente estancacionario de finales de los 60s, 70s, y principios de los 80s. La última, de 2000 a 2010, fue una época de burbujas financieras – mercados emergentes, tecnología, y finalmente propiedad raíz. Desde entonces hemos estado en uno de los mejores contextos para portafolios balanceados, principalmente como consecuencia de un coctel afortunado de crecimiento y desinflación.

Mientras tanto, las acciones estadounidenses han tenido un mejor comportamiento que el resto del mundo por casi 7% anualizado durante los últimos 13 años. A manera de ilustración, si uno hubiera invertido USD100 en Estados Unidos a final de 2007, esta inversión hoy valdría USD 385. Si se hubieran invertido los mismos USD 100 fuera de Estados Unidos, esta inversión hoy valdría apenas USD 165. Entonces, ¿por qué continúo

diciéndoles que saquen su dinero de Estados Unidos este año? Esta es una tendencia que creo que continuará por varios años. Porque en los últimos 50 años, cada vez que Estados Unidos ha tenido un mejor comportamiento que el resto del mundo durante un periodo de 10 años, esta tendencia se ha revertido un 75% de las veces. Como lo muestra este gráfico, desde el principio de los 70s, los múltiplos de Estados Unidos están en máximos históricos cuando se comparan con el resto del mundo, y están altos. Obviamente, un factor importante ha sido el crecimiento

P/E de EE. UU. menos el resto del mundo



Fuente: Refinitiv Datastream, JP Morgan

estelar de las utilidades en Estados Unidos en comparación con el resto del mundo, pero esto podría deberse al ascenso de las *Megacap* de tecnología y a los pseudo monopolios. Por lo tanto, una mayor regulación y aplicación de leyes antimonopolio que estaría casi que exclusivamente en las *Megacap* de tecnología (algo que predije en la última llamada trimestral), podría deshacer esos factores de crecimiento de las utilidades. Otro factor ha sido el impacto acumulativo de las recompras de acciones en las ganancias por acción de las acciones *growth* en Estados Unidos, y una expansión descomunal de los múltiplos. Existen riesgos seculares importantes para estas fuentes de mejores rendimientos para las acciones estadounidenses durante los últimos 14 años. La reversión a la media de las valoraciones apunta a retornos reales bajos, incluso con un crecimiento similar al del último

ciclo. Aun si las valoraciones se mantuvieran en niveles elevados, soportadas por tasas reales bajas y negativas, esperamos menos de la mitad de los retornos reales de 60/40, y probablemente que estos se ubiquen por debajo del promedio de largo plazo de 5%. **En términos absolutos, estimamos que las acciones estadounidenses podrían generar retornos anualizados nominales totales entre 4.5 – 5% durante los próximos 10 años. La conclusión es que los inversionistas deben esperar menores retornos en sus portafolios, partiendo de la misma combinación de activos.** Para mantener esos retornos, los inversionistas van a necesitar ya sea:

- | aumentar su tolerancia al riesgo y agregar activos más riesgosos, y/o
- | empezar a invertir en mercados privados.



Melissa Ochoa Cárdenas
Estratega de Inversión
Insigneo Financial Group

Inversiones sostenibles y ASG: con un largo camino por recorrer

Las inversiones sostenibles y ASG han ido ganando protagonismo para los inversionistas alrededor del mundo, con un mayor número de tipos de activos estando disponibles para aquellos inversionistas que, además de obtener un retorno en su inversión, desean generar un impacto más allá de lo financiero. No obstante, los inversionistas están cada vez más inquietos con respecto a la calidad de estas inversiones ‘sostenibles’ o ‘verdes’, por lo que términos como ‘*greenwashing*’ se han vuelto cada vez más comunes. Nuestra meta de hoy es obtener una idea general de lo que significan las inversiones sostenibles y ASG, cómo estas pueden ser logradas en sus portafolios, y cuáles son los obstáculos que pueden surgir en un futuro.

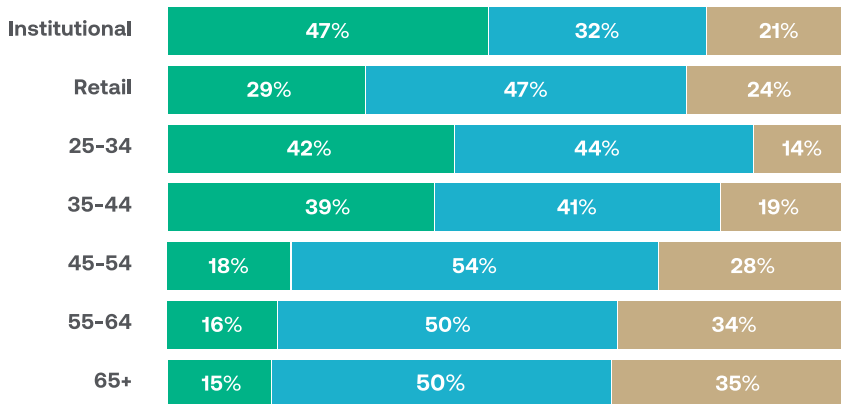
Empecemos por definir lo que significan las inversiones sostenibles. De acuerdo con un artículo de Harvard

Business School, “La inversión sostenible, también llamada inversión socialmente responsable o inversión ASG, es un medio de inversión en el que un inversionista considera los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo antes de aportar dinero y/o recursos a una empresa o emprendimiento en particular. El objetivo es, siempre que sea posible, utilizar los dólares de inversión para promover un impacto social positivo, la responsabilidad corporativa y el retorno financiero a largo plazo.”. Vale la pena resaltar la adenda realizada por el CFA Institute a esta definición, en donde aclara que “las inversiones sostenibles tienen connotaciones más amplias y se parecen más a una filosofía de inversión, mientras que la inversión ASG funciona a un nivel más práctico para describir mecánicas de inversión”

del COVID-19 aceleró la adopción de las inversiones sostenibles, específicamente con un foco en la responsabilidad social. Este aumento en el interés también fue visible en una encuesta realizada por el CFA Institute, en la cual el 67% de los participantes escogieron ‘social’ como el área ASG que tienen en cuenta al momento de realizar sus análisis o decisiones de inversión; en 2017, este número era mucho más bajo, a saber 54%. Adicionalmente, el porcentaje de encuestados que no consideran los factores ASG para sus análisis o decisiones de inversión disminuyó de 2017 a 2020 del 27% al 15%, lo que destaca la importancia del tema en los mercados actuales. De otro lado, de acuerdo con un análisis realizado por la base de datos de la Capital Market Association of the Environmental Finance, la emisión de bonos sociales en

¿Cuál describe mejor su interés en la inversión ASG?

- Mayores rendimientos ajustados al riesgo
- Valores personales o inversión en empresas con impacto positivo en la sociedad/medio ambiente.
- Ambos



(Fuente: CFA Institute, 2020)

Las inversiones sostenibles tuvieron inicio en la década de los 70s, cuando el primer fondo mutuo sostenible fue lanzado. A partir de ese momento, hitos adicionales han ido arreglando el camino para que las inversiones sostenibles ganaran popularidad, tales como el lanzamiento del índice Dow Jones Sustainability Index en 1999, el desarrollo de los Principios de Inversión Responsable (PRI) de la ONU en 2006, o el lanzamiento de la Global Impact Investing Network (GIIN) en 2009. Recientemente, la aparición de la pandemia

2020 se ubicó en niveles superiores a los USD 11.5bn hasta mitad de mayo, equivalente a un aumento de 86% en comparación con el mismo periodo del año anterior.

El interés en las inversiones ASG también fue tangible en la encuesta del CFA Institute que acabo de mencionar, en la que el 47% de los inversionistas institucionales afirmaron estar interesados en inversiones ASG como un medio para generar mayores retornos ajustados por riesgo, mientras que su interés por abogar

por valores personales o sociales tuvo apenas un 32% de las respuestas. Esta tendencia también se evidenció en los inversionistas más jóvenes (a saber, en el rango de edad entre 25 y 34), mientras que los demás grupos de edad, así como en los inversionistas *retail*, parecían estar más interesados en priorizar sus valores al momento de realizar una inversión.

Antes de proseguir, es necesario definir un par de puntos que los inversionistas deben considerar antes de entrar en el ámbito de inversiones ASG. Inicialmente, los inversionistas deben definir lo que para ellos significa ASG. Esto puede determinarse mediante un cuestionario de idoneidad, o simplemente estableciendo cuál de las tres letras del acrónimo de ASG – ya sea la A, la S, o la G – es la más relevante para ellos. **Por otro lado, si los inversionistas deciden entrar en este ámbito a través de ETFs o fondos mutuos, deben realizar un proceso exhaustivo de debida diligencia para ese fondo, con miras a determinar si sus intereses, mandato, y las compañías que apoya están alineadas con los intereses y principios de los inversionistas.** Este proceso también debería ayudar a los inversionistas a evitar el ‘*greenwashing*’, un tema que tocaremos más adelante. Adicionalmente, un elemento fundamental para identificar los intereses y principios tanto de compañías

como de los fondos está basado en su capacidad para realizar reportes ASG, y si estos reportes están alineados con los estándares ASG de la industria.

A primera vista, la inversión sostenible y ASG suena llamativa y, según una encuesta de KPMG –CAIA– AIMA–CREATE de 2020, está siendo impulsada principalmente por inversionistas institucionales que creen que el *modus operandi* tradicional de la inversión, en donde sólo se tienen en cuenta el riesgo y el retorno, debe reescribirse para incluir factores ASG. En su carta anual para los accionistas, el presidente de BlackRock, Larry Fink, enfatizó en los efectos que el cambio climático podría tener en la reasignación del capital, y no es coincidencia que el término nunca ha sido más popular, según datos de Google Trends recopilados por el CFA Institute.

Sin embargo, ha habido problemas en torno a la inversión sostenible y ASG que han dificultado su implementación. De acuerdo con la encuesta del CFA Institute que mencioné previamente, la falta de demanda por parte de los clientes se mantiene como la principal razón por la cual las compañías no consideran las inversiones ASG. Otro punto que debería considerarse como preocupante por parte de los participantes del mercado es que, para el 33% de los

¿Por qué usted o su organización no tienen en cuenta ningún problema ASG en sus decisiones de análisis de inversión? | Fuente: CFA Institute, 2020

			Cambio vs 2017	Region dónde “más alto”
Falta de demanda de clientes/inversores	52%		+5	Americas
Conocimiento insuficiente de cómo considerar estos temas	33%		+16	Asia Pacifico EMEA
Falta de información/datos	26%		+7	Asia Pacifico
Estos temas no son materiales - no tienen valor agregado	26%		-17	Asia Pacifico
Incapacidad para integrar la info. ASG en mis modelos	21%		+6	EMEA
El mercado obliga a centrarme en el rendimiento a corto plazo	12%		+7	Asia Pacifico
Otro	19%		+6	Americas and EMEA

— “Los inversionistas se han mostrado preocupados de que los fondos provenientes de inversiones en activos sostenibles puedan estar financiando proyectos cuyo impacto benéfico no sea claro.”

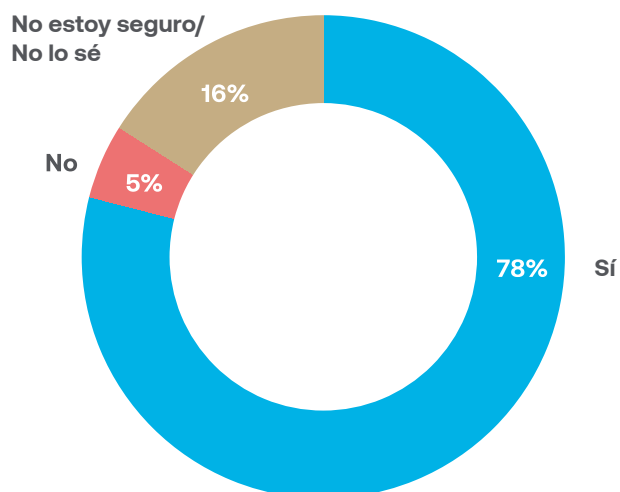
inversionistas, no hay suficiente conocimiento en cómo tener en cuenta las cuestiones ASG, como se puede observar en el gráfico anterior.

Incluso si se resalta el aumento observado en la materialidad de los temas ASG a la hora de invertir – considerando la disminución de 17 puntos porcentuales evidenciada en la encuesta – aún queda mucho camino por recorrer si se quiere que la inversión sostenible y ASG sea un factor primordial tanto para los administradores de portafolio como para los clientes.

Esta misma tendencia se puede evidenciar en la encuesta de KPMG que mencioné anteriormente, donde el 31% de los encuestados afirmaron estar en la fase de “generación de conciencia” de la implementación de inversiones de impacto, mientras que el 10% todavía no tenía ninguna implementación. Una posible explicación para este déficit es la falta de información consistente y de calidad sobre los factores de ASG. Esto fue señalado por S&P en un reporte en el que resaltaron esos dos factores como los principales retos al abordar la confusión que existe en el espacio de ASG. Adicionalmente, la agencia calificadora destacó que “la calidad y consistencia del uso de los recursos luego de la emisión y el reporte de impacto aún no están estandarizados, y se encuentran fragmentados entre los tipos de emisores y regiones, lo que dificulta la comparación y el desempeño.”

Un reto adicional al que los inversionistas se enfrentan en el ámbito de presentación de información es

¿Cree que es necesario mejorar los estándares en torno a los productos ESG para disminuir el “greenwashing”?



Fuente: CFA Institute, 2020

uno en el que deben identificar si las declaraciones de los emisores son confiables, o si han sido “greenwashed”. Aquí debemos hacer una pequeña pausa para definir a lo que se refiere la industria cuando utiliza el término ‘greenwashing’. De acuerdo con Investopedia, ‘greenwashing’ es el proceso de proyectar una impresión falsa o proporcionar información engañosa sobre si los productos de una empresa son más respetuosos con el medio ambiente.”. La preocupación relacionada con el ‘greenwashing’ es de alta importancia para los inversionistas: una encuesta realizada en mayo de 2021 por Quilter dejó entrever que este desafío específico era la mayor preocupación para

casi el 44% de los inversionistas, que se han vuelto “cada vez más sensibles” a los efectos de las empresas que podrían haber exagerado sus ‘credenciales verdes’. Estas preocupaciones también se hicieron visibles en el reporte del CFA Institute, donde 78% de los participantes consideraron necesaria la mejora en los estándares de los productos de inversión ASG para disminuir el ‘greenwashing’.

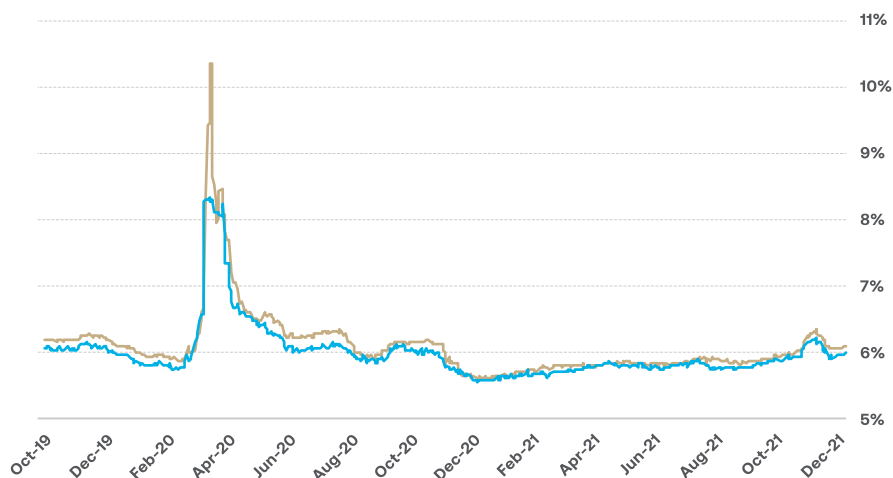
De otro lado, han empezado a surgir preocupaciones adicionales en la industria ASG, esta vez relacionadas con “sustainability-washing”. Dada la importancia que los nuevos tipos de finanzas sostenibles – tales como bonos sociales, bonos de transición, e instrumentos indexados a principios sostenibles – han empezado a atraer, esta preocupación ha aumentado ya que los inversionistas se han mostrado preocupados de que los fondos provenientes de inversiones en activos sostenibles puedan estar financiando proyectos cuyo impacto benéfico no sea claro. Del mismo modo, una preocupación adicional que surge de este tipo de títulos es que sus emisores podrían verse tentados a establecer objetivos que no sean lo suficientemente ambiciosos, lo que implica que el emisor no tenga que demostrar una mejora significativa en su impacto con respecto a su estrategia base, o que no requieran de una inversión significativa de su parte para poder alcanzarlos.

Un obstáculo adicional al que se enfrentan los inversionistas ASG es la heterogeneidad de la información reportada que está disponible actualmente. Según datos de KPMG, 57% de los administradores de fondos encuestados admitieron que no realizan reportes relacionados con su desempeño en temas ASG. De los que sí lo hacen, el 11% utiliza métricas personalizadas, y el 23% utiliza los Principios de Inversión Responsable de la ONU. **No obstante, el panorama aquí es más optimista que en otros ámbitos, dado que el reporte de información en ASG ha pasado de ser un “punto positivo” a algo imprescindible.**

Por su parte, los inversionistas han debatido la posible existencia de una ‘greenium’, definida como la diferencia en rendimiento entre un instrumento de renta fija tradicional y un bono verde. La presencia de dicha ‘greenium’ depende de varios factores. Primero, las ‘greeniums’ deben analizarse como casos independientes y no por medio de un análisis general, teniendo también en cuenta que no todos los bonos verdes tienen un par tradicional contra el cual se puedan comparar. En segundo lugar, el aumento proyectado en la oferta de bonos verdes podría ayudar a reducir la aparición de una prima que los activos ‘verdes’ podrían haber exhibido, al considerar que estos son más escasos que sus pares tradicionales. Ahora, considere-

El mercado está soltando el ‘greenium’

— AESAND 6.35 10/07/2079
 — AESAND 7 1/8 03/26/2079



Fuente: Bloomberg.
 Datos al 31 de Diciembre, 2021

mos un caso específico: AES Andes, la compañía chilena que produce y distribuye energía, acudió a los mercados en 2019 para emitir un bono verde con vencimiento a 60 años, el primero de este tipo para la compañía. Afortunadamente, AES Andes también cuenta con un bono tradicional con vencimiento en el mismo año, lo que permite realizar un análisis inicial en términos de la existencia de una *'greenium'*. Al comparar el rendimiento histórico de los bonos desde que el bono verde fue emitido, se puede resaltar que el diferencial promedio entre el bono verde y el tradicional es de 11pbs, como se puede evidenciar en el gráfico anterior.

No obstante, se puede observar que el rendimiento del bono verde fue ampliamente superior (casi 200pbs más) que su par tradicional en marzo 2020, cuando la compañía reportó un aumento de capital de USD 500mn para financiar su plan de inversión en energías renovables. El mercado reaccionó ante este anuncio, considerando que la compañía no estaba en capacidad

resaltar que los tres factores principales que dificultan la inversión en ASG son, como era de esperarse, estos mismos que faltan. En términos de mejora de habilidades, un par de alternativas han surgido en los últimos años, tales como el certificado en inversión ASG patrocinado por los PRI y lanzado por la CFA Society de Reino Unido, y la mayoría de los profesionales de inversión que participaron en las encuestas que he mencionado han expresado su interés en profundizar su conocimiento en temas ASG, al tiempo que afirmaron que este debería ser un pilar fundamental al momento de realizar la selección de activos para sus portafolios.

Adicionalmente, y como una forma de combatir tanto el *'greenwashing'* como el *'sustainability-washing'*, la industria necesita centrarse en la calidad de la información disponible, lo que les permitiría a los inversionistas comparar y tener acceso a diferentes métricas de sostenibilidad, mientras que tendrían un mayor entendimiento de las consideraciones más importantes, tanto

— “Según Standard and Poor’s, la mayor demanda por divulgaciones más detalladas y consistentes en términos de ASG impulsaría mejoras en este ámbito, al tiempo que promoverían el desarrollo de marcos de reporte y regulatorios centrados en ASG.”

de financiar su estrategia verde, lo que ocasionó que el bono verde tuviera un desempeño peor que el de su par tradicional. Como se resaltó anteriormente, este es un caso aislado y cada bono debe ser evaluado dentro de su propio contexto, **pero se podía afirmar que el mercado está dejando de lado la prima que le hubiera podido cobrar anteriormente a los bonos verdes.**

Un reto adicional que han expresado los inversionistas ASG es la necesidad de crear una infraestructura con datos, conocimiento y habilidades idóneas, y tecnología que permitan soportar el desarrollo de la industria. Si volvemos a revisar el segundo gráfico, se puede

de una perspectiva financiera como desde el frente de ASG. **Según Standard and Poor’s, la mayor demanda por divulgaciones más detalladas y consistentes en términos de ASG impulsaría mejoras en este ámbito, al tiempo que promoverían el desarrollo de marcos de reporte y regulatorios centrados en ASG.**

Finalmente, la transición de la industria hacia un mayor interés en inversiones sostenibles y ASG también se beneficiaría de una mejora en el liderazgo. Los líderes deben marcar la pauta y predicar con el ejemplo, siendo conscientes de que los inversionistas institucionales

son el pez más grande en este estanque, por lo que su influencia – y su ejemplo de liderazgo – es crucial para el éxito de esta transición.

No podemos negar que ha habido un progreso importante, y que el interés en inversiones ASG ha aumentado de manera dramática en los últimos años. Sin embargo, la necesidad de un universo de inversión más estandarizado y homogéneo, en el que todos puedan comparar y sacar conclusiones desde un punto de partida equitativo, es algo que todavía le falta a la industria. Esto le abre la puerta al fraude y/o a comportamiento negligente por parte de jugadores malintencionados. Pero es en este tipo de momentos en que debemos recordar las palabras del historiador, filósofo, y dramaturgo Howard Zinn, **“No tenemos que involucrarnos en grandes acciones heroicas para participar en el cambio. Los pequeños actos, cuando se multiplican por millones de personas, pueden transformar el mundo.”**

Perspectiva Latinoamérica: un camino desafiante por delante

América Latina sigue enfrentándose a varios retos para el año que iniciamos, incluso si se estuviera viendo más claridad proveniente de fuentes de incertidumbre anteriores.

En materia de crecimiento, la mayoría de las economías de la región ya han prácticamente recuperado sus niveles pre-pandemia. Sin embargo, es posible que los frutos de esta recuperación ya se hayan recogido, y que las proyecciones de actividad para este año no se vean tan prometedoras. Este contexto se está dando en conjunto con una política monetaria más contractiva, y menor capacidad fiscal de los gobiernos.

El riesgo político se mantiene como una preocupación latente para la región, con elecciones

presidenciales ocurriendo en Colombia y Brasil, el proceso constitucional en Chile, y las negociaciones de Argentina con el FMI.

América Latina sigue enfrentándose a varios retos para el año que iniciamos, incluso si se estuviera viendo más claridad proveniente de fuentes de incertidumbre anteriores. No obstante, hay algunos males que pueden seguir rondando al continente en 2022. La forma en que los gobiernos y las autoridades monetarias respondan a estas incertidumbres será crucial para el desarrollo y el crecimiento económico futuros.

Mientras entramos en nuestro tercer año de la pandemia de COVID-19, es relevante resaltar que Latam, como región, pudo recuperar parte del crecimiento que perdió en 2020, aunque esto ocurrió de forma heterogénea. Sin embargo, esta recuperación estuvo impulsada en algunas regiones por una mayor recuperación del consumo de los hogares que, a su vez, desencadenó el inicio del ciclo inflacionario. A finales de 2021, prácticamente todos los bancos centrales de la región habían empezado a mostrar una política monetaria más contractiva, en medio de preocupaciones de que la inflación no fuera tan transitoria como inicialmente se había considerado, y mientras recalibraban su función de reacción ante una Reserva Federal con una postura más *hawkish*.

— “América Latina sigue enfrentándose a varios retos para el año que iniciamos. La forma en que los gobiernos y las autoridades monetarias respondan a estas incertidumbres será crucial para el desarrollo y el crecimiento económico futuros.”

En términos de crecimiento cabe destacar que, al 3T21, la mayoría de las economías de la región ya habían visto sus niveles de actividad volver a sus niveles pre-pandemia. Sin embargo, es posible que los frutos de esta recuperación ya se hayan recogido, y que las proyecciones de actividad para este año no se vean tan prometedoras. Este contexto se está dando en conjunto con una política monetaria más contractiva, y menor capacidad fiscal de los gobiernos.

Adicionalmente, el riesgo político se mantiene como una preocupación latente. **Dado que la región ha dado un giro notable hacia la izquierda, los inversionistas seguirán de cerca las elecciones presidenciales en dos países clave en 2022: Colombia y Brasil.** Además, también estarán atentos a los desarrollos en torno a la nueva Constitución chilena, ya que los miembros de la Convención esperan tener un borrador inicial para julio de 2022. Finalmente, las negociaciones de Argentina con el FMI siguen en curso, mientras que el país lucha por presentar un plan económico en medio de numerosos desafíos políticos internos.

No obstante, la mejor manera de abordar la región es mediante un enfoque específico por país, para luego llegar a conclusiones generales para el trimestre y el año que empiezan.

Argentina

El futuro de Argentina dependerá de su capacidad para alcanzar un acuerdo con el FMI, y que dicho acuerdo sea aprobado por el gobierno. Sin embargo, en términos macroeconómicos, el país enfrenta un escenario retador con presiones inflacionarias que continúan aumentando, menor crecimiento económico, disminución de las reservas de divisas y desequilibrios macroeconómicos y fiscales adicionales que hacen que la implementación de cualquier programa económico sea una tarea desafiante.

En términos de crecimiento, el consenso de Bloomberg estima un PIB moderado de 2.2% para 2022, dada la

disminución de inventarios, la falta de reformas que estimulen el crecimiento, y una credibilidad política débil. Incluso cuando esperamos mayores precios de las materias primas que podrían beneficiar las exportaciones argentinas, esta situación también incluye un obstáculo: una recuperación económica también puede implicar mayores importaciones que el país no puede afrontar actualmente por el ritmo al que disminuyen sus reservas de divisas. Además, también se

— “Argentina enfrenta un escenario retador con presiones inflacionarias que continúan aumentando, menor crecimiento económico, disminución de las reservas de divisas y desequilibrios macroeconómicos y fiscales.”

espera que la inflación continúe acelerándose, como consecuencia de los amplios controles de precios. Asimismo, vale la pena tener en cuenta que la economía argentina actualmente ha mantenido los aranceles prácticamente sin cambios, como un intento de contener la inflación; no obstante, estos esfuerzos no han sido suficientes y el gobierno podría verse obligado a realizar una devaluación del ARS para controlar la inflación, junto con un posible restablecimiento de aranceles y controles de precios. El aumento en dichos aranceles podría implicar una reducción en los subsidios que se le han otorgado a la comunidad, y esto podría implicar una complicación adicional para el gobierno.

Por otro lado, se espera que la política fiscal permanezca acomodativa para los próximos años, conllevando a una ampliación del déficit del balance fiscal en 2022, luego de haber presentado un ajuste en 2021 como consecuencia de la asignación de los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI, y las utilidades obtenidas por el impuesto a la riqueza. Un medio para alcanzar

— “Brasil está entrando en un año electoral, con elecciones presidenciales en octubre. Los mercados continuarán monitoreando la carrera electoral, con la esperanza de obtener un panorama más definido de las intenciones de voto de la sociedad; sin embargo, la volatilidad seguirá presente en los mercados hasta el día de las elecciones.”

la consolidación fiscal sería un acuerdo entre el FMI y el gobierno argentino; no obstante, el entorno político actual que contiene un gobierno debilitado y carente de credibilidad, junto con las tensiones existentes entre la administración actual y la oposición, dejan un margen muy limitado para cualquier tipo de ajuste fiscal. Además, cabe destacar que las negociaciones entre el FMI y el gobierno podrían volverse tensas, si se tiene en cuenta que el FMI busca implementar un ajuste que va más allá de esfuerzos observados anteriormente, mientras que el gobierno pareciera seguir enfocado en salir del paso.

Hacia adelante, el mercado seguirá monitoreando el desarrollo de las negociaciones entre el gobierno y el FMI, teniendo en cuenta que la fecha límite para llegar a un acuerdo – a saber, marzo de este año – se acerca cada vez más. Si se llega a un acuerdo, entonces el mercado estará atento a su aprobación por parte del Congreso, y si las medidas más ortodoxas que probablemente sugiera el FMI sobrevivirán a la oposición, e incluso a la postura del gobierno de hacer exclusivamente lo mínimo.

Brasil

La perspectiva de Brasil para 2022 es desafiante, por decir lo menos. El país enfrenta un aumento continuo de la inflación, incluso si la lectura de noviembre sorprendió al mercado a la baja, principalmente como consecuencia de menores precios de los alimentos. Esta situación también ha forzado al Banco Central a endurecer su postura de política monetaria antes que otros bancos centrales de la región, incrementando su tasa en un total de 725pbs en 2021. Además del desa-

fiante contexto monetario, Brasil también experimentó un retroceso en su última lectura de crecimiento, dado que el país entró en una recesión técnica luego de la publicación de su lectura de PIB trimestral correspondiente al 3T21.

Adicionalmente, el mayor desafío al que se enfrentará Brasil proviene del frente fiscal: aunque hubo una mejora visible el año pasado en el balance fiscal y en la dinámica de la deuda pública, el hecho de que el gobierno esté postergando el pago de los precatórios para liberar espacio dentro del límite de gasto con miras a financiar los programas de bienestar social del presidente Bolsonaro, pone en peligro la estabilidad fiscal del país. Cabe recordar que luego de que el congreso aprobó el “Precatórios PEC” en diciembre, permitió que el límite de gasto tuviera un espacio adicional de casi BRL 69bn, mientras que, al mismo tiempo, liberó hasta BRL 44bn en recursos presupuestales para 2022 luego de postergar el pago de los precatórios. Esto es equivalente a haber liberado BRL 113bn en el presupuesto de 2022, con la mayor parte de estos recursos estando destinados a financiar el nuevo programa de bienestar “Auxílio Brasil”. En este contexto, los analistas esperan una ampliación del déficit fiscal para 2022, lo que contrasta fuertemente con el superávit proyectado para 2021.

De otro lado, el Banco Central ha sido uno de los más agresivos en todo el continente, teniéndose que enfrentar a una inflación que está prácticamente fuera de control, por lo que ha tenido que implementar una política monetaria contractiva antes que el resto de sus pares. En su última reunión, el COPOM incrementó

su tasa Selic en 150pbs hasta 9.25%, niveles no vistos desde 2017, cuando el COPOM estaba implementando una política monetaria acomodativa. Sin embargo, la postura *hawkish* del comité fue visible en las últimas minutas, donde el Comité reconoció que el cambio fiscal que está experimentando el país dispone las bases para una tasa de interés neutral más alta, especialmente cuando se considera que, incluso para los miembros del Comité, las expectativas de inflación para los próximos dos años están por encima de la meta del Banco Central.

Por último, Brasil está entrando en un año electoral, con elecciones presidenciales en octubre, así como elecciones legislativas, de gobernadores locales, y del Congreso. La elección presidencial está programada para el 2 de octubre, con una potencial segunda vuelta que se llevaría a cabo el 30 de octubre. Cabe señalar que los candidatos que han obtenido más apoyo de los votantes representan los dos extremos: el presidente actual Jair Bolsonaro, y el expresidente Luiz Inácio Lula da Silva. Esta polarización parece estar dejando un espacio muy limitado para que surja un candidato de centro, incluso cuando la carrera electoral aún está demasiado abierta. Los mercados continuarán monitoreando la carrera electoral, con la esperanza de obtener un panorama más definido de las intenciones de voto de la sociedad; sin embargo, la volatilidad seguirá presente en los mercados hasta el día de las elecciones.

— “Chile se enfrenta a un panorama retador que surge de una economía recalentada que ahora debe lidiar con una inflación que sigue aumentando, y una transición entre la administración de Piñera y la administración de Boric.”

Chile

Para 2022, y casi como si fuera una constante para todos los países de Latam, Chile se enfrenta a un panorama retador que surge de una economía recalentada que ahora debe lidiar con una inflación que sigue aumentando, y una transición entre la administración de Piñera y la administración de Boric, que asumirá el poder en marzo. Lo anterior, en medio del proceso de reescribir la Constitución, y la presentación de un borrador inicial antes de que el documento sea presentado a un plebiscito en agosto de este año. La economía chilena continuó mostrando un desempeño superior en los últimos meses de 2021, estando impulsada principalmente por una demanda interna sólida y un comportamiento positivo del comercio. Esta tendencia también se explica por las grandes transferencias fiscales que se llevaron a cabo en 2021, y que implicaron una reducción importante en el ahorro. Sin embargo, no se espera que esta tendencia se mantenga en 2022, debido a una mayor inflación, la implementación de una política monetaria más contractiva, y la incertidumbre proveniente del frente político que aún exhibe algunos asuntos sin resolver.

En materia de política monetaria, el Banco Central de Chile ha estado incrementando su tasa de política monetaria desde junio, con sus últimos movimientos siendo los más agresivos en términos de magnitud. Esta postura está sustentada en el aumento continuo de la inflación que ha experimentado Chile, y como un intento del BCCh por controlarla, al tiempo que intenta volver a anclar las expectativas de inflación dentro del horizonte de política monetaria. Por lo tanto, el mercado espera que el Banco Central mantenga su ritmo de contracción más allá del terreno restrictivo lo que, eventualmente, podría afectar al crecimiento económico.

Por otro lado, la inflación podría comenzar a ceder en 2022, como consecuencia de una política monetaria más contractiva que debería recoger frutos. No obstante, hay que tener en cuenta que, en el caso de Chile, este país ha experimentado presiones de

precios considerables provenientes tanto de los precios de los alimentos como de la energía lo que, a su vez, dificulta el retroceso de la inflación. Sumado a lo anterior, e incluso considerando que el cuarto proyecto de ley del retiro de pensiones fue rechazado en el Congreso en diciembre, el gasto de servicios, así como la inflación de servicios, se han acelerado considerablemente, manteniendo esta variable muy por encima de la meta del Banco Central y siendo un lastre adicional para la convergencia de la inflación.

Hacia adelante, y como se mencionó anteriormente, **el factor político seguirá siendo relevante en el panorama chileno: el nuevo presidente, Gabriel Boric, asumirá su mandato luego de haber ganado las elecciones presidenciales por un margen mayor al esperado, y luego de haber moderado tanto sus propuestas como sus opiniones políticas.** Sin embargo, el presidente electo se enfrentará a un Congreso dividido y a una Asamblea Constituyente con una postura más de izquierda que la del Congreso en sí. Además, persiste la incertidumbre en torno al gabinete ministerial de Boric, y de quién elija rodearse también jugará un papel relevante en la estabilización de la administración entrante.

Colombia

Colombia, así como Brasil, tendrá que lidiar con la incertidumbre política que usualmente trae consigo un año electoral, mientras intenta balancear una inflación en aumento con un déficit en cuenta corriente más amplio, y con una desaceleración de la tendencia de crecimiento que alcanzó niveles pre-pandemia en 2021.

En el frente de política monetaria BanRep, así como los otros bancos centrales de la región, inició su proceso de normalización al aumentar la tasa de política monetaria en 125pbs en 2021, en medio de un aumento sostenido de la inflación, y como parte de un esfuerzo del BanRep por mantener las expectativas de inflación ancladas. Esta postura contraccionista debería continuar en 2022, considerando que la

brecha de producto se ha cerrado más rápido de lo estimado anteriormente, y que la última lectura de inflación de 2021 pone a prueba qué tan ancladas están realmente las expectativas de inflación. La inflación va a seguir estando presionada al alza por mayores precios de alimentos, así como por el incremento nominal del salario mínimo que empieza a ser efectivo a partir de enero; sin embargo, BanRep podría mantener su ritmo de incrementos de 50pbs por reunión si la inflación básica se mantiene relativamente anclada y cerca del objetivo. Adicionalmente, el déficit en cuenta corriente existente se ha ampliado a niveles no vistos desde 2014, y la debilidad observada en la tasa de cambio haría que el cierre de este déficit sea más retador, incluso si el comportamiento positivo de los precios de las materias primas debería aliviar una ampliación más pronunciada.

La actividad económica se ha mantenido sólida durante 2021, impulsada por la recuperación de los sectores de retail y de construcción, así como por una demanda interna sólida. Las noticias positivas desde el frente de actividad también se han observado en los datos blandos, con las últimas lecturas de PMI manteniéndose en terreno expansivo por los últimos seis meses, y una recuperación observada en la confianza del consumidor por el mismo periodo. Incluso si la economía presenta fundamentales sólidos que le permitirían a la actividad mantenerse en terreno positivo en 2022, la importante recuperación que se observó el año pasado no podrá sostenerse a los mismos niveles durante este año. Lo anterior, considerando que una mayor inflación y una política monetaria más contractiva, así como un efecto base proveniente de 2021, deberían reducir la demanda interna.

Incluso cuando los fundamentales macroeconómicos parecieran estar estables, Colombia se enfrentará a un ciclo electoral, con las elecciones de congreso en marzo, y las elecciones presidenciales en mayo con una posible segunda vuelta en junio. Aun si el candidato de izquierda Gustavo Petro ha estado liderando en

las encuestas más recientes, la incertidumbre se mantendrá alrededor de la carrera electoral hasta que los candidatos finales no sean definidos por medio de las consultas internas que también ocurrirán en marzo. Adicionalmente, una vez estén definidos los candidatos, posibles alianzas o apoyos también podrían afectar el desarrollo de la carrera electoral, por lo que los inversionistas deben monitorear estos avances políticos.

Mexico

Luego de una importante contracción como consecuencia de la pandemia en 2020, y una recuperación que todavía está ganando tracción en 2021, los dos retos principales a los que se enfrenta México en 2022 son el referendo de AMLO, y su propuesta de reforma a la electricidad que prioriza la compañía de electricidad estatal por encima de las privadas, al tiempo que disuelve entes regulatorios autónomos.

En términos de crecimiento, México experimentó una contracción importante en 2020, y la recuperación esperada para 2021 es más leve, especialmente después de observar los cuellos de botella que afectaron al sector de manufactura en los subsectores de automóviles y eléctrico, lo que conllevó a una contracción de la actividad en el 3T21. No obstante, el mercado podría estar esperando una recuperación de la demanda interna hacia adelante, considerando que durante el 4T21 hubo menos confinamientos

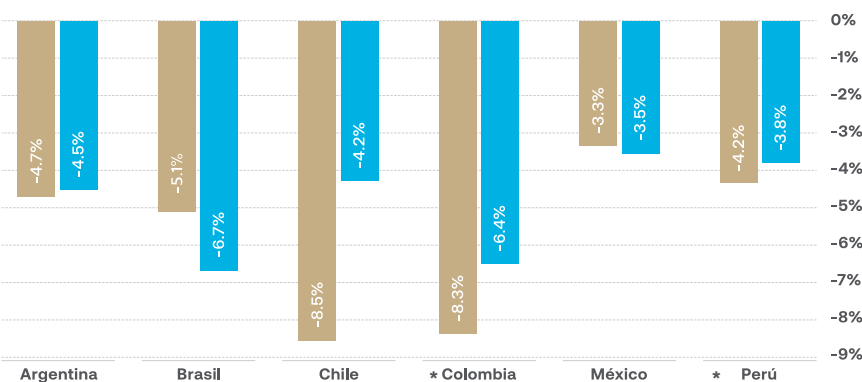
relacionados con la pandemia, y el consumo empezó a despegar, en medio de una recuperación del sector de servicios.

En el frente inflacionario, México también tuvo que soportar un aumento constante de esta variable durante 2021, principalmente como consecuencia de incrementos mayores a lo esperado en los precios de los alimentos, así como de las interrupciones en la cadena de suministros. Del mismo modo, la inflación de los precios de la energía se mantuvo alta en 2021, siendo así una carga adicional para la inflación total. Este contexto hizo que la inflación terminara 2021 más de 400pbs por encima de su meta, mientras que también impulsó un aumento en las expectativas de inflación en el corto plazo, aunque, según lo reportado por Banxico, las expectativas de más largo plazo se mantienen ancladas. Hacia adelante, la inflación debería ceder en 2022 como consecuencia de un efecto base alto, aunque se mantendrá por encima de la meta de Banxico durante el año. Adicionalmente, es relevante destacar que Banxico espera que la inflación comience a retroceder durante el 1T22, luego de haber alcanzado su pico a finales de 2021.

En lo que respecta a la política monetaria, y luego de haber aumentado su tasa de política en 150pbs en 2021, Banxico debería seguir implementando una política monetaria contractiva, como parte de un esfuerzo por mantener las expectativas de inflación

Déficits fiscales siguen presentes en América Latina

- 2021
- 2022



Fuente: Bloomberg (datos al 07 de Enero, 2022)

ancladas, y en medio de riesgos que comprometen la convergencia de la inflación a su meta, tales como el proceso de normalización de política monetaria que la Fed debería iniciar en 2022.

Como se mencionó anteriormente, el presidente AMLO intentaría aprobar su reforma a la electricidad, luego de que esta fuera pospuesta hasta abril de este año. Vale la pena resaltar que el mercado espera que dicha propuesta sea diluida antes de que sea aprobada. Por otro lado, el referendo al que se sometería AMLO tendría lugar el 10 de abril de 2022. No obstante, el presidente continúa exhibiendo una tasa alta de favorabilidad, lo que hace que los mercados descuenten que se mantendrá en la administración; adicionalmente, el resultado del referendo no es vinculante.

— “En términos de estabilidad política, Perú es el país que tiene el contexto más retador de la región.”

Peru

En términos de estabilidad política, Perú es el país que tiene el contexto más retador de la región. El presidente Castillo no ha podido mantener una gobernabilidad alta, dado que su periodo presidencial ha estado rodeado de, entre otros, cambios en su gabinete presidencial e intentos por parte del Congreso por destituirlo. Lo anterior, ha hecho que la implementación de una agenda política sea más desafiante. Por lo tanto, la incertidumbre política y la volatilidad se han mantenido como elementos constantes del contexto peruano.

Esta situación política se ha desarrollado en medio de una economía que exhibió una recuperación sólida de los efectos de la pandemia, y que ha mostrado una tendencia que le debería permitir a la economía

peruana alcanzar una expansión de doble dígito en 2021; sin embargo, e incluso cuando esta dinámica positiva debería continuar en 2022, lo hará a un ritmo más moderado. Desde una perspectiva positiva, Perú recogerá los frutos de una reapertura después de los confinamientos, así como una recuperación del sector de servicios, mayores tasas de vacunación, y una perspectiva positiva para los precios del cobre. Con respecto a la política monetaria, el Banco Central cumplió con las expectativas del mercado al aumentar su tasa de política monetaria 50pbs hasta niveles de 3.0%, como medida para controlar las expectativas de inflación, mientras que retiraba parte del estímulo acomodavito que estuvo presente durante la pandemia. Sin embargo, el Banco Central exhibió una postura más *hawkish* durante esta última reunión, al considerar la necesidad de seguir normalizando la postura de política monetaria durante los próximos meses, en vez de mantener una postura expansiva.

En el frente inflacionario, y tal y como se resaltó en el último comunicado del Banco Central, la última lectura exhibió un aumento hasta 6.43%, más de 300pbs por encima del límite superior del rango meta. Este comportamiento estuvo principalmente explicado por el aumento en los precios de los alimentos, y por la devaluación de la tasa de cambio. Cabe resaltar que esta depreciación observada en el PEN ha surgido de la inestabilidad política que ha estado presente en Perú desde que Castillo asumió su mandato en junio y debería permanecer mientras no haya una agenda política o un plan de gobierno claros.

Tal y como se mencionó anteriormente, el panorama político en Perú sigue afectando la confianza industrial, y podría desencadenar salidas adicionales de capital a lo que ya ha experimentado el país hasta la fecha. A su vez, vale la pena recordar que esta inestabilidad política ya conllevó a que dos de las agencias calificadoras rebajaran la calificación soberana de Perú y, si la situación no da muestras de estabilizarse, podrían presenciarse rebajas adicionales.

Por tanto, nuestras conclusiones para la región son las siguientes:

Crecimiento más moderado y una mayor inflación serán características de la región en 2022, con los bancos centrales viéndose forzados a implementar una política monetaria más contractiva para controlar expectativas de inflación desancladas. Los ciclos contractivos tendrán una mayor magnitud en Brasil, estando seguido por Chile y Colombia. El panorama político seguirá siendo de gran importancia en América Latina, con la mayoría de las naciones del continente habiendo dado una transición a un gobierno más de izquierda. Será crucial ver el resultado de las elecciones al Congreso de Colombia, así como monitorear el proceso llevado a cabo por la Asamblea Constituyente en Chile, al igual que cualquier acontecimiento político inesperado en Perú durante este primer trimestre del año.

Dada nuestra perspectiva positiva para el petróleo, también mantenemos nuestra recomendación de mantener exposición a este sector a través de deuda corporativa. No obstante, esta recomendación tiene sus matices:

Teniendo en cuenta la elevada incertidumbre y volatilidad que actualmente rodea a Brasil, tendríamos una postura más cautelosa con

respecto a la deuda corporativa de Petrobras. Dependiendo del perfil de riesgo del inversionista, Pemex podría ser una apuesta atractiva.

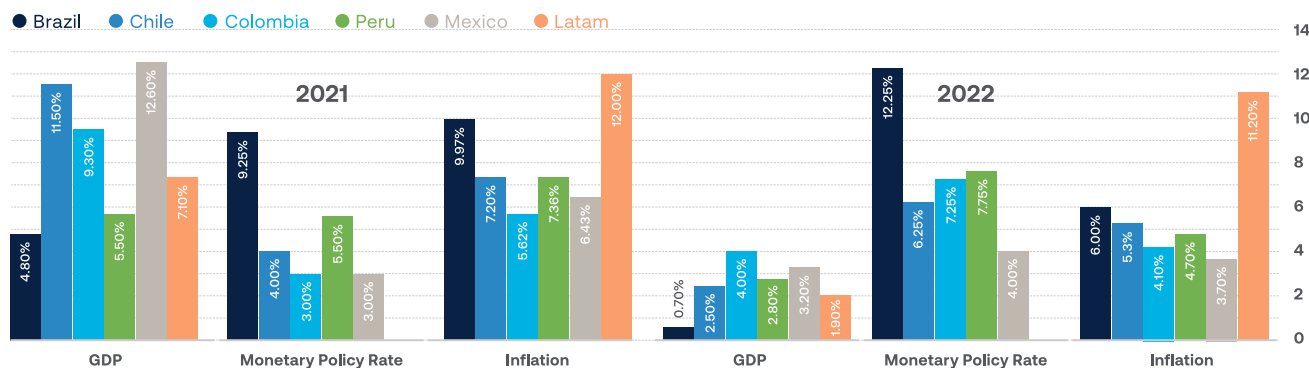
Sin embargo, hay que tener en cuenta las últimas decisiones tomadas por la compañía, en conjunto con México, en relación con volverse autosuficientes y dejar de exportar petróleo. Las consecuencias de dicha decisión aún están por verse, y podrían traer volatilidad adicional para el emisor.

Ecopetrol sigue anunciando descubrimientos y dando pasos hacia un modelo de negocio más verde, al tiempo que mantiene un flujo de caja positivo. Por lo tanto, los bonos del tramo medio de la curva podrían seguir exhibiendo valor.

Con respecto al sector de *utilities*, y específicamente en Chile, la transición hacia un modelo de negocio más verde está en marcha y está revolucionando este sector. Por lo tanto, mantenemos nuestra preferencia por aquellos emisores chilenos, tales como Colbún y AES Andes, que han dado los primeros pasos para adaptarse a esta nueva normal. Más específicamente, favorecemos los bonos verdes emitidos por estas compañías. Sin embargo, es relevante considerar que el entorno político podría tener un papel relevante en la transición para abandonar el carbón de Chile, que podría afectar estos emisores y traer volatilidad adicional.

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

Fuente: Bloomberg (Datos al 07 de Enero, 2022)



Análisis por clases de activos

	TACTICAL (UP TO 3 MONTHS)	CYCLICAL (UP TO 12 MONTHS)
Renta Variable EE.UU.¹	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Variable Europea	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Japonesa	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable Mercados Emergentes	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable China	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Bonos del Tesoro EE.UU.²	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Grado de Inversión	SUBPONDERAR	NEUTRAL
Renta Fija High Yield	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Fija Soberana Emergente	NEUTRAL	NEUTRAL
Dólar americano	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Energía³	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Metales Preciosos	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Efectivo	NEUTRAL	NEUTRAL

¹ Relativo a acciones globales en USD

² Relativo a mercados globales de renta fija en USD

³ Relativo al sector de materias primas



Divulgaciones Legales Importantes

Este documento ha sido preparado por Insigneo Securities, LLC (“Insigneo”) únicamente para su uso como información general y no contiene ni debe considerarse que contiene ningún consejo de valores, recomendación, oferta o invitación para suscribirse o comprar o redención de cualquier valor con respecto a Insigneo. No se pueden enviar copias de este documento a jurisdicciones, ni distribuir o enviar desde jurisdicciones en las que esté prohibido o prohibido por la ley. La información aquí contenida no constituirá una oferta de venta o solicitud de una oferta de compra, en cualquier jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud sea ilegal antes del registro, exención del registro o calificación según las leyes de valores de cualquier jurisdicción. Esta presentación contiene declaraciones específicas a futuro, por ejemplo, declaraciones que incluyen términos como “creer”, “asumir”, “esperar”, “apuntar” o expresiones similares. Tales declaraciones a futuro representan el juicio de Insigneo y expectativas y están sujetos a riesgos conocidos y desconocidos, incertidumbres y otros factores que pueden resultar en una divergencia sustancial entre los resultados reales, la situación financiera y / o el desarrollo o desempeño de la compañía y aquellos que se presumen explícita o implícitamente en estas declaraciones. Estos factores incluyen, pero no se limitan a: (1) mercado general, tendencias macroeconómicas, gubernamentales y regulatorias, (2) movimientos en los mercados de valores, tipos de cambio y tipos de interés, (3) presiones competitivas y (4) otros riesgos y incertidumbres inherentes al negocio de Insigneo. Insigneo no tiene ninguna obligación de (y renuncia expresamente a dicha obligación de) actualizar o alterar sus declaraciones prospectivas, ya sea como resultado de nueva información, eventos futuros o de otro modo, excepto según lo requiera la ley o regulación aplicable. Los datos financieros y de otro tipo contenidos en esta presentación no han sido verificados de forma independiente por nosotros y, en consecuencia, no asumimos ninguna responsabilidad por que dicha información y otros datos sean verdaderos y precisos. La información proporcionada en este documento no es una oferta para comprar o vender ni la solicitud de una oferta para comprar o vender ningún producto de inversión. El rendimiento puede ser volátil y un inversor podría perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión. Las inversiones en cuentas de asesoría de inversiones y corretaje están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital. Valores ofrecidos a través de Insigneo Securities, LLC, miembro de FINRA, SIPC. Productos y servicios de asesoría de inversiones ofrecidos a través de Insigneo Wealth Advisors, LLC e Insigneo Advisory Services, LLC, ambos asesores de inversiones registrados ante la SEC. Para obtener más información sobre su negocio, incluyendo los conflictos de intereses y las prácticas de compensación para el corredor, visite www.insigneo.com/en/disclosures y para cualquier conflicto relacionado con sus servicios de asesoría, consulte el Formulario ADV y su folleto, el cual se puede encontrar en el sitio web de Divulgación Pública del Asesor de Inversiones (<https://adviserinfo.sec.gov/>).