



Comentarios de Mercado
Abril 2022

Versión en Español

La venganza de la geopolítica y el auge de la vieja economía

Llamada Trimestral 2T | 2022

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

insigneo

Transcripción de los comentarios hechos durante nuestra llamada trimestral 2T | 2022

7 de Abril, 2022.

Bienvenidos a la llamada trimestral de Insigneo para el segundo trimestre del año, nuestra reunión trimestral con inversionistas, clientes, y colegas. El mundo ha cambiado dramáticamente desde la última vez que nos reunimos. Nuestras proyecciones también se han alterado como respuesta a este cambiante panorama, que ha llegado antes de lo que esperábamos. Si la invasión rusa a Ucrania se siente muy acelerada luego de la pandemia, es porque así lo es. Esto está en línea con ocasiones anteriores, ya que las crisis tienden a generar más distensiones cada vez que los sistemas complejos se enfrentan a nuevos equilibrios.



Ahmed Riesgo
Director de Estrategia de Inversiones
Insigneo Financial Group

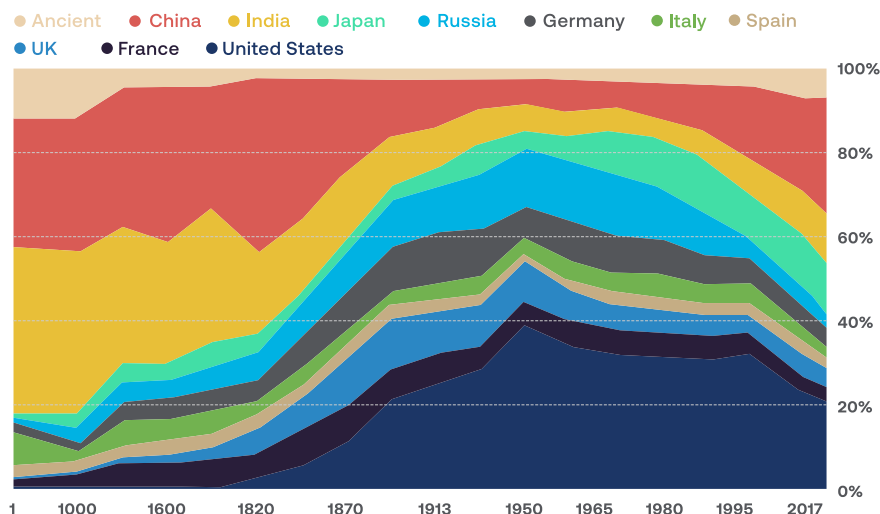
Las divisiones políticas internas de Occidente se vieron amplificadas por la pandemia, y las cadenas de suministro globales, particularmente en materias primas, se estaban recuperando, pero no sanaron por completo. En medio de este malestar general y debilidad percibida, el presidente ruso, Vladimir Putin, imaginó que era un momento oportuno para atacar en el corazón de Europa. Pero el régimen cada vez más autocrático de Putin está sujeto a las mismas fragilidades que afectan a todos los grupos aislados a lo largo del tiempo. Estos reciben información cada vez más pobre y sus procesos de toma de decisiones conducen a mayores errores tanto de juicio como de ejecuciones subóptimas. Además, no cuentan con los mecanismos de autocorrección inherentes a los sistemas basados en el consenso. Pero el fracaso de Putin para evaluar correctamente la resistencia interna de Ucrania, las propias capacidades militares de Rusia y la fragmentación política de Occidente no debe verse independientemente del cambiante orden mundial, al que hemos dedicado muchas páginas aquí en Insigneo, sino más bien debido a ello.

Este primer gráfico muestra más de dos mil años de historia económica al comparar la participación de las principales potencias en el PIB mundial. Dicha gráfica sugiere que la disminución de la capacidad de Estados Unidos para conducir el mundo es el resultado de su menor participación en la producción económica global como consecuencia de la creciente influencia de otros poderes, particularmente China. El poder absoluto norteamericano no ha disminuido gracias a numerosas ventajas innatas y adquiridas como la geografía, una economía grande y altamente innovadora, instituciones cívicas y gubernamentales sólidas, el rol del dólar como moneda de reserva mundial, mercados de capitales robustos, y su capacidad incomparable de proyectar soft y hard power en todo el mundo. Sin embargo, en términos relativos, el poder de Estados Unidos se ha erosionado y esto debería ocasionar más inestabilidad y conflicto. Sin duda, esto no significa que China se convertirá en una potencia hegemónica global. Aun cuando es enorme, sufre de muchas desventajas estructurales, incluyendo la autocracia y, sobre todo, la demografía. De forma

De unipolaridad a multipolaridad

Participación en el PIB mundial de las principales potencias revela la disminución del poder relativo de EE. UU. y el ascenso de China.

Fuente: "Statistics on World Population, GDP, & Per Capita GDP, 1-2008". Angus Maddison | IMF



Fundamentalmente, en esto se basa la caída relativa del poder de EE.UU. en un mundo unipolar, que podría moldearse en gran medida según sus intereses y deseos.

alarmante, China experimentará una disminución absoluta de su población mucho antes de lo proyectado anteriormente, y este no es un destino de

inmigración que pueda mitigar dicha disminución. De hecho, el gobierno autocrático de Xi Jinping ha hecho que China sea un destino de inmigración menos atractivo, y ha llevado a que países cercanos, tales como Taiwán y Corea del Sur, se orienten más hacia Occidente. Pero el punto es que el poder norteamericano ha disminuido, aun cuando siga siendo formidable – el primero entre muchos. Así como con una burbuja de activos, aun cuando no podemos prever cuándo va a terminar la *Pax Americana*, podemos predecir que pasará. Y por “terminar” me refiero a una forma simbólica, por supuesto, dado que suele haber un rezago entre las observaciones obvias y superficiales, y las corrientes que las produjeron.

Los sistemas políticos multipolares son más volátiles que los unipolares o los bipolares. Por lo tanto, deberíamos esperar un mayor riesgo geopolítico global mientras ocurre este cambio. Pero en caso de que alguien considere que esta situación debería llevarle a esconderse en un búnker de riesgo, la historia nos dice lo contrario. Durante la Segunda Guerra Mundial, desde el día del ataque japonés a Pearl Harbor hasta la rendición de Tokio en agosto de 1945, el S&P 500 generó un retorno de 61.5% durante ese periodo (13.75% anualizado). Mirando ahora el panorama europeo, si se midiera desde la invasión a Polonia por parte de la Alemania Nazi hasta su colapso, el índice tuvo un retorno de 32% (5% anualizado). Si estamos entrando a un nuevo equilibrio de una “Segunda Guerra Fría” con una reorganización de Occidente, el eje euroasiático de Rusia y China, y el resto del mundo entre los dos polos, la historia también nos provee una visión valiosa. Durante la Guerra Fría, definida de forma amplia como el periodo entre 1947 y 1991, el S&P 500 aumentó más de 2,700% (7.70% anualizado) a pesar de que suficientes misiles nucleares estadounidenses y soviéticos se apuntaron entre sí para aniquilar a la humanidad en varias ocasiones, en conjunto con varios conflictos “calientes” en el camino. Mi punto no es sugerir que los participantes del mercado ignoren el riesgo geopolítico. Por el contrario, esto tendrá conse-

— “El riesgo geopolítico genera volatilidad en un principio, y luego crea oportunidades, una vez se ha establecido un nuevo equilibrio.”

cuencias directas en las decisiones de inversión a las que nos referiremos en breve. La base del argumento es que el riesgo geopolítico genera volatilidad en un principio, y luego crea oportunidades, una vez se ha establecido un nuevo equilibrio.

Como gestores de activos e inversionistas, debemos ser inteligentes, no temerosos. La separación y la desglobalización, una tendencia que creemos comenzó en 2008 pero se ha acelerado desde entonces, conllevará a una menor productividad con mayores costos de insumos y un mayor riesgo geopolítico. Pero mientras los seres humanos sigan habitando este planeta y continúen teniendo comportamientos muy humanos como procrear, innovar, producir, e invertir, el crecimiento económico seguramente llegará. Ciertamente, algunos mercados y activos tendrán un mejor desempeño que otros. Es nuestra tarea identificarlos tempranamente para poder obtener un rendimiento financiero.

El comienzo del fin de Bretton Woods implica la desdolarización

Como mencioné anteriormente, creemos que la globalización alcanzó su pico en 2008 y que ha ido disminuyendo desde la Gran Recesión. Además, los dos últimos eventos globales – la pandemia y la invasión rusa de Ucrania – han acelerado esta tendencia al exacerbar las preocupaciones de credibilidad de los

políticos al lidiar con actores estatales poco amigables. Ya sea que se manifiesten como una escasez de tapabocas hechos en China en Estados Unidos, o Rusia reteniendo sus exportaciones de gas mientras invade territorio europeo, estos problemas están obligando a los gobiernos occidentales a reevaluar los beneficios de la hiperglobalización que ocurrió durante la *Pax Americana*. En otras palabras, se están dando cuenta de que la eficiencia de las cadenas de suministro globales puede no verse compensada por la seguridad y la estabilidad. En general, la redundancia y la confiabilidad de los insumos pueden compensar el costo para los consumidores de precios más altos. Manteniendo todo constante, la globalización es una fuerza deflacionaria, mientras que la desglobalización es una fuerza inflacionaria.

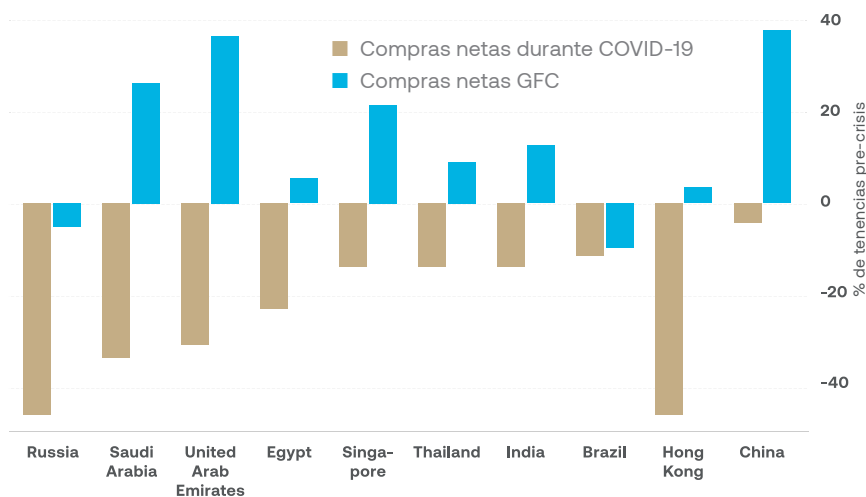
que es el dólar como moneda de reserva. Como se observa en este gráfico, y a diferencia de la Gran Recesión, varios bancos centrales del mundo fueron vendedores netos de Tesoros estadounidenses durante la pandemia del Covid-19. Este desprecio por los tesoros no estuvo limitado a enemigos como Rusia, sino que se extendió a aliados cercanos como Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, y Singapur. Tomando un concepto de la Guerra Fría, incluso naciones no-alineadas como Brasil e India vendieron en vez de comprar bonos estadounidenses. En otras palabras, la demanda por dólares se está disminuyendo alrededor del mundo.

Si bien Putin pudo haber cometido un error grave al invadir Ucrania, es posible que él no haya sido el único

Sus dólares ya no tienen valor aquí

Compras de *Treasuries* de “amigos” y “enemigos” durante COVID y la Gran Crisis Financiera

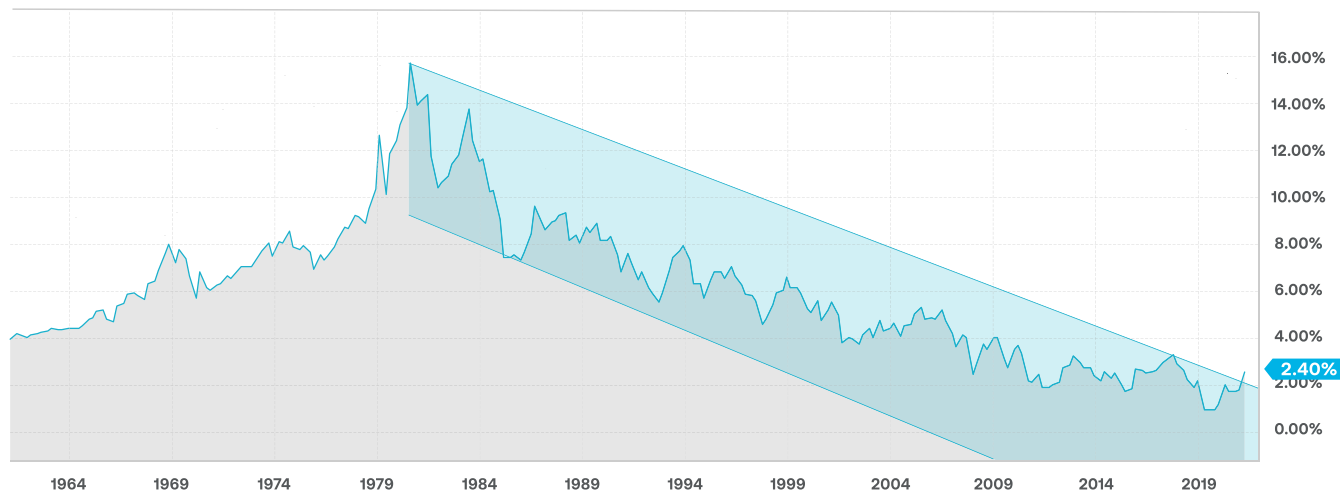
Fuente: Weiss, C.R., (January 28, 2022) “Foreign Demand for US Treasury Securities during the Pandemic” FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System.



Una conclusión de la desglobalización puede ser la desdolarización, o el colapso del sistema de Bretton Woods en el que Estados Unidos estableció los términos del panorama post Segunda Guerra Mundial, al fijar al dólar en el centro del sistema comercial y financiero global. Las preocupaciones que mencioné antes sobre seguridad, estabilidad, y confianza se encuentran latentes alrededor del mundo. Gobiernos no occidentales también están reevaluando sus intercambios. Específicamente, se están cuestionando lo deseable

que cometió un error de juicio, aunque el suyo haya sido más obvio. Sin embargo, los estadounidenses, europeos, y suizos todos han cometido un error político imprudente, aunque sea uno más sutil que no sea aparente durante muchos años. Al congelar las reservas extranjeras del banco central de Rusia, Occidente anunció al resto del mundo que sus dólares, euros, y francos suizos ya no tenían valor. Cuando el dólar se utiliza como un instrumento de política exterior, es lógico esperar maniobras de defensa.

¿Fin del mercado alcista de bonos de los últimos 40 años? El rendimiento de los tesoros a 10 años alcanzó un máximo de 15.84% en 1981 | Fuente: Bloomberg, Insigneo

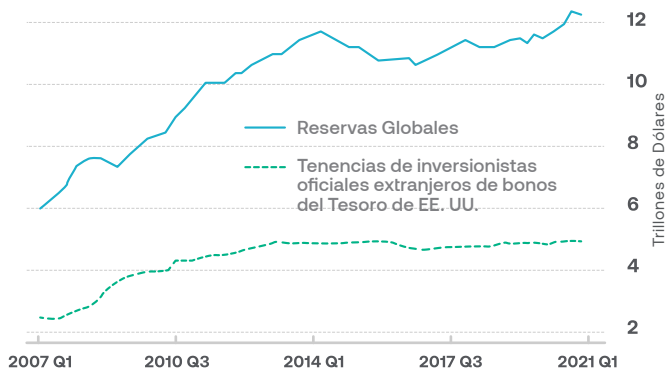


Por supuesto, la réplica de Occidente sería que este tipo de estatus de paria solo está reservado para “agresores” y “enemigos”. Pero en el mundo de la geopolítica, un amigo en una generación puede ser el enemigo en otra. Dos aliados actuales de Estados Unidos fueron nuestros principales enemigos en la Segunda Guerra Mundial: Alemania y Japón. Ochenta años es mucho tiempo, pero los bancos centrales deberían tener una visión a largo plazo al decidir dónde colocar los superávits de sus países. Otro problema que se avecina sobre la demanda de dólares es el deterioro de la posición fiscal de Estados Unidos. El déficit en gasto fiscal de Estados Unidos alcanzó el 25% del PIB debido a la pandemia. En Europa y China, esas cifras fueron mucho más bajas, 15% y 5%, respectivamente. De acuerdo con los pronósticos del FMI, los déficits estructurales en el país se ubicarán en promedio en 4.9% del PIB hasta 2026, versus 2% antes de la pandemia. Con el paso del tiempo, los déficits presupuestales persistentes reducirán los ahorros y harán que la tasa de interés neutral aumente. Una mayor tasa de interés neutral hará que los rendimientos de los bonos aumenten. Aun cuando este movimiento ha sido dramático este año,

— “¿Ha terminado este mercado alcista de los últimos cuarenta años? Creemos que esto es probable y debemos posicionarnos para una reversión de esta tendencia similar a la era Reagan.”

deberíamos ver a los rendimientos aumentando durante los próximos años, estando caracterizados por mayores máximos y mayores mínimos. Nada dura para siempre y las tendencias siempre tienden a revertirse. Este gráfico nos muestra que el rendimiento de los tesoros alcanzó su máximo al principio de la década de los 80s en medio del régimen de Paul Volker para combatir la inflación, y han marcado mínimos desde entonces – menores mínimos y menores máximos. ¿Ha terminado este mercado alcista de los últimos cuarenta años? Creemos que esto es probable y debemos posicionarnos para una reversión de esta tendencia similar a la era Reagan.

El dólar estadounidense se ha estancado como reserva global: Reservas globales de divisas y tenencias de inversionistas oficiales extranjeros de bonos del Tesoro de EE. UU.



Fuente: US Treasury International Capital Data and IMF COFER

Ahora, debo aclarar que no estamos afirmando que el dólar va a perder su lugar como la moneda global de reserva de forma repentina. No es fácil reemplazar la moneda de reserva mundial porque hay una cierta inercia a ese estado como consecuencia de efectos de red positivos. El primer lugar del dólar está basado en la fortaleza de la economía estadounidense, la solidez de sus mercados de capitales, y el hecho de que la mayoría del comercio global aún se negocia en dólares. Tal y como lo demuestra este gráfico, el nivel de las reservas en dólares se ha mantenido estable durante los últimos cinco años. De hecho, más del 60% de todas las reservas bancarias extranjeras y el 40% de la deuda mundial están denominadas en dólares. Pero el motivo más importante es que aún no hay otra alternativa. La Unión Europea es como Estados Unidos en términos del tamaño de su economía y la solidez de sus mercados financieros, pero el Continente tiene muchos impedimentos estructurales para lograr el estatus de moneda de reserva, principalmente la falta tanto de una unión fiscal como de un poder militar. Reino Unido y Suiza son muy pequeños como porcentaje del PIB global como para considerar a la libra o al franco como alternativas. El yuan chino es un candidato obvio, pero China también cuenta con problemas, tales como que China

— “ De hecho, más del 60% de todas las reservas bancarias extranjeras y el 40% de la deuda mundial están denominadas en dólares. Pero el motivo más importante es que aún no hay otra alternativa.”

mantiene una cuenta de capitales cerrada y que el yuan no es negociado libremente. De hecho, el yuan solo representa el 2% de las reservas mundiales de divisas, a pesar de que China es casi la cuarta parte del PIB mundial. No es sorprendente leer noticias de que los saudíes están negociando con China para definir compras de petróleo en yuanes, y que los rusos estén aceptándolo como medio de pago para sus exportaciones de energía hoy como una forma de evitar sanciones de Occidente. Sí, podría ser prematuro señalar la desaparición del dólar, ya que todavía no seguirá los pasos del áureo romano, el real español, o la libra esterlina hasta que el poder de Estados Unidos disminuya significativamente con respecto a los niveles actuales, y esto no es probable que ocurra pronto.

Pero podríamos ver una situación donde el nivel de reservas en dólares sea equivalente a la realidad geopolítica que mencionamos antes – la primera entre muchas – donde la demanda marginal por dólares se reduce mientras que los bancos centrales continúan asignando menos de sus superávits en Tesoros. En ese sentido, el desarrollo más importante de las últimas semanas puede no haber sido una Segunda Guerra Fría, sino la primera etapa del declive de la hegemonía del dólar.

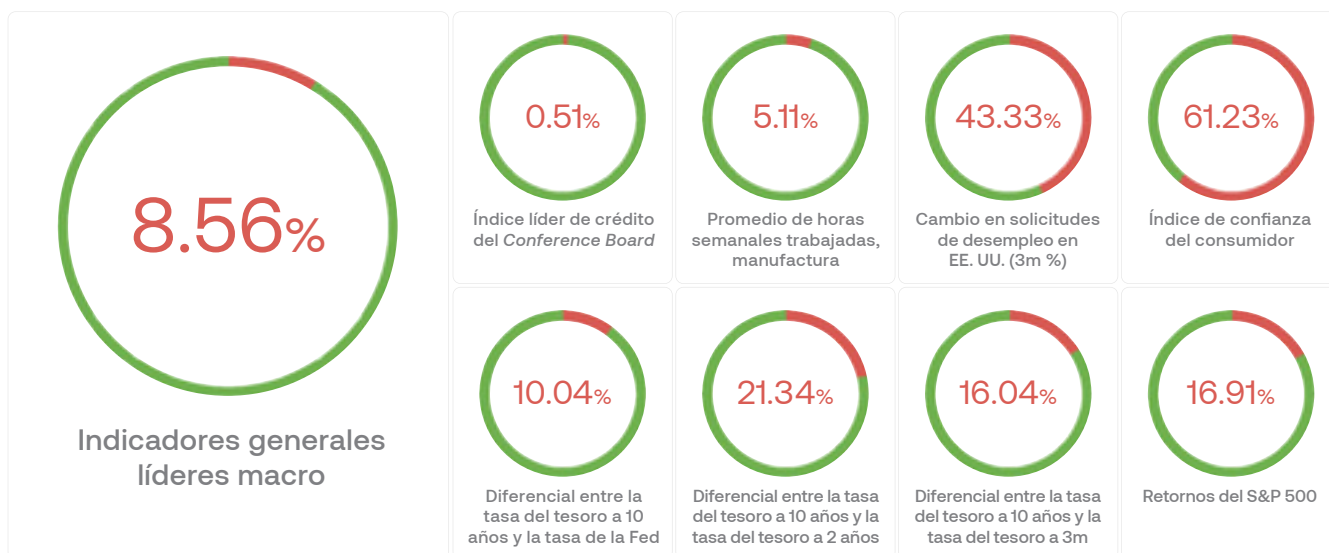
Si esta tesis es cierta, las tasas en Estados Unidos van a tener que subir para atraer a más compradores, a medida que lucen más baratos. La burbuja de activos más probable, entonces, no está en el mercado de acciones, sino en el mercado de bonos soberanos, donde los rendimientos reales siguen siendo negativos a pesar de la reciente venta masiva. A medida que las tasas de interés aumenten, los inversionistas van a querer tener activos reales: propiedades en arriendo, empresas con altos dividendos, terrenos, productos básicos agrícolas y metales industriales. Sectores de la economía “antiguos” como la industria, energía (tanto hidrocarburos como renovables), minería, y servicios públicos. A medida que los bancos centrales del mundo compran y repatrian todo el oro que pueden, los inversionistas tampoco van a querer interferir en esa tendencia. El metal precioso tiene el valor adicional de ser una protección geopolítica atractiva y un activo de mejor rendimiento durante los periodos de mayor inflación y bajo crecimiento. Tener bonos del gobierno chino también es una opción atractiva dado que, en nuestra opinión, sigue siendo el mercado de bonos

más atractivo del mundo. Entre más comercio y reservas se den en yuanes, debería mantenerlos bien demandados y con un carry atractivo. Imagínense si los flujos hacia ese mercado si las reservas globales aumentarán del 2% actual a 5% o incluso 10%. Estos niveles parecen conservadores en un mundo donde Estados Unidos ha convertido al dólar en un arma, y otros países han tomado nota.

Perspectiva macroeconómica global y de mercado

La invasión rusa a Ucrania ha impactado las perspectivas de varias partes del mundo. La caída de las exportaciones rusas y ucranianas y los efectos en las cadenas de suministro, exacerbadas por la nueva lucha de China con el Covid, aumentarán los riesgos de que las presiones inflacionarias se vuelvan aún más permanentes. Además, las perspectivas de crecimiento se han

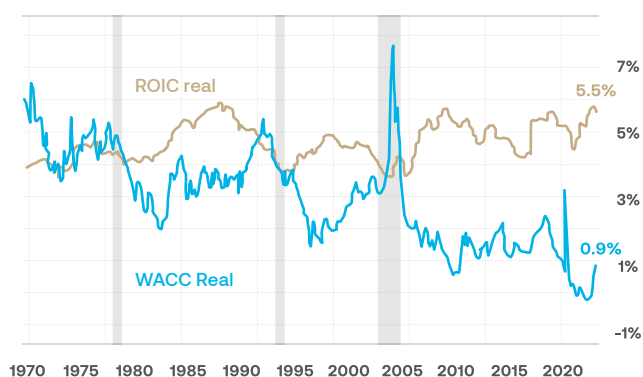
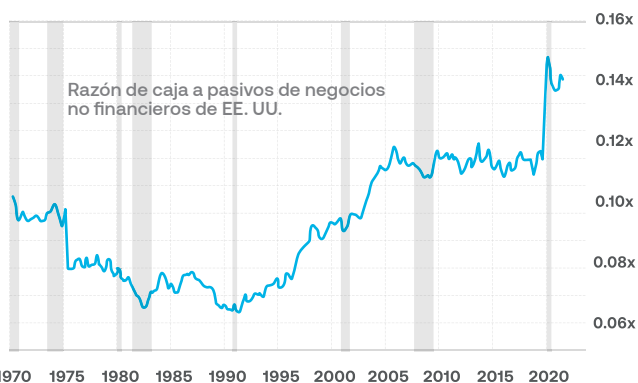
Indicador de recesión Insigneo-Forefront: Medidas de confianza son preocupantes; en general, la probabilidad de una recesión en EE. UU. en los próximos seis meses aún es baja | Fuente: BCA research



reducido, aunque este impacto no se va a distribuir de manera uniforme en todo el mundo. En Estados Unidos, con respecto a la inflación, la situación es bastante preocupante, ya que la economía ya se estaba recalentando dados los extraordinarios niveles de estímulo fiscal de la pandemia, y el mayor crecimiento de la oferta monetaria dada la política monetaria ultra acomodativa. Si las tasas de interés reales se mantienen en sus niveles actuales durante el resto del año, entonces los niveles de inflación de 4% o 5% podrían ser más difíciles de combatir. No obstante, seguimos siendo cautelosamente optimistas de que la expansión económica de Estados Unidos se sostendrá, incluso si se llega a ver debilitada por los shocks actuales. Nuestro indicador de recesión (página 8), que predice la probabilidad de una recesión en

empresas, junto con políticas más estrictas – aunque aún favorables– y una demanda acumulada, una recesión en Estados Unidos todavía no está a la vuelta de la esquina. Hemos discutido el estado optimista de las hojas de balance privadas en Estados Unidos durante bastante tiempo, pero el siguiente gráfico también revela que las compañías estadounidenses podrán absorber mayores costos de endeudamiento como consecuencia del aumento en las tasas de interés. La razón de efectivo a pasivos es mayor de lo que ha sido desde 1970, y el retorno real en el capital invertido todavía se encuentra por encima del costo ponderado del capital. Esto significa que las compañías tienen el espacio en sus balances generales para financiar sus necesidades de capital interna o externamente.

Las compañías podrían financiarse internamente, o externamente de manera rentable | Fuente: Gavekal



Estados Unidos en un plazo de seis meses, se ubica apenas en 8.56%, muy por debajo del nivel que detonaría una reducción del riesgo, pero más alto que durante el trimestre pasado. Tal y como lo sugieren los componentes del indicador, las variables relacionadas con la confianza del consumidor muestran advertencias, los indicadores del mercado muestran cierta cautela, pero los demás insumos son relativamente benignos. Esto concuerda con nuestra evaluación cualitativa de la economía estadounidense que, dada la salud de los balances de los hogares y las

— “ Las compañías estadounidenses podrán absorber mayores costos de endeudamiento como consecuencia del aumento en las tasas de interés.”

Los riesgos de ver una estanflación como la de 1970 han aumentado, pero no son nuestro escenario base. El mercado actualmente descuenta 200pbs adicionales de subidas de tasa de la Fed, con una tasa de 2.5% a final de año. En este punto, la Fed tendría que implementar una postura más agresiva para generar una sorpresa hawkish en los mercados. En nuestra perspectiva, la Fed tendría que endurecer su política monetaria en línea con las expectativas actuales del mercado, o por lo menos no desviarse lo suficiente del camino actual como para causar una disrupción en el mercado. Por lo tanto, las acciones estadounidenses deberían todavía generar un retorno real positivo de ahora hasta final de año, con las acciones value teniendo un mejor comportamiento que las growth. Hemos revisado a la baja nuestros rangos objetivo para el S&P500 desde 5000-5100 hasta 4700-4900, lo que aún está en línea con nuestra expectativa de diciembre de retornos de un solo dígito en la renta variable americana, incluso si este se ubica en la parte baja del rango. Para los tesoros a diez años, aun cuando desconfiamos del reciente sell-off y somos más neutrales desde el punto de vista táctico, todavía esperamos que termine el año ligeramente más arriba, estimando un rango de 2.55%-2.85% frente al 2.00%-2.25% de principio de año. Estos cambios reflejan el camino más agresivo de política monetaria en Estados Unidos como consecuencia del impacto inflacionario de la guerra en Ucrania. Vale la pena resaltar que la mayoría de los mercados de bonos fuera de China están encaminados hacia su peor año desde 1994. En vez de actuar como protección para los portafolios balanceados, estos han aumentado dramáticamente la volatilidad y las pérdidas.

La siguiente tabla resume nuestras proyecciones de crecimiento por región y globales, luego de la invasión. Como pueden observar, la mayor revisión ocurrió en Europa que, evidentemente, es la más impactada por las disrupciones de la guerra, especialmente por su sensibilidad a los mayores costos de la energía.

Cambios en pronósticos de crecimiento*

REGIÓN	ESTIMADO PRE-INVASIÓN	ESTIMADO ACTUAL
EE.UU.	3.25%	2.90%
China	5.00%	4.40%
UE	4.25%	3.10%
Japón	3.50%	2.75%
Mundial	4.25%	3.70%

Fuente: Insigneo | *Supuestos: Conflicto military se mantiene dentro del territorio ucraniano; petróleo y gas ruso continúan fluyendo hacia Europa

Por favor tengan en cuenta que estas estimaciones están construidas bajo dos supuestos principales. Primero, que la guerra no sobrepasa los límites territoriales de Ucrania, y que no se escale a un conflicto que involucre a la OTAN. Segundo, asumimos que los flujos de petróleo y gas ruso hacia Europa se mantienen. Si alguno de estos supuestos dejara de ser cierto, probablemente desataría una recesión severa no solo en Europa, sino a nivel global. Sin embargo, no es nuestro escenario base, y las últimas semanas del conflicto han reafirmado nuestra convicción detrás de dichos supuestos.

La situación en China es mixta, con datos de actividad sólidos y un potencial apoyo en política que se ven compensados con riesgos a la baja consecuencia de la pandemia. Contrario a otros países, China puede permitirse el mantener su ciclo expansivo, dado que el país se enfrenta a menores presiones inflacionarias. Nuestro mayor error este año ha sido nuestra visión táctica en acciones chinas. Sin embargo, y a pesar de su difícil comienzo de año, creemos que la renta variable china podría ofrecer una oportunidad de inversión atractiva para el resto del año, si el apoyo político se alinea con la retórica de Beijing. También confiamos en que China podrá evitar las sanciones de Estados Unidos y la Unión Europea, dado que

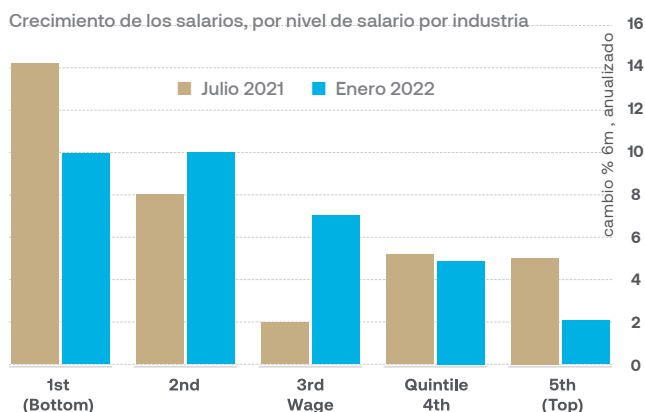
— “La mayor fuente de incertidumbre, en nuestro punto de vista, son las mayores presiones salariales en el mercado laboral estadounidense, que harían que la Fed se vuelva más hawkish que lo que espera el mercado.”

mantendrá un equilibrio entre estas y Rusia. Los medios occidentales han exagerado el alcance de las sanciones contra Rusia, ya que estas han sido impuestas en su mayoría por aliados cercanos de Estados Unidos. India, por ejemplo, mantiene su relación de comercio con Rusia. Además, cabe resaltar que, en el pasado, China ha cumplido con las sanciones impuestas por Estados Unidos a sus propias compañías – como es el caso de Huawei – para no perder acceso a los mercados de capitales occidentales. Las consideraciones económicas juegan un papel más importante en la planificación estratégica china que en su vecino del norte. Con el Congreso del Partido iniciando en octubre, en donde Xi Jinping comenzará un nuevo mandato de 5 años sin precedentes, crearemos en su palabra de que la “estabilidad” es lo que más desean este año. No obstante, en el largo plazo creemos que la tesis de inversión de tener acciones chinas se ha reducido, ya que consideramos que la pausa en la actividad regulatoria este año es un respiro y no un cambio permanente. El alto riesgo regulatorio y el tema de la “prosperidad común” hacen que el país sea menos atractivo en una base ajustada por riesgo. Adicionalmente, el acercamiento de China a Rusia significa que sus mercados podrían tener una prima de riesgo geopolítica más alta en el futuro.

Riesgos al escenario base

¿Cuáles son los mayores riesgos a nuestra perspectiva? ¿Las incógnitas conocidas? La mayor fuente de incertidumbre, en nuestro punto de vista, son las

Presiones salariales parecieran ser más generales



Fuente: Goldman Sachs

mayores presiones salariales en el mercado laboral estadounidense, que harían que la Fed se vuelva más hawkish que lo que espera el mercado. Estados Unidos se enfrenta a este riesgo porque ya está operando a pleno empleo con una economía recalentada. Como lo muestra el gráfico de arriba, desde el verano pasado las presiones salariales ahora se han extendido más allá de los sectores de más bajos ingresos del mercado laboral, y han alcanzado los ingresos medios. Aquí se observa que los salarios en el segundo y tercer quintil se han acelerado desde sus niveles de julio del año pasado. Dado que los salarios de esta parte de la distribución son más rígidos, se aumenta el riesgo de una espiral de precios salariales en Estados Unidos.

A continuación, están las fuentes de riesgo geopolítico. Ya hemos discutido las dificultades potenciales en torno a la invasión rusa, y estas deben ser monitoreadas diligentemente por su alto impacto.

Pero existen incógnitas adicionales provenientes del Medio Oriente que, hasta ahora, se han mantenido por fuera de los titulares. El potencial acuerdo nuclear iraní está ejerciendo presión sobre Israel y algunos de los estados árabes del Golfo. Por ejemplo, representantes de Israel e Irán han participado en avanzadas militares de bajo nivel. Existe el riesgo de más disrupciones al petróleo si estos enfrentamientos se intensifican.

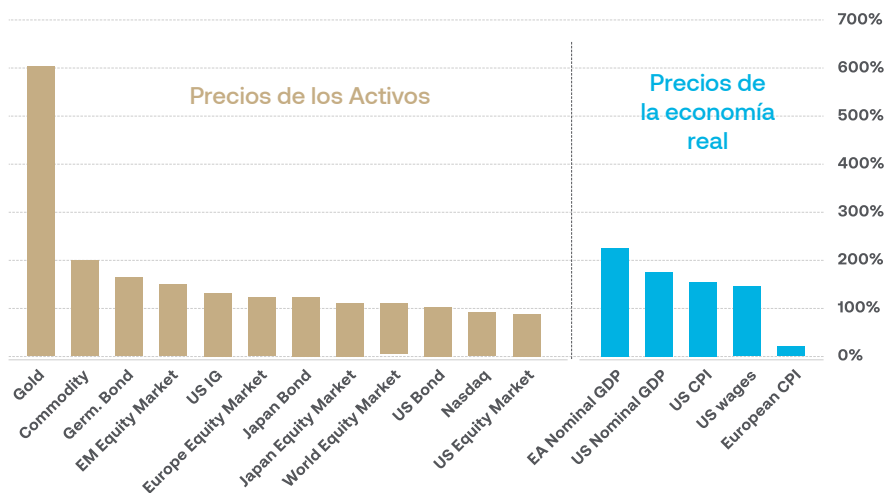
Cambios en la asignación de activos

En general, estamos reduciendo nuestra exposición a los activos vulnerables a mayores tasas. Lo que viene es un resumen de algunos de los cambios que hemos hecho a nuestros portafolios modelos y a nuestra asignación de activos. Dado el reciente rally en acciones europeas y los mayores riesgos de crecimiento para Europa provenientes del conflicto, incluyendo la posibilidad de una recesión leve en el Continente, estamos reduciendo nuestra exposición táctica en la región desde sobreponderar hasta neutral. Dentro de Estados Unidos, seguimos asignando recursos hacia Value desde Growth, reduciendo el beta de nuestros activos, e invirtiendo en sectores más defensivos, tales como acciones con altos dividendos.

Mantenemos nuestra subponderación en los bonos soberanos de los mercados desarrollados y en renta fija de larga duración. En corporativos, estamos reduciendo tácticamente nuestra posición en deuda high yield estadounidense desde sobreponderar hasta neutral, aumentando nuestra posición en bonos de mercados emergentes desde subponderar hasta neutral, y aumentando nuestra tenencia de bonos chinos grado de inversión.

Dados los mayores riesgos de estanflación, estamos aumentando nuestra posición en activos relacionados con la inflación al abrir una posición en activos estadounidenses con un alto retorno, una posición en propiedad raíz estadounidense, y aumentamos nuestras inversiones indexadas a materias primas. Es relevante tener en cuenta cómo se han comportado los diferentes tipos de activos durante la última era de bajo crecimiento y alta inflación, en caso de que se dé este escenario. Este gráfico nos muestra los retornos de los precios desde 1972 hasta 1983, un período en el que las tasas de interés en EE.UU. eran altas y estaban subiendo, el crecimiento era anémico, y las expectativas de inflación eran muy elevadas. En este contexto, el oro y las materias primas fueron los activos de mejor rendimiento por casi una década.

Precios de los activos y retornos económicos desde 1973 a 1983



Fuente: Goldman Sachs



Melissa Ochoa Cárdenas

Estratega de Inversión
Insigneo Financial Group

América Latina, materias primas, y los gigantes del petróleo

A pesar del contexto global retador, Latinoamérica ha sido una de las regiones con el mejor desempeño, dada la importancia de las materias primas dentro de sus economías.

Aunque la mayoría de los países exportadores de materias primas se han beneficiado de este panorama, este beneficio ha sido más obvio en aquellos que pueden ser sustitutos de las exportaciones rusas y ucranianas. Dentro de la región, los países que deberían aprovechar los mayores precios del petróleo son México, Brasil, Argentina y Colombia, aunque los dos primeros cuentan con economías más diversificadas. En el caso de Argentina, esta reportó su mayor producción petrolera desde final de 2011, impulsada

principalmente por la producción de petróleo de esquisto, o shale oil. Finalmente, Colombia debería ver mayores ingresos fiscales provenientes de Ecopetrol, aunque se enfrenta a riesgos políticos por las próximas elecciones.

Otro sector que se debería beneficiar es la agricultura, aunque esto implica un riesgo binario para la región. Algunos países, como México y Brasil, son exportadores netos, pero también necesitan importar fertilizantes y otros insumos para sus cosechas. De manera significativa, gran parte de estos nutrientes proviene de Rusia y Bielorrusia, lo que los expone a las interrupciones en las cadenas de suministro.

Petrobras

La compañía brasileña reportó un cierre de 2021 relativamente positivo, con ingresos por encima de lo esperado, pero con un EBITDA que estuvo por debajo de las expectativas como consecuencia de mayores costos del gas y la electricidad. Las ventas estuvieron impulsadas principalmente por los mayores precios, con la compañía compensando los menores volúmenes de exportación y las ventas en el mercado local. Se resalta la reducción en el apalancamiento neto, que alcanzó un nuevo mínimo con el indicador de deuda neta/EBITDA ubicándose en 1.0x en 2021.

La tendencia de mayores pagos de impuestos podría revertirse, dada la aprobación de una nueva ley que incluye alivios tributarios justo después de que Petrobras anunciara un aumento en el precio de la gasolina, diésel, y gas. Por otro lado, el Senado también aprobó la creación de un mecanismo para suavizar los precios que establece bandas de precios, así como el establecimiento de un fondo llamado Cuenta de Estabilización de Precios.

Pemex

La perspectiva para Pemex es muy diferente. El gobierno mexicano está apuntando a alcanzar la

autosuficiencia petrolera para 2023, y esto afecta directamente a la compañía.

Pemex reportó resultados neutrales en el 4T21, donde los datos favorables de ingresos fueron contrarrestados por los aumentos en los costos de importación. Los datos de exportación de crudo tuvieron un descenso en términos anuales, dado que Pemex está dejando de exportar petróleo y, en cambio, se está enfocando en su negocio de refinación. Lo anterior, plantea una perspectiva retadora para la compañía, dado que su margen de refinación ha estado cayendo por los mayores precios del petróleo. Esto hace que sea más complicado alcanzar las necesidades de refinación de la compañía, partiendo de los niveles actuales de producción.

Resulta preocupante el hecho de que el perfil de deuda de la compañía se mantiene alto, y que su flujo de caja libre volvió a ser negativo después de haberse recuperado en el 3T21. Probablemente, Pemex va a necesitar ayuda adicional del gobierno para poder operar. Aun cuando se observó una caída de su ratio de deuda neta/EBITDA durante el trimestre pasado, esto fue consecuencia de una operación de manejo de deuda hecha al final de 2021. Cabe resaltar que Pemex deberá honrar pagos de deuda por ~USD 2.6bn y ~USD 4bn en 2022 y 2023, respectivamente, lo que hace que el apoyo del gobierno sea crucial para que la compañía pueda honrar sus obligaciones.

Ecopetrol

Ecopetrol reportó resultados positivos para el 4T21, con un EBITDA mayor de lo esperado y sorpresas positivas provenientes desde el frente operacional y financiero, así como una recuperación en la producción. Por otro lado, también se observó una recuperación en el flujo de caja, mientras que el balance se recuperó por impactos positivos de la tasa de cambio.

— “Dentro de la región, los países que deberían aprovechar los mayores precios del petróleo son México, Brasil, Argentina y Colombia”

Antes de publicar sus resultados trimestrales, Ecopetrol presentó su estrategia de largo plazo y su plan de negocio, denominado “Ecopetrol 2040”. El cual anticipa inversiones alrededor de USD 5.2bn y 6.0bn anuales, con miras a alcanzar sus metas de sostenibilidad.

Sin embargo, la perspectiva para Ecopetrol parece retadora, si se tiene en cuenta que Gustavo Petro, el candidato que lidera las encuestas presidenciales, se ha mostrado hostil con el sector de petróleo y gas. En sus propuestas de campaña, Petro anunció que su plan es que Colombia tenga una transición gradual de los hidrocarburos a energías renovables. Esto es un riesgo para Ecopetrol, a pesar de las intenciones de la compañía de ser neutral en carbono para 2050, al tiempo que ha reforzado sus pilares y consideraciones ASG.

En resumen, nuestra visión de la región al tener en cuenta el contexto actual son las siguientes:

El conflicto entre Rusia y Ucrania ha beneficiado algunas de las economías latinoamericanas, y este contexto positivo se ha traducido a los mercados. Los países exportadores de petróleo podrían beneficiarse aún más de este contexto; sin embargo, hay factores idiosincráticos que limitan el alcance de esta ventaja potencial.

Dentro de la región, hay tres compañías petroleras principales que podrían ser las mayores beneficiadas del entorno de altos precios del petróleo.

Cada una tiene tanto ventajas específicas como sus propios retos locales:

Pemex se ve como la compañía menos atractiva, al tener en cuenta el plan de autosuficiencia petrolera de AMLO y el freno de las exportaciones de petróleo mexicanas.

Si los políticos continúan respetando las medidas tomadas por la compañía, Petrobras podría estar a salvo de los ruidos políticos que podrían afectar su desempeño.

Ecopetrol fue la primera compañía de los tres en dar el paso hacia una estrategia de negocio más verde, pero el entorno político en Colombia podría perjudicar esta transición. No obstante,

la importancia de Ecopetrol como una fuente de ingresos para el gobierno podría permitirle mantener una operación relativamente estable.

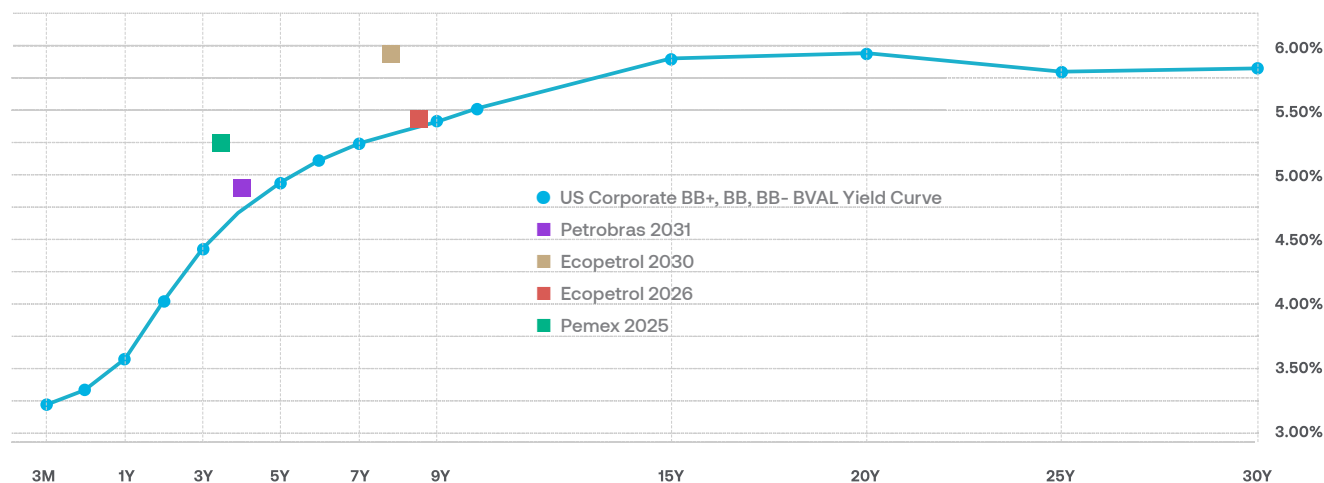
Dado lo anterior, consideramos que los siguientes bonos serían alternativas de inversión atractivas:

- ▮ Ecopetrol 2026
- ▮ Ecopetrol 2030
- ▮ Petrobras 2031
- ▮ Pemex 2025

Sin embargo, cabe resaltar que la recomendación del bono de Pemex es solo para inversionistas con alta tolerancia al riesgo.

Bonos petroleros de Latam tienen espacio de valorización

Fuente: Bloomberg (para 9 de Marzo, 2022)



Capítulo político

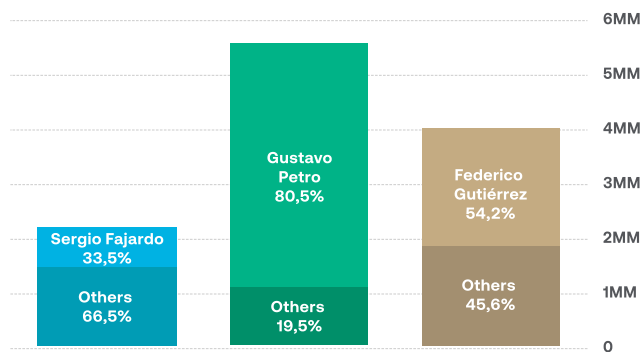
El riesgo político continúa presente en América Latina. Profundicemos ahora en las perspectivas de la región, específicamente para Colombia y Brasil.

Colombia

En primer lugar, hablaremos de Colombia. El 13 de marzo, los colombianos fueron a las urnas para elegir Congreso y los candidatos presidenciales a través de consultas partidistas. Estas elecciones conllevan a un Congreso mixto sin una mayoría definida.

Gustavo Petro consolida su liderazgo, otros líderes se mantienen rezagados

Fuente: Registraduría Nacional del Estado Civil



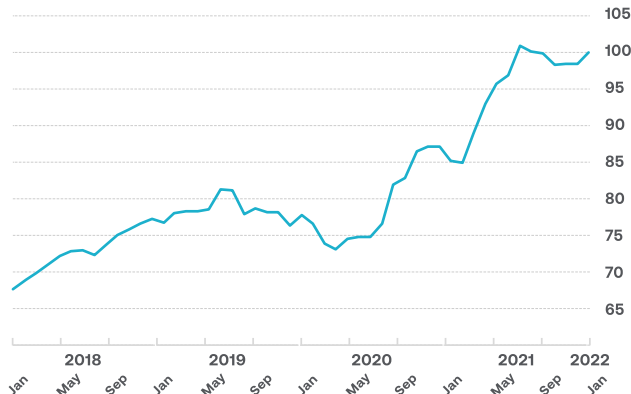
Gustavo Petro emergió como el líder de su consulta, tal y como se puede observar en el gráfico. Por su parte, de la consulta de centroderecha salió elegido Federico Gutiérrez, exalcalde de Medellín, quien se perfila como un posible contendor de Petro para una potencial segunda vuelta. Por su parte, Sergio Fajardo se enfrentará a la tarea de reunir los votos del centro que no están convencidos con las otras opciones.

Incluso si la carrera por la presidencia se ha delimitado, todavía es demasiado pronto para declarar un favorito. Los debates y las futuras alianzas serán cruciales para determinar el resultado del 29 de mayo.

Los inversionistas van a estar monitoreando los diferentes programas de gobierno, en especial las propuestas de Petro en varios sectores cruciales como pensiones, la industria energética, e impuestos. Dado que Colombia nunca ha tenido un gobierno de izquierda, no sería extraño ver salidas de flujos de inversión por parte de inversionistas internacionales. Sin embargo, el mercado parece tener una perspectiva positiva del país, basada en los fundamentales macroeconómicos sólidos y en el carry atractivo que ofrecen sus bonos soberanos. Incluso con Petro liderando las encuestas, los inversionistas extranjeros han seguido

A pesar de la incertidumbre política, a los inversionistas internacionales todavía les gusta la deuda colombiana

Fuente: MinHacienda



incrementando su exposición a deuda pública colombiana. De acuerdo con los últimos datos de MinHacienda, la tenencia de TES por parte de extranjeros se ubicó en COP 100bn, equivalente al 24% del stock, tal y como se puede ver el gráfico superior.

Brasil

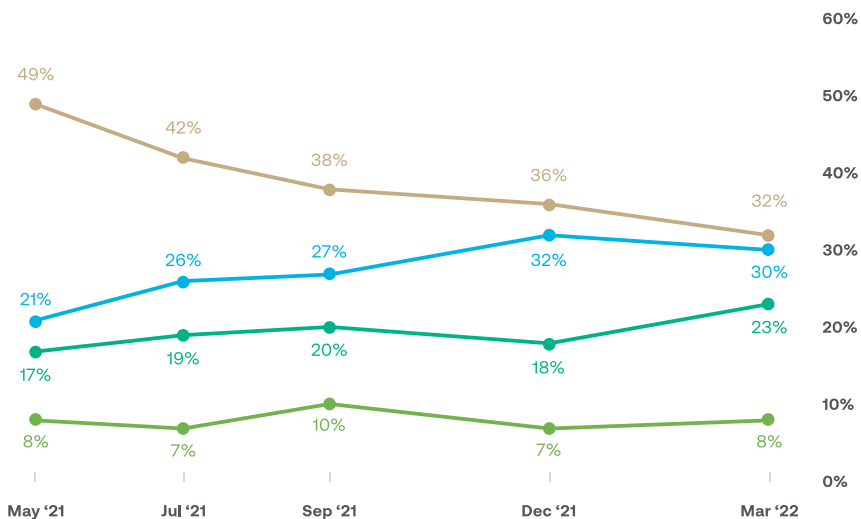
Pasando ahora a Brasil, las elecciones presidenciales están programadas para el 2 de octubre, con los dos principales candidatos surgiendo de los extremos: el actual presidente Jair Bolsonaro, y el expresidente Luiz Inácio Lula da Silva. Los votos de centro serán cruciales, dadas las altas tasas de desfavorabilidad a las que se enfrentan ambos candidatos. De no haber un ganador en primera vuelta, los dos candidatos con la mayor votación pasarán a una segunda vuelta el 30 de octubre.

Para el presidente Bolsonaro, el panorama electoral parece complicado, con su popularidad descendiendo desde hace algunos meses. Entre otros asuntos, Bolsonaro tiene una investigación abierta por la respuesta de su administración a la pandemia. Bolsonaro podría aumentar el gasto social para impulsar sus posibilidades electorales, aunque esto podría resultar

Lula is leading the race, but the gap is narrowing

- Lula
- Bolsonaro
- Blank
- Not Sure

Source: AS/COA. Closing date for the poll was March 23, 2022.



contraproducente, dado el contexto de mayor inflación y menor crecimiento.

Mientras tanto, Bolsonaro ha estado tomando medidas políticas, tales como reemplazar a su ministro de educación, y reemplazar al presidente de Petrobras luego de que la compañía decidiera aumentar los precios de la gasolina.

De acuerdo con los analistas, se espera que Lula

intente posicionarse como un pragmático, lo que podría reducir las preocupaciones sobre su posible victoria. La posibilidad de que Geraldo Alckmin, de centroderecha, sea elegido como su compañero de fórmula podría ayudar a moderar la imagen de Lula entre los conservadores.

Las encuestas actualmente muestran a Lula liderando, aunque los resultados de Bolsonaro han mejorado últimamente, y la brecha entre los dos se ha cerrado.

Análisis por clases de Activos

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



Important Legal disclaimer

Insigneo Securities, LLC (Insigneo or the Firm) is a broker/dealer registered with the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC). Insigneo is affiliated with a U.S.-registered investment advisor, Insigneo Advisory Services, LLC (IAS). Collectively, we refer to Insigneo and IAS, as the Insigneo Financial Group. To learn more about their business, including their conflicts of interest and compensation practices for the Broker-Dealer please go to 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/>).