



La palabra con 'R': ¿Rebote o Recesión? Esa es la cuestión.

Llamada Trimestral 3T | 2022

Transcripción de los comentarios hechos durante nuestra llamada trimestral 3T | 2022

7 de Julio de 2022.

Mientras los mercados lidiaban con la guerra en Ucrania y la postura cada vez más agresiva de los bancos centrales, el segundo trimestre del año resultó ser tan volátil y angustiante para los inversionistas como el primero. Dos de los principales índices accionarios, el MSCI All World Country Index y el S&P 500 entraron brevemente en terreno bajista, registrando pérdidas de -22.5% y -23% a mediados de junio, antes de exhibir pequeños rallies en la segunda mitad del mes.



Ahmed Riesgo

Director de Estrategia de Inversiones
Insigneo Financial Group

Tal y como lo sabrá nuestra audiencia regular, uno de los principios fundamentales de inversión, aunque ciertamente falible, es que los mercados bajistas y las recesiones tienden a superponerse. Es extremadamente raro observar uno sin el otro, tal y como se ve en el siguiente gráfico. Desde la década de los 60s, solo hemos observado un mercado bajista fuera de una recesión en Estados Unidos – el colapso de octubre de 1987. Ya que técnicamente entramos en un mercado bajista a mitad de junio, este gráfico deja entrever que Estados Unidos debería estar en una recesión o en la cúspide de una, si nos basamos en el promedio histórico de rezago entre los mercados y la economía que es de aproximadamente seis meses. No es de extrañar que los estrategas y expertos de mercado que hace seis meses pronosticaban tasas de crecimiento por encima del promedio ahora se encuentren revisando sus proyecciones y objetivos de mercado a la baja. Es cierto que la guerra en Ucrania tomó a muchos, incluidos nosotros, por sorpresa, y que los efectos del conflicto ciertamente están exacerbando estos problemas. Sin embargo, debemos recordar que, hace tan solo seis meses, los mercados

— “Uno de los principios fundamentales de inversión, aunque ciertamente falible, es que **los mercados bajistas y las recesiones tienden a superponerse.**”

estimaban que la Fed no subiría las tasas sino hasta finales de 2024. En ese momento, y sin la guerra inminente, consideramos que esa visión estaba muy desconectada del entorno inflacionario global.

Desde nuestro punto de vista, el mercado era demasiado optimista con respecto a su perspectiva, pero ahora se ha vuelto demasiado pesimista. El péndulo ha oscilado demasiado en la dirección opuesta. Según nuestra experiencia, los mercados rara vez hacen lo que todo el mundo espera que hagan.

Mercados Bajistas y Recesiones tienden a superponerse | Fuente: Bloomberg (al 29 de Junio de 2022)



Cuando el consenso de mercado se vuelve muy extremo en cualquier dirección, los movimientos proyectados rara vez se materializan. Es cierto que el crecimiento se está desacelerando, pero no hemos visto una contracción ni un colapso.

Otro punto curioso es la dicotomía que hemos observado entre el sentimiento de mercado y la actividad. Casi todas las encuestas basadas en sentimiento han retrocedido rápidamente, pero todos los indicadores de actividad y datos en tiempo real se han comportado relativamente bien o han tenido un retroceso modesto. En otras palabras, existe una gran divergencia entre cómo se siente la gente y lo que están haciendo. De hecho, consideramos que precisamente fueron estas encuestas de expectativas de largo plazo de inflación y no la última lectura del IPC lo que llevó a la Fed a adoptar un tono más *hawkish* en su última reunión. Los inversionistas temieron, probablemente al basarse en las declaraciones de la Fed, que la única forma en la que el Banco Central podría reducir la inflación es a través del impulso deflacionario de una recesión. A la Fed pudo haberle preocupado que la percepción de la gente de la inflación en el largo plazo se volviera una profecía autocumplida y prefirió limitarlas tan pronto como fuera posible. En economía, una expectativa adaptativa es un proceso en el cual los agentes forman sus expectativas futuras basándose en experiencias pasadas. Y tanto el sesgo de actualidad como el cognitivo favorecen los eventos recientes por encima de los pasados. Ambas son fuerzas prevalentes y poderosas que la Fed debe tener en cuenta al momento de formular su política. Durante esta conferencia, abordaremos nuestra perspectiva sobre la economía y los mercados, **e intentaremos brindar una hoja de ruta para el tercer trimestre del año. ¿Es más probable una recesión o un rebote?** Tal vez exista una tercera opción – ninguna de las anteriores. Revisaremos estos escenarios y cómo los inversionistas deben posicionarse durante este trimestre y de cara al final del año. Como siempre, también tendremos en cuenta fuerzas

estructurales de más largo plazo presentes en el mundo. Revisaremos nuestra tesis del súper ciclo de materias primas que ha sido positiva para nosotros desde el año pasado, pero que últimamente se ha mostrado más débil. ¿Se ha acabado el ciclo, o es simplemente una oportunidad de compra? Finalmente, concluiremos con algunas tendencias importantes en la demografía global que pueden tener implicaciones en las inversiones durante las próximas décadas.

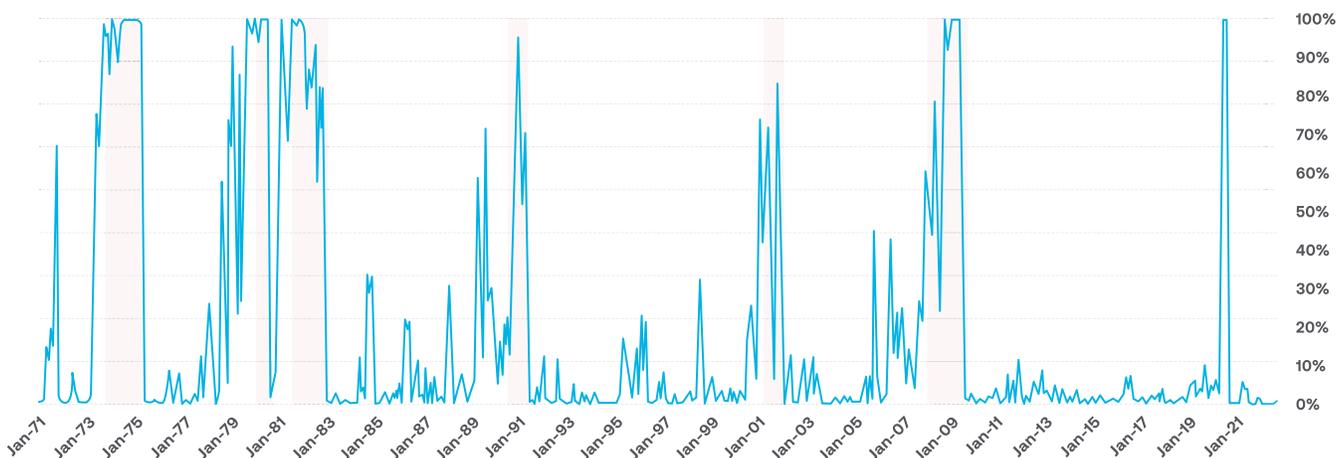
— “Según nuestra experiencia, los mercados rara vez hacen lo que todo el mundo espera que hagan. Cuando el consenso de mercado se vuelve muy extremo en cualquier dirección, los movimientos proyectados rara vez se materializan.”

Perspectiva macroeconómica

Es importante resaltar que no esperamos una recesión en Estados Unidos en los próximos seis meses, teniendo en cuenta en dónde se encuentran actualmente nuestras proyecciones de recesión. Como inversionistas de largo plazo, establecemos nuestra asignación de activos basados sólidamente en fundamentales macro y de mercado. Por lo tanto, confiamos en gran medida en nuestro indicador de recesión que nos proporciona la probabilidad de una recesión en Estados Unidos en los próximos dos trimestres.

Probabilidad de Recesión Estimada Dos Trimestres Adelante Utilizando Indicadores Macro Líderes

Fuente: Insigneo-Forefront Recessionary Indicator, actualizado al 30 de abril y al 31 de mayo para varios indicadores



Como se puede observar en este gráfico, el indicador nos dice que la probabilidad de una recesión aún es baja, manteniéndose por debajo de 10%. El crecimiento en Estados Unidos está retrocediendo debido a la política contractiva de la Fed, y está mostrando señales de estar en la última parte del ciclo económico, tales como la acumulación de inventario. Si esta tendencia continúa, los riesgos de una recesión podrían volverse más significativos a mediados o a finales de 2023. Por ahora, hay muchas razones para ser optimistas, así como para creer que estamos en medio de una desaceleración de mitad de ciclo. La deuda de los hogares es mucho menor hoy de lo que ha sido en décadas recientes, el consumo personal ha sido robusto (principalmente como consecuencia de menores ahorros), el exceso de ahorro todavía se encuentra por encima de los USD 2.5 billones, y el mercado laboral se mantiene firme. Aunque ha habido un leve debilitamiento, el consumidor estadounidense se mantiene boyante gracias a los robustos balances privados que están contrarrestando la reducción de los ingresos reales como consecuencia de una mayor inflación. En el frente corporativo, el gasto en capital debe estar respaldado por unos niveles de caja elevados y un diferencial todavía generoso – aunque

se ha venido cerrando – entre el retorno real de la inversión en capital y el costo promedio ponderado del capital. Sin embargo, también hay muchas razones para estar preocupado. El mercado inmobiliario estadounidense parece vulnerable en este momento y su actividad está cayendo rápidamente, a medida que los costos de la vivienda aumentan, lo que ha hecho que el costo mensual promedio de una vivienda estadounidense sea 50% más costoso que hace apenas un año. Esperamos que los precios del mercado inmobiliario en Estados Unidos se mantengan estables después de varios años de aumentos, así como esperamos caídas en términos absolutos de los precios en los sectores inmobiliarios más vulnerables como Canadá, Australia, Japón, y Nueva Zelanda.

Cabe resaltar que nuestro indicador de recesión incorpora más de 50 series que capturan todas las facetas de la economía estadounidense. La confianza estadística de nuestro modelo a dos trimestres, basándose en datos anteriores, es del 81%. Esto significa que el modelo ha capturado con éxito las recesiones un 80% de las veces desde 1971. No es perfecto, pero la correlación es lo suficientemente alta que no tendría sentido para nosotros afirmar que la

Indicador de Recesión Insigneo – Forefront: aparecen algunos números preocupantes relacionados con la confianza | Fuente: Insigneo-Forefront Recessionary Indicator, actualizado al 30 de abril y al 31 de mayo para varios indicadores



próxima recesión, cuando sea que llegue, va a estar en el 19% que no está siendo capturado por el indicador.

Aunque el indicador aún está lejos del nivel de 40% que nos obligaría a volvernos más “bajistas” desde nuestro posicionamiento actual “neutral”, varios insumos, en particular las variables basadas en el sentimiento y en el mercado, están mostrando señales de alerta. Uno de los aspectos más impresionantes del entorno actual de mercado es la brecha entre el sentimiento y la actividad. Como mencioné antes, esta última se mantiene bastante bien, mientras que el primero se acerca a mínimos históricos. El poder de nuestro indicador radica en agregar cincuenta variables de entrada, lo que mejora significativamente el grado de confianza estadística basado en datos anteriores en vez de depender de señales individuales que tienen capacidades predictivas menores. El indicador nos permite bloquear el ruido, así como generar una señal que sea procesable. En este contexto, la Fed está disminuyendo la demanda a propósito para reducir las presiones de precios.

— “Aunque el indicador aún está lejos del nivel de 40% que nos obligaría a volvernos más ‘bajistas’, varios insumos están **mostrando señales de alerta.**”

El problema de la Fed, frustrantemente, es que este es un shock inflacionario impulsado tanto por la oferta como por la demanda, lo que hace que la probabilidad de que la Fed cometa un error en su política es extremadamente alta. Ciertamente existe un riesgo de que la Fed vaya demasiado lejos y lleve a la economía innecesariamente a una recesión, ya que esperamos que la inflación retroceda por sí sola relativamente pronto. Sin embargo, la probabilidad de que la Fed endurezca más de la cuenta las condiciones financieras ahora es alta. Por lo tanto, aun cuando nuestro modelo nos dice que una recesión no es inminente, hemos incrementado la probabilidad de una recesión

en un horizonte de 12 a 18 meses, dado el aumento de un posible error en la política monetaria. Quisiera aclarar que nuestro escenario base sigue siendo que no tendremos una recesión en Estados Unidos en lo que resta de este año. Deberíamos ver un retroceso en el crecimiento, pero no una contracción, lo que está reflejado en nuestras proyecciones de crecimiento globales actualizadas. Europa nos preocupa, ya que el riesgo de una recesión es elevado en Alemania e Italia, dos naciones que dependen en gran medida de las importaciones de gas natural de Rusia para impulsar sus economías. Rusia ha comenzado a

se está acelerando, no desacelerando como en el resto del mundo, y las políticas monetaria y fiscal están siendo expansivas. El rebote de la economía china en la segunda mitad del año es uno de los motivos por los cuales nos mantenemos optimistas en el crecimiento global durante el segundo semestre. Tal y como lo mencionamos en la llamada trimestral anterior, todavía creemos que las acciones chinas serán el mercado accionario de mejor comportamiento en el mundo durante este año. Nos mantenemos con esa tesis y, de hecho, el reciente rendimiento de China, superior al de la renta variable mundial, refuerza nuestra tesis.

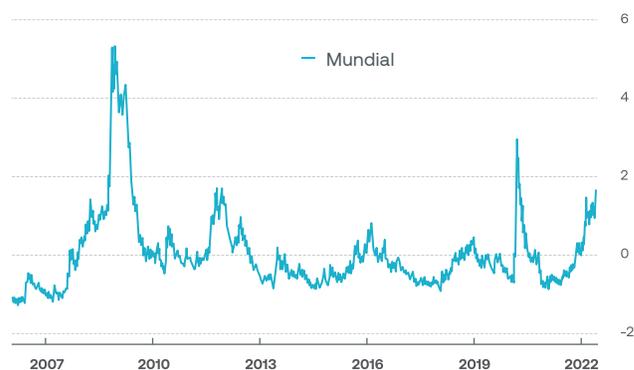
Actualización a Pronósticos de Crecimiento*

REGIÓN	ESTIMADO PREVIO	ESTIMADO ACTUAL
EEUU	2.9%	1.8%
China	4.4%	1.9%
UE	3.1%	1.7%
Japón	2.8%	2.0%
Global	3.7%	3.1%

Fuente: Insigneo | *Supuestos: El conflicto militar se mantiene en territorio ucraniano; flujo de gas ruso continúa hacia Europa.

reducir sus exportaciones a Europa como parte de la guerra económica que está luchando contra la OTAN y Occidente. Por ejemplo, Gazprom, la compañía estatal de gas rusa recortó sus exportaciones a Alemania a través de su gasoducto Nord Stream en un 60% en junio. Si los niveles de inventario de gas llegaran a caer lo suficiente, el país se vería forzado a entrar en un estado de emergencia en el cual los suministros a clientes industriales no estarían protegidos, lo que causaría una recesión severa en Alemania. China, por su parte, se encuentra en su propio ciclo económico y de mercado. La economía

Índice de Condiciones Financieras Globales: De regreso a los niveles de la crisis europea de 2011/12



Fuente: Capital Economics

En el frente inflacionario, vemos a la inflación global cayendo más de la mitad en términos anuales a final de año, mucho más rápido que las expectativas actuales del mercado, en parte porque las condiciones globales financieras ya se han contraído significativamente. De hecho, fuera de los dos shocks de la Crisis Financiera Global de 2008 y la pandemia del Covid-19, las condiciones globales financieras no se habían contraído en esta medida desde la crisis de deuda europea de 2011/2012, donde la supervivencia del Euro y la Unión Europea estaban seriamente en duda. También asumimos que la guerra en Ucrania

va a resultar en un cese al fuego más pronto que tarde, al tiempo que convergen dos realidades: Rusia va a consolidar sus victorias territoriales en la región de Donbas ante el aumento de bajas y un esfuerzo bélico decepcionante, mientras que Ucrania entenderá que no va a poder recuperar su territorio perdido sin una

de forma más rápida de lo que ya está incorporado en los mercados y en la curva de rendimientos. Las expectativas de inflación derivadas del mercado, tales como la inflación implícita a cinco años, han retrocedido significativamente y deberían darle a la Fed el respiro que ha estado buscando.

La inflación Implícita a 5 años está por debajo del rango de 2.25% - 2.50% de la Fed



Fuente: Bloomberg (al 29/06/22)

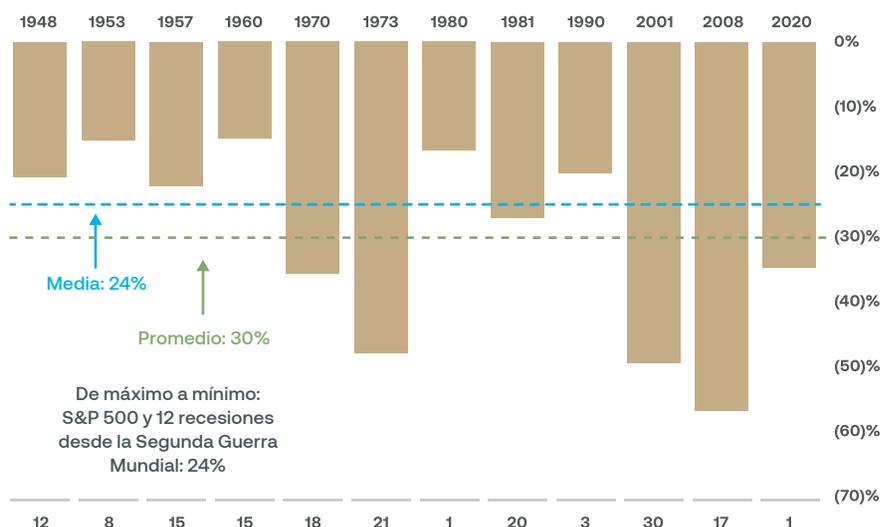
— “Las expectativas de inflación derivadas del mercado, han retrocedido significativamente y deberían darle a la Fed el respiro que ha estado buscando.”

ayuda exterior intensificada que no va a recibir. Por lo tanto, ambas partes van a dejar el conflicto no obteniendo lo que querían, pero con lo suficiente como para mantener las apariencias en casa. Por último, el mercado ya espera que la tasa de la Fed se ubique en 3.5% a final de año. Teniendo todo en cuenta, consideramos que la Fed no va a aumentar su tasa

Perspectiva de Mercado

Si nuestro escenario central se mantiene, entonces los activos financieros podrían exhibir un rally a final de año, aunque esperamos que este se materialice en el último trimestre en vez de en el actual. De ser así, entonces los mercados no tendrían mucho movimiento durante el tercer trimestre, aparte de mantenerse dentro del rango en el que han operado desde principios de junio; el rebote probablemente tendrá que esperar hasta el cuarto trimestre. Por lo tanto, la respuesta a la pregunta que hicimos al principio – ¿recesión o rebote? – es muy probablemente “ninguna”, por lo menos durante los próximos tres meses. Los inversionistas deberían abstenerse de aumentar su exposición a la renta variable hasta que tengamos más claridad con respecto a la trayectoria de la inflación y del crecimiento. Sin embargo, con el

S&P 500 En Recesiones de las Últimas Siete Décadas



Fuente: Goldman Sachs

retroceso de los mercados desde comienzo de año, y la confianza y el posicionamiento en mínimos de varias décadas, el momento de reducir riesgo de los portafolios ya pasó, incluso si una recesión en Estados Unidos es inminente.

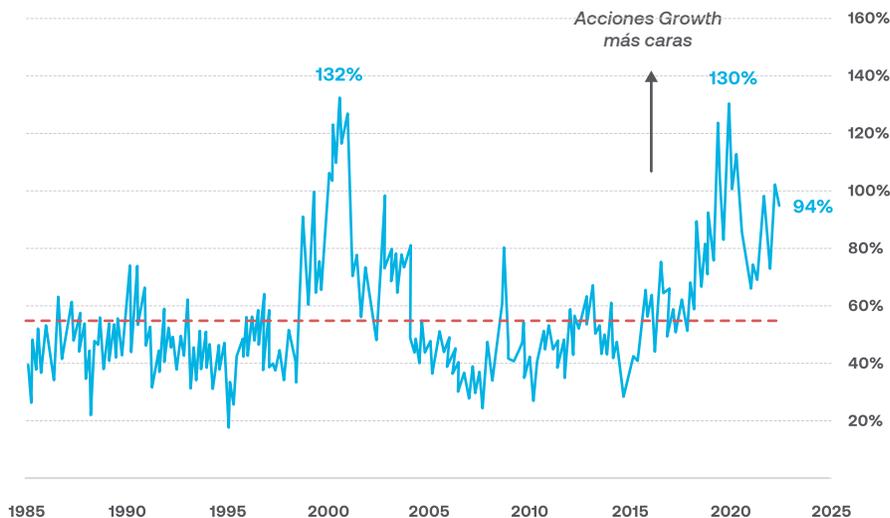
Si estamos equivocados en nuestra tesis de que las presiones inflacionarias se reducirán lo suficiente durante la segunda mitad del año a medida que disminuyan las interrupciones de la pandemia y el consumo de servicios se normalice, entonces es más probable que se materialice una recesión inducida por la Fed en Estados Unidos. En ese momento, la Fed puede decidir que la única manera de volver a controlar la inflación es ocasionando una contracción en el crecimiento económico. Si una recesión ocurre, debería ser leve dado que:

- a) no hay grandes desequilibrios financieros y
- b) esta recesión sería causada a propósito por la política contractiva de la Fed.

En otras palabras, no es probable que esta recesión se parezca a las fuertes contracciones causadas por shocks exógenos como la pandemia o la crisis finan-

ciera, nuestras dos experiencias de recesión más recientes. Si ese es el caso, entonces no tiene sentido reducir volatilidad en los portafolios después de que el mercado ya ha caído en la medida que lo ha hecho. Desde la Segunda Guerra Mundial, hemos visto doce recesiones en Estados Unidos que han coincidido con mercados bajistas. Durante dichos mercados, el S&P se ha contraído, de su mínimo a su máximo, una mediana de 24% y un promedio de 30%. El 17 de junio, el S&P 500 había caído 23.39%. Esto significa que los inversionistas ya han incorporado el 97% de la mediana de las pérdidas que podrían esperar, y el 78% de las pérdidas promedio. Además, una recesión leve, por definición, suele estar por debajo de la media y de la mediana. Por lo tanto, el momento de reducir volatilidad (es decir, de aumentar el efectivo) ha pasado. En este momento le recomendaríamos a los inversionistas más conservadores que mantengan el rumbo durante el tercer trimestre, o por lo menos hasta que haya mayor claridad con respecto al balance entre inflación y crecimiento. Para clientes más agresivos, a saber, aquellos con mayor tolerancia a la volatilidad, este es el momento para empezar a comprar mercados o activos más atractivos.

Growth todavía costoso frente a Value a pesar de las ventas



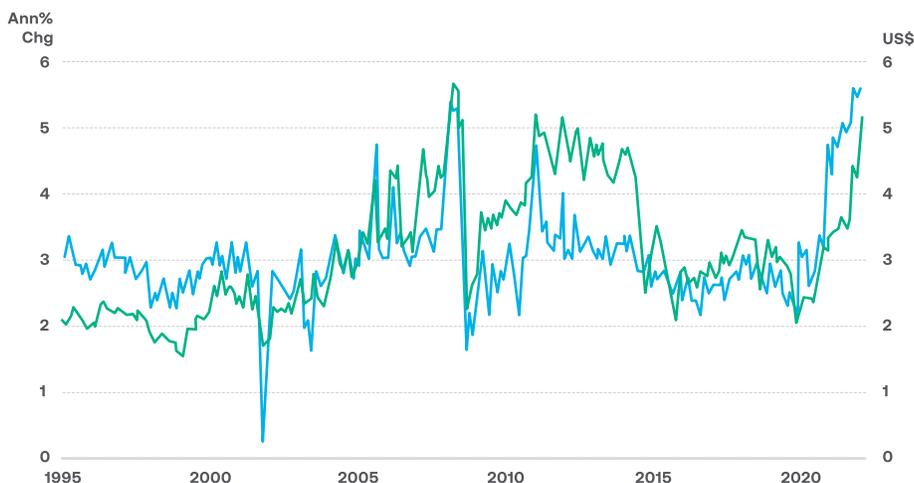
Fuente: Goldman Sachs

Como compañía, estamos manteniendo nuestra asignación de activos neutral por ahora, ya que esta es una posición tan bajista como es posible de acuerdo con nuestro indicador de recesión. Sin embargo, buscaremos aumentar nuestra exposición al riesgo una vez que haya una evidencia clara, desde la perspectiva de la Fed, de que la inflación ha alcanzado su punto máximo y/o que se haya anunciado un cese al fuego en Ucrania. Nuestro rango objetivo para el S&P 500 y el Tesoro a 10 años actualmente son 4200 a 4400 y de 3.0 a 3.5%, respectivamente. En términos de estilo, seguimos considerando que *Growth* se ve costoso

en comparación con *Value*, a pesar de su menor rendimiento en lo corrido del año. Históricamente, *Growth* se negocia en promedio con una prima en su múltiplo de precio/ganancia de 54% versus *Value*. La venta que han exhibido las acciones *Growth* han reducido la prima del 130% a 94%, por lo que todavía está costoso en términos de valor relativo y debería tener más espacio de caída. Vemos dos riesgos significativos para nuestra postura de inversión. En el frente negativo, un gran shock energético geopolítico podría impulsar los precios del petróleo por encima de USD 130 por barril, aumentando las lecturas totales

Las expectativas de Inflación de la UMichigan y los precios de la gasolina están correlacionados

- Universidad de Michigan: Promedio de expectativas de para los próximos 12 meses (LS)
- Real Retail Gasoline Price (RS)



Fuente: BCA Research

de inflación. Los precios de venta al público de la gasolina están altamente correlacionados con las expectativas de inflación de los consumidores. Fue este aumento en dichas expectativas de inflación lo que alarmó a la Fed y ocasionó el aumento de 75pbs el mes pasado. La Fed está preocupada de que los consumidores creen que dicha tendencia va a continuar (recuerden las expectativas adaptativas), por lo tanto, podrían afianzarse aún más y requerir una recesión desinflacionaria para poder derrotarlas. Por lo tanto, un shock negativo del petróleo ahora representa un gran riesgo a la baja. De otro lado, también hay un escenario positivo en el que la inflación medida por el IPC y el PCE retroceden más de lo que la Fed y los mercados esperan. Esto podría ocasionar un cambio a una postura más moderada por parte de la Fed, que a su vez traería una expansión en los múltiplos si las tasas caen significativamente. Consideramos que este escenario es poco probable antes del cuarto trimestre, ya que la Fed ha afirmado anteriormente que necesita ver “varios meses” (es decir, al menos tres) de menores lecturas inflacionarias. Sin embargo, este escenario positivo aumenta hacia final de año, y es por esto que nuestro rango objetivo del S&P 500 es entre 14% y 20% más alto que el mínimo observado el 16 de junio.

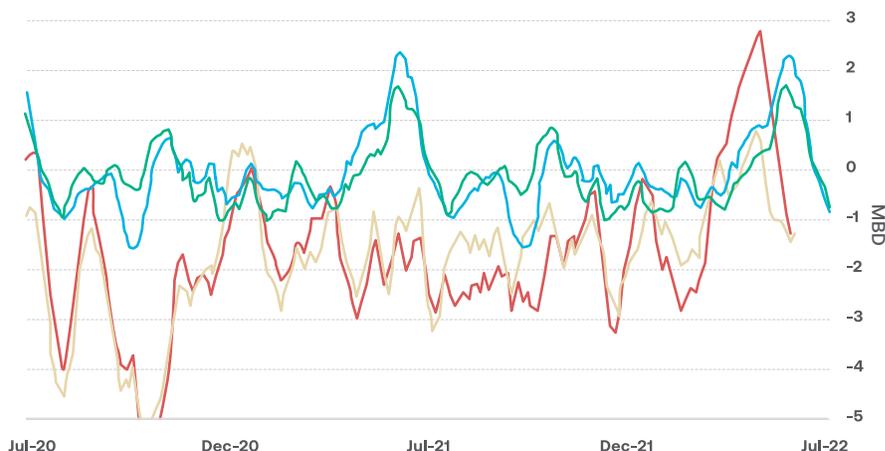
El complejo de las materias primas: la tesis del superciclo aún se mantiene

En nuestra opinión, la reciente debilidad de las materias primas ha sido impulsada por mayores temores de recesión y de un menor crecimiento. Esta se ha concentrado en la demanda, ya que los participantes del mercado esperan que los bancos centrales reduzcan la demanda de petróleo, metales, y otras materias primas en suficiente medida como para que sus precios bajen. Pero nuestra tesis central, que sustenta nuestra visión del superciclo alcista a largo plazo, nunca estuvo basada en la demanda. En cambio, se apoyaba del lado de la oferta. Esta tesis se debía a la baja inversión de las últimas décadas en la capacidad de producción de las compañías productoras de materias primas. Básicamente, hay una falta crónica de oferta luego de una década (antes de 2020) de caídas en los precios. Como podemos observar en este gráfico, solo con la reapertura china luego de los confinamientos en medio de una desaceleración global, los inventarios de petróleo globales están nuevamente en déficit físico y se están agotando. Simplemente, no hay suficiente capacidad productiva

El inventario móvil de cuatro semanas del petróleo vuelve a ser deficitario con China fuera del confinamiento

- Total
- Estacional (17-19)
- Ex China
- Estacional Ex China

Fuente: Goldman Sachs



global de materias primas en los niveles actuales para satisfacer la demanda mundial. Solo los precios más altos, quizás mucho más altos, harán que las curvas de oferta se desplacen al alza y eventualmente ocasionen una caída en los precios. Pero todavía estamos a varios años de que esto ocurra, y la tendencia alcista estructural en los precios de las materias primas apenas comienza. Vemos la reciente debilidad como una compensación de excesos potenciales causada por la guerra, en vez de ser este el fin del ciclo.

Por otro lado, el oro sigue funcionando bien como una protección contra la inflación y el riesgo geopolítico, pero no es tan atractivo como el resto del complejo de materias primas. En otras palabras, no tiene los mismos problemas estructurales de suministro que el cobre o el petróleo. Los precios del oro están prácticamente estables en lo corrido del año, lo que implica que ha tenido un buen comportamiento en medio de toda la turbulencia de mercado. Si un inversionista considera que la inflación no es transitoria, y que la

— “Al final, seguimos viendo tanto a las materias primas como a los activos relacionados con materias primas como un componente generador de retorno dentro de los portafolios, así como una protección valiosa contra la inflación y contra riesgos geopolíticos.”

Por supuesto, si se materializa una recesión, los precios caerán temporalmente. Cuando la economía se encuentra en una recesión por suficiente tiempo, la demanda por materias primas se reduce, y los precios eventualmente caen. No obstante, una recesión solo empeora los problemas de oferta que afectan al complejo. Por lo tanto, esto solo significa que el superciclo se extenderá. Al final, seguimos viendo tanto a las materias primas como a los activos relacionados con materias primas como un componente generador de retorno dentro de los portafolios, así como una protección valiosa contra la inflación y contra riesgos geopolíticos. Particularmente, preferimos los metales industriales (la historia aquí es de oferta y demanda por las energías renovables) y proyectamos que el Brent debería negociarse entre USD 115-120 por barril al final de este año.

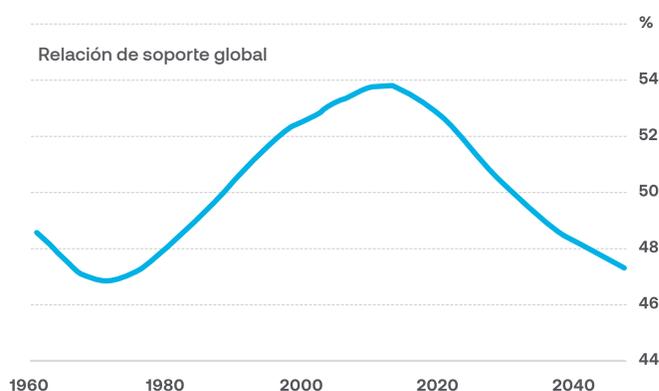
inflación no va a reducirse este año, entonces ciertamente debería sobreponderar este metal precioso en su portafolio como uno de sus principales activos. Nuestra perspectiva es que el oro actualmente se negocia cerca de su valor justo, por lo que mantendremos nuestras posiciones neutrales como una protección inflacionaria y ante riesgos geopolíticos. Si nuestro escenario central es correcto y la inflación alcanza su máximo pronto, el oro debería tener un peor comportamiento que las demás materias primas. No obstante, en el largo plazo, todavía nos parece que el oro es un activo atractivo, ya que consideramos que los bancos centrales van a querer tener más oro del que actualmente tienen en sus reservas, a medida que disminuye la demanda de dólares y que una cantidad cada vez mayor de comercio, especialmente entre China/Rusia y Occidente, se liquidará en oro en lugar de en dólares, euros, o libras esterlinas.

¿Qué pasaría si las tasas de natalidad aumentaran en vez de colapsar?

Es un hecho bien conocido que la pandemia hizo que los nacimientos a nivel global colapsaran y que se mantuvieran en niveles por debajo de los necesarios para estabilizar el crecimiento de la población. También sabemos que el envejecimiento de la población ejerce una gran presión sobre los sistemas de pensiones y de salud, ya que menos trabajadores se ven en la obligación de mantener a más pacientes y pensionados. Este gráfico demuestra que después de haber aumentado consistentemente desde la década de los 80s, la tasa de apoyo global, o la proporción de trabajadores por consumidor, alcanzó su punto máximo hace unos años y se prevé que colapse a niveles no vistos desde la década de los 70s. Las noticias están llenas de predicciones alarmistas del envejecimiento de las poblaciones de Europa, Asia del norte y Norteamérica, junto con sus terribles repercusiones. Después de muchos años de políticas gubernamentales fallidas para aumentar las tasas de fertilidad (por ejemplo, que China eliminara su política del hijo único), existe la sensación entre las autoridades que no hay mucho más que puedan hacer para incentivar a la población a tener más hijos. Estudios han mostrado que, a medida que las personas se retiran, tienden a ahorrar menos y a gastar más. A medida que el total de ahorro mundial disminuye, a su vez ejerce una presión alcista en las tasas de interés de equilibrio reales, así como en los rendimientos de los bonos. Al enfrentarse con este panorama, los gobiernos muy probablemente aumenten su gasto para fomentar la maternidad. Los déficits presupuestales mayores y/o permanentes también agotarán los ahorros nacionales e impulsarán al alza las tasas. Estas consideraciones demográficas han soportado una de nuestras tesis de inversión más recientes, a saber, el final del mercado alcista de bonos de los últimos 40 años. Un corolario importante de esta tesis es que las tasas de interés han comenzado

una tendencia alcista estructural con máximos mayores y máximos menores, aun cuando puedan caer temporalmente durante los periodos de recesión.

Se prevé un colapso de la Tasa de Apoyo Global (trabajadores/consumidores)



Fuente: BCA Research

— “La tasa de apoyo global alcanzó su punto máximo hace unos años y se prevé que colapse a niveles no vistos desde la década de los 70s.”

Pero ¿qué pasaría si las tasas de natalidad aumentaran por sí solas a pesar de la política del gobierno? ¿Qué pasaría si las tasas globales de fertilidad, en vez de seguir cayendo, hubieran tocado fondo y estuvieran a punto de aumentar considerablemente? Un estudio de 2019 de la revista *Evolution and Human Behavior*, realizado por Jason Collins y Lionel Page, sugiere que nuestra modelación de población es incorrecta porque utiliza supuestos de tasas de fertilidad

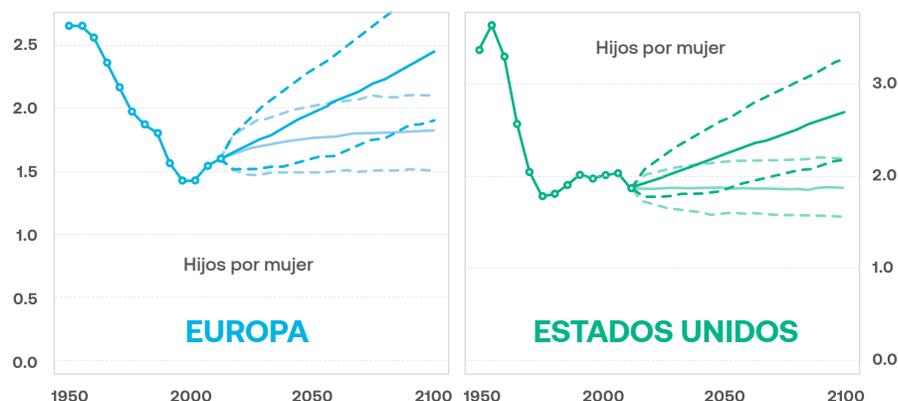
de largo plazo constantes. En su reemplazo, los autores introducen una modelación dinámica que incorpora fertilidad heredable basada en biología evolutiva. En vez de estabilizarse alrededor de un nivel de largo plazo para las naciones desarrolladas, las tasas de fertilidad tienden a aumentar a medida que los hijos de familias más grandes representan una mayor proporción de la población y, en parte, comparten el rasgo de sus padres de tener una mayor descendencia. En otras palabras, tanto la evolución cultural como la genética van a seleccionar a las familias que deseen tener más hijos. Para mayor aclaración, el deseo de tener más hijos es tan heredable como lo es la altura o el coeficiente intelectual. Dado que las fuerzas culturales han reprimido la fertilidad durante los últimos siglos – realmente desde la Revolución Industrial –, una proporción cada vez mayor de personas con una mayor propensión a tener más hijos tendrá hijos. Cuando el entorno cambia rápidamente (desde principios del siglo XIX, por ejemplo) que las estrategias de reproducción se vuelven subóptimas, la selección natural responde rápidamente. Sus resultados sugieren que la población mundial crecerá mucho más rápido de lo que actualmente se espera. En su modelo, sin el efecto de la herencia, la tasa de fertilidad global cae hasta 1.82 al final de este siglo, nivel por debajo del umbral de reemplazo poblacional. Pero una vez se incorporan factores de heredabilidad, la tasa aumenta

a 2.21, muy por encima del umbral. Si lo anterior es cierto, tendría implicaciones masivas en la política global desde el cambio climático hasta patrones migratorios, conflictos globales, e incluso en los asentamientos humanos extraplanetarios. Y tal y como lo demuestra este gráfico, los efectos son más pronunciados en las zonas en donde menos se esperaría: Europa y Norteamérica. Su modelo proyecta que las tasas de fertilidad de Europa y Norteamérica aumentarían hasta 2.46 y 2.67, respectivamente, por encima de los promedios globales y en contra del sentido común, dados los modelos de proyección de población actuales. En un evento reciente, Elon Musk afirmó “si la gente no tiene más hijos, la civilización se derrumbará.” Él está en lo correcto. El progreso, la tecnología, y los efectos de red funcionan mejor cuanto más altas son las variables de “n”: entre más gente, mejor. Pero puede que no tengamos que hacer nada al respecto desde una perspectiva política, ya que las presiones de selección natural podrían estar eliminando a aquellos de nosotros menos inclinados a tener hijos. Como nos lo recordaba el doctor Ian Malcom en Jurassic Park, “la vida encuentra un camino.”.

Ahora, le cedo la palabra a mi colega Melissa Ochoa Cárdenas, quien va a hablar de las inversiones de impacto en América Latina, luego de hacer un breve resumen del panorama de la región.

Procesos de Selección Natural Podrían Aumentar las Tasas de Natalidad si la Fertilidad es Heredable

Fuente: Collins, J., Page, L., “The heritability of fertility makes world population stabilization unlikely in the foreseeable future,” *Evolution and Human Behavior* (2019)





Melissa Ochoa Cárdenas
Estratega de Inversiones
Insigneo Financial Group

El capítulo latinoamericano

La región sigue enfrentándose a un entorno retador, en medio de menores perspectivas de crecimiento y mayores presiones inflacionarias. La incertidumbre política será una variable relevante para varios países durante la segunda mitad del año.

Argentina se enfrenta a un panorama desalentador. El país está al borde de una crisis inflacionaria, mientras persisten las tensiones entre el gobierno y la oposición. Cualquier cambio en la implementación de la política fiscal que se aleje de una postura ortodoxa será perjudicial para el país.

La economía de Brasil se mantuvo sólida, a pesar de una alta inflación y de una política monetaria más contractiva. La política será una fuente de incertidumbre hasta las elecciones presidenciales en octubre. Chile experimentó una contracción en su crecimiento durante el último trimestre, dado que una mayor inflación y mayores tasas de interés afectaron al consumo. La incertidumbre que rodea el destino de la nueva Constitución chilena, y cualquier desarrollo relacionado con ella, seguirá siendo un tema clave para el trimestre.

Colombia mostró un crecimiento sólido en el último trimestre; sin embargo, la inflación aún no retrocede y BanRep podría verse en la obligación de llevar su tasa de política monetaria a terreno más restrictivo. Además, el panorama político se mantiene incierto, con los mercados esperando obtener claridad sobre la reforma tributaria de Petro y sus primeras movidas una vez inicie su mandato.

México pareciera ser el país más estable en términos políticos dentro de la región. No obstante, su recuperación económica todavía se mantiene por debajo de sus niveles pre-pandemia, en medio de una alta inflación y una política monetaria más contractiva por parte de Banxico.

La economía peruana se está desacelerando en medio de mayores presiones inflacionarias y un entorno político inestable. El Banco Central afirmó que mantendría su postura data-dependiente en sus decisiones futuras de política monetaria, pero dichas presiones inflacionarias podrían impulsar al banco a un terreno más contractivo.

Argentina

El país seguirá enfrentándose a un entorno retador para la segunda mitad del año. Aun cuando el gobierno cumplió con todas las metas cuantitativas establecidas por el programa del FMI en el 1T22 y obtuvo acceso a un tramo del préstamo por USD 4.03bn, los objetivos para el resto del año permanecen iguales. Lo anterior, agrega una capa de complejidad para 2023, un año que tendrá elecciones presidenciales, y la posibilidad de que el entorno inflacionario se deteriore aún más. Además, la incertidumbre podría mantenerse durante los próximos meses al considerar la reciente renuncia del ministro Guzmán, quien fue reemplazado por Silvina Batakis – una acólita del Kirchnerismo. La confirmación de Batakis como la nueva ministra de economía podría inclinar el balance de poder en contra del partido actual de gobierno, al tiempo que amenaza la consolidación fiscal a la que apuntaba el exministro Guzmán.

La economía siguió creciendo en comparación con los datos del año pasado, pero presentó una desaceleración en términos trimestrales. El PIB de Argentina para el 1T22 exhibió una variación de 0.9% t/t, equivalente a un crecimiento de 0.6% a/a. El dato estuvo impulsado por el consumo privado, mientras que las exportaciones cayeron. La tendencia positiva del crecimiento ha fortalecido los ingresos fiscales, por lo menos en términos nominales. Hacia adelante, algunos analistas consideran que la economía se mantendrá sin variaciones en el 2T22, con posibilidad de contraerse en el tercer trimestre, dadas las menores exportaciones luego de la temporada de cosechas.

En el frente externo, la última lectura de la cuenta corriente exhibió un deterioro sostenido, explicado en su mayoría por el déficit del rubro de servicios, mientras que el pago de importaciones alcanzó niveles récord que podrían llevar al Banco Central a aumentar sus controles de importación todavía más. Sin embargo, esta estrategia restrictiva podría afectar al crecimiento y reducir las ganancias tributarias, lo que sería negativo para Argentina.

Por su parte, la inflación sigue siendo un reto, con la variable alcanzando un nuevo máximo en mayo y con el mercado descontando un aumento sostenido para lo que queda de 2022. Lo anterior, en medio de mayores precios de la gasolina, así como un aumento

— “Brasil tendrá incertidumbre política adicional hacia el final del año por las elecciones presidenciales del 2 de octubre, donde una potencial segunda vuelta se llevaría a cabo el 23 de ese mes.”

observado en el rubro de hoteles y restaurantes. De acuerdo con algunos analistas, el aumento observado en la inflación podría explicarse por la falta de acceso al mercado que sería necesaria para poder financiar los próximos vencimientos de 2024. Este entorno, en conjunto con una falta de trayectoria de consolidación fiscal creíble, hacen que una potencial desinflación sea poco probable.

Brasil

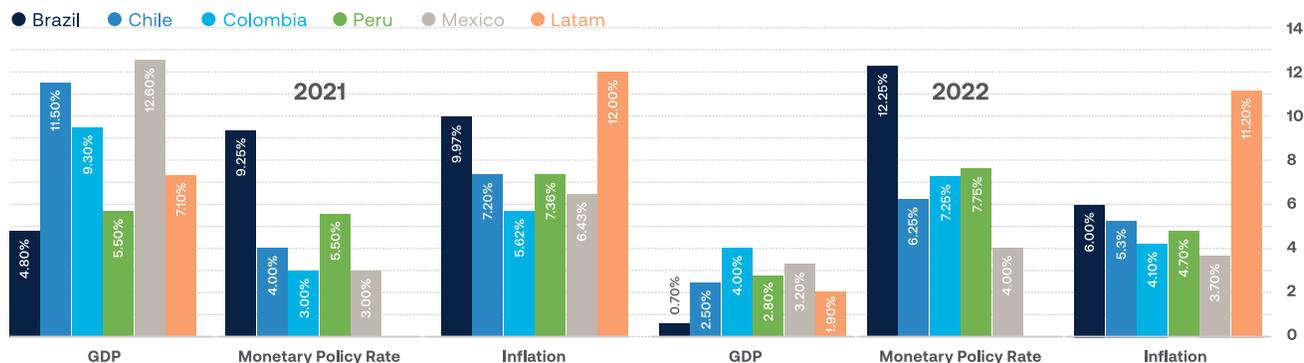
Además del retador entorno macroeconómico de la región, Brasil tendrá incertidumbre política adicional hacia el final del año por las elecciones presidenciales del 2 de octubre, donde una potencial segunda vuelta se llevaría a cabo el 23 de octubre. De acuerdo con la última encuesta de Datafolha, Lula continúa obteniendo la mayoría de los votos con el 37% de la intención, mientras que el actual presidente Bolsonaro obtendría el 25% de los votos. En el caso de una segunda vuelta, una encuesta de IPESPE predice que Lula ganaría con el 53% de los votos versus el 35% que obtendría Bolsonaro.

En términos de crecimiento, la economía mantuvo un buen ritmo en el 1T22 al crecer 1.0% t/t, gracias a un mayor repunte luego de los efectos de la variante Ómicron, los efectos de nuevas rondas de estímulos del gobierno, mayor creación de empleos, y una mejora en los indicadores de confianza. No obstante, los analistas están incorporando una desaceleración durante el segundo semestre, en medio de una política monetaria más contractiva por parte del Copom.

Pasando ahora a la política monetaria el Copom, así como otros bancos centrales de la región, ha visto un aumento en su tasa de política monetaria de más de 1.000pbs desde que inició el ciclo contractivo en marzo del año pasado. El Copom siguió anunciando que espera mayores incrementos en su próxima reunión de agosto, en medio de un aumento observado en las expectativas de inflación y una mayor incertidumbre

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

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



fiscal por posibles modificaciones tributarias. Sin embargo, algunos analistas han comenzado a considerar la posibilidad de que el Copom tenga una pausa en su trayectoria de política monetaria más pronto que tarde, aun cuando esperan que las tasas se mantengan altas por más tiempo, mientras la transmisión de la política monetaria empieza a tener efecto en el panorama macroeconómico.

Por su parte, y aun cuando se mantiene alta, se espera que la inflación total haya alcanzado su pico en abril, luego de que su lectura de mayo viera un retroceso de la variable hasta 11.73% a/a. En términos de inflación básica, esta variable ha mostrado menos flexibilidad, con su última lectura anual alcanzando un máximo de 9.69%. Además, cabe señalar que la perspectiva inflacionaria va a ser dependiente de las discusiones fiscales que se están dando actualmente, así como del comportamiento de los precios de los combustibles. El mercado espera que la inflación se mantenga alta en 2022, con un descenso proyectado para el próximo año.

En términos fiscales, a final de junio el Senado aprobó una enmienda constitucional que proclama un estado de emergencia, que le permite al gobierno aumentar

su gasto hasta final de año. Esta ley, entre otras cosas, se esperaría que aumente las transferencias de efectivo a familias de escasos recursos – más conocidas como “Auxílio Brasil” – a BRL 600 mensuales hasta diciembre, que cree un subsidio de BRL 1,000 para los camioneros independientes hasta final de año, y que expanda el programa de subsidios de gas para cocinar para familias de bajos ingresos. Dicha ley aún tiene que pasar por el proceso de votación en la Cámara Baja, donde se espera una aprobación rápida, probablemente antes del receso de mitad de año que inicia el 18 de julio. De acuerdo con el mercado, el hecho de que esta sea la tercera modificación de la ley de gasto desde marzo de 2021, y que esta haya sido hecha por medio de un estado de emergencia en medio de un año electoral, debilita la credibilidad de las anclas fiscales de Brasil.

Chile

El próximo trimestre parece retador para Chile. Además de enfrentarse a una economía que se desacelera y a mayores presiones inflacionarias, la incertidumbre que rodea el destino de la nueva constitución estará presente hasta la votación del plebiscito el 4 de

septiembre. Con la opción de rechazo ganando terreno, la situación parece ser más complicada para el presidente Boric.

La economía chilena exhibió una contracción en el 1T22 en términos trimestrales, pero al comparar las cifras de actividad con las observadas el año anterior, la economía chilena creció 7.2% a/a. Sin embargo, el mercado no espera que el crecimiento se mantenga en el país austral, al tener en cuenta la reducción observada en la inversión fija bruta durante el primer trimestre del año y el hecho de que, para observar una recuperación en la inversión, se necesita certeza política. Aun cuando el consumo de los hogares se ha mantenido sólido gracias a los retiros pensionales y que hacia adelante podría implicar una mayor inflación, hay algunos datos que empiezan a mostrar menos puntos positivos, como la caída de 5.6% a/a observada en las ventas al por menor.

La inflación ha aumentado incesantemente desde marzo del año pasado, alcanzando su máximo nivel en casi 30 años en su lectura de mayo. Asimismo, la inflación básica alcanzó su mayor nivel desde la década de los 90s en su variación anual del mismo mes. Algunos analistas de mercado han comenzado a creer que la inflación terminaría el año cerca del 10%, con la inflación total estando presionada por mayores precios de alimentos y de la energía, así como por el aumento del salario mínimo, el mayor en 25 años.

En este contexto de crecimiento por encima del potencial y alta inflación, se espera que el banco central continúe incrementando su tasa de política monetaria. En su última reunión, el BCCh decidió de manera unánime aumentar su tasa de política monetaria en 75pbs, mientras que anunció que ajustes adicionales serían necesarios, aun cuando estos fueran de menor magnitud. El comité afirmó que mantendrían una postura data-dependiente y que seguirían monitoreando el comportamiento de la inflación.

Quizás el mayor problema que enfrenta Chile, y que sigue sin tener una respuesta clara, es el destino de la nueva constitución. El último borrador preparado por la Convención Constitucional fue presentado al gobierno el 5 de julio, mientras que la opción de rechazo ha venido tomando fuerza en las encuestas de las últimas semanas. Esta situación se suma a un ambiente polarizado que se mantendrá volátil hasta la votación del plebiscito el 4 de septiembre, ya que los inversionistas no tienen certeza de lo que podría pasar si la nueva constitución es rechazada en el plebiscito.

— “Quizás el mayor problema que enfrenta Chile, y que sigue sin tener una respuesta clara, es el destino de la nueva constitución.”

Colombia

Así como en el resto de la región, Colombia se enfrenta a un entorno similarmente retador para el segundo semestre. Aun cuando el país tuvo uno de los mayores crecimientos en 2021, la situación para el presente año cuenta con diferentes matices.

En sus lecturas anteriores, la inflación alcanzó máximos no vistos en las últimas dos décadas, estando impulsada al alza en junio por los precios de los alimentos y energía, así como por un efecto base desfavorable del año anterior. Del mismo modo, la inflación básica se mantiene firme, y los riesgos inflacionarios se mantie-

nen al alza en el corto plazo, como consecuencia de una posible revisión al alza de los precios de la gasolina en los próximos meses, tal y como se estipuló en el Marco Fiscal de Mediano Plazo.

En el 1T22 Colombia registró un crecimiento anual de 8.5%, sorprendiendo al mercado al alza y con esta lectura estando soportada principalmente por un sólido consumo de los hogares. Cabe resaltar que el gasto de los hogares se encuentra por encima de sus niveles pre-pandemia, mientras que la formación bruta de capital todavía se está recuperando. Hacia adelante, se espera que el crecimiento se modere como consecuencia de una mayor inflación, que a su vez traerá consigo una política monetaria más contractiva.

En términos de política monetaria, BanRep aumentó la magnitud de su último movimiento al decidir de manera unánime incrementar su tasa de política monetaria en 150pbs, en medio de un crecimiento sólido y preocupaciones de que las expectativas de inflación estén desancladas en el mediano plazo. Del mismo modo, la JDBR resaltó que el aumento observado en las expectativas de inflación redujo la tasa real de política monetaria, llevando a la postura de política monetaria a ser más expansiva. En este contexto, y aun cuando se debe tener en cuenta un déficit en cuenta corriente amplio y una devaluación de la tasa de cambio que ha estado alcanzando máximos históricos, los mercados esperan que BanRep continúe aumentando su tasa para volver a anclar las expectativas de inflación, al implementar una política monetaria más contractiva.

El panorama político en Colombia se mantendrá volátil durante el trimestre, en medio de la posesión del nuevo congreso el 20 de julio y el inicio de la presidencia de Gustavo Petro el 7 de agosto. Desde su elección, Petro ha mostrado una postura más moderada, tratando de construir alianzas con diferentes partidos para facilitar la aprobación en el congreso de sus propuestas. Petro también ha sostenido diálogos con

varios sectores políticos. Hacia adelante, los inversionistas seguirán monitoreando el desarrollo de la reforma tributaria que Petro anunció que presentará ante el congreso el mismo 7 de agosto, dado que varias de sus propuestas de campaña han sido consideradas como ambiciosas y carentes de financiamiento.

México

La economía mexicana siguió creciendo en el 1T22 al anotar una variación de 1.8% a/a, estando relativamente en línea con las expectativas de mercado. Así como en los otros países de la región, el crecimiento de México estuvo explicado por un consumo sólido, así como por el buen comportamiento de las remesas y mayores transferencias del gobierno. Hacia adelante, las perspectivas de crecimiento para México podrían moderarse por las mayores expectativas de inflación que podrían mermar el consumo y mantener los niveles de actividad por debajo tanto de su potencial como de sus lecturas pre-pandemia.

Con respecto a la inflación, el dato de junio reafirmó la tendencia de que la variable aún enfrenta presiones crecientes en su lectura total, luego de presentar una variación anual de 7.99%. Incluso cuando la inflación básica retrocedió levemente en junio hasta 7.49% a/a, la inflación total alcanzó nuevos máximos en términos anuales, con los analistas esperando que esta tendencia continúe por un par de meses.

En términos de política monetaria, Banxico ha mantenido una postura relativamente gradual al momento de implementar una política monetaria más contractiva; sin embargo, el mercado sigue descontando una postura más agresiva por parte del banco, como consecuencia de mayores expectativas de inflación y, así como la mayoría de sus pares, en un intento por controlarlas. Además, Banxico siempre ha monitoreado de cerca las acciones de la Fed en términos de política monetaria y, dada la postura más agresiva de esta última, Banxico podría enfrentarse con riesgos alcistas en el corto plazo.

En el frente político, México tuvo elecciones estatales el 5 de junio en seis estados. Los resultados de estas, como se esperaba, mostraron que Morena ganó en cuatro de los seis, mientras que la oposición se quedó con los dos estados restantes. Ahora, el interés se centrará en las elecciones presidenciales de 2024, para las que el presidente López Obrador aún debe anunciar un candidato para sucederlo. Por su parte, los analistas han afirmado que la oposición se ve débil, y sin un candidato claro que pueda entrar a la carrera presidencial en 2024. No obstante, es relevante resaltar que, en el futuro cercano, México pareciera ser uno de los países con mayor estabilidad política en la región, si no el más estable.

En términos de inflación, la lectura de junio sorprendió a los mercados al alza luego de anotar una variación de 8.8% a/a. La inflación estuvo principalmente impulsada por los precios de los alimentos y del transporte; la inflación básica continuó aumentando con una variación anual de 4.9%. Esta lectura llevó a varios analistas a considerar que la inflación sería más persistente de lo que habían considerado anteriormente, lo que abre la puerta a que el BCRP siga implementando una política monetaria más contractiva.

Pasando ahora a la política monetaria, el BCRP ha mantenido un paso constante de aumentos en su tasa de política monetaria desde agosto del año pasado. Las expectativas de mercado actuales estiman que

— “No obstante, es relevante resaltar que, en el futuro cercano, México pareciera ser uno de los países con mayor estabilidad política en la región, si no el más estable.”

Perú

En Perú, la situación política también se mantiene en primera plana, mientras el gobierno se enfrenta a un panorama macroeconómico que se ha ido debilitando. La actividad económica ha ido perdiendo impulso en los últimos trimestres, con algunos analistas empezando a predecir la posibilidad de una recesión inminente. La desaceleración de la economía ha estado parcialmente contenida por los retiros de los fondos de pensiones, que han impulsado el consumo. Sin embargo, la confianza y las disrupciones en la oferta no le están permitiendo a la economía poder tomar ventaja del boom de las materias primas que el mundo ha estado viviendo desde 2022. Aquí se debería tener en cuenta que el retiro de los fondos de pensiones previamente mencionado se aprobó en contra de la opinión de varias entidades técnicas, tales como el BCRP, el ministerio de economía, o la Superintendencia Bancaria.

el Banco Central va a continuar incrementando su tasa, al tiempo que se mantendrá vigilante de posibles cambios tanto en la inflación como en sus expectativas. En su última decisión de política monetaria, el BCRP aumentó su tasa de interés a 6.00%, en línea con las expectativas del mercado, e insistiendo en que la inflación debería empezar a ceder en julio.

En el frente político, Perú se ha enfrentado a una volatilidad constante desde que el presidente Castillo asumió el cargo en julio del año pasado. El país ha pasado por cuatro reorganizaciones de gabinete, y varios funcionarios clave del gobierno han sido reemplazados cada mes. Esta inestabilidad política ha afectado el gasto de capex, así como la capacidad del gobierno para ejecutar proyectos. Además, el gobierno se ha enfrentado a protestas que podrían reaparecer en cualquier momento, dado que las demandas de los manifestantes no se han cumplido.

Inversión de impacto en Latinoamérica

Mucho se ha hablado sobre las inversiones de impacto en los últimos años, volviéndolo otro tema de moda en la industria financiera. Tal y como afirmaron los Rockefeller Philantropy Advisors, “obtener un retorno financiero mientras se hace algo bueno parecía inverosímil para la mayoría de los filántropos e inversionistas”. Sin embargo, este no es un nuevo tipo de inversión, así como tampoco lo es el deseo de la humanidad de alcanzar algo más allá de solo retornos financieros con sus inversiones de capital. Hoy profundizaremos en la inversión de impacto, cómo se ven las perspectivas de esta en América Latina, y qué podemos hacer nosotros, como inversionistas, para beneficiarnos de ella.

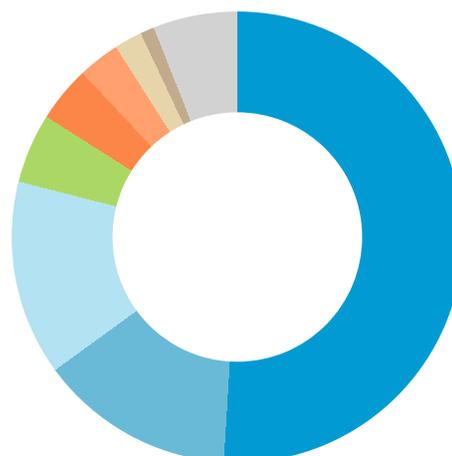
Empecemos con la definición. Las inversiones de impacto, tal y como las define la Global Impact Investing Network – GIIN, “se realizan con la intención de generar un impacto social y ambiental positivo y cuantificable, junto con un retorno financiero”. Además, incluso si todas las inversiones tienen un impacto en la sociedad – ya sea bueno o malo – se espera que

las inversiones de impacto estén exclusivamente enfocadas en buscar aquellas alternativas de inversión que lleven a un impacto social positivo y cuantificable. Adicionalmente, y tal y como fue afirmado por el GIIN, “la inversión de impacto desafía las creencias de que las problemáticas ambientales y sociales solo deben ser abordadas mediante donaciones filantrópicas, y que las inversiones de mercado deben centrarse exclusivamente en lograr rendimientos financieros”. Este enfoque todavía parece estar muy alejado del *modus operandi* del sector financiero; sin embargo, la última encuesta anual de inversionistas de impacto del GIIN de 2020 muestra que lo anterior es falso. Entre los encuestados, el 51% eran administradores de portafolio de instituciones con ánimo de lucro, mientras que solo el 14% eran administradores de fondos de organizaciones sin ánimo de lucro, siendo los segundos de la lista. Adicionalmente, cabe resaltar que el 52% de los encuestados empezaron a realizar inversiones de impacto en la última década.

Adicionalmente, en lo que respecta a las diferentes nacionalidades de los inversionistas de impacto involucrados con esta encuesta, Norteamérica y Europa son los líderes de la encuesta, representando el 45% y el 26% de los encuestados, respectivamente.

Tipo de Organización

- 51% Administradores de activos: con ánimo de lucro
- 14% Administradores de fondos: sin ánimo de lucro
- 14% Fundaciones
- 5% Instituciones Financieras de Desarrollo
- 4% *Family Offices*
- 3% Instituciones Financieras Diversificadas
- 2% Fondos de Pensiones
- 1% Aseguradoras
- 6% Otros



Nota: Otras organizaciones incluyen instituciones financieras de desarrollo comunitario (CDFI), ONG, organizaciones sin fines de lucro, compañías de inversión permanente, desarrolladores de bienes raíces, fondos soberanos y agencias independientes del gobierno federal. Fuente: GIIN, 2020 Annual Impact Investor Survey

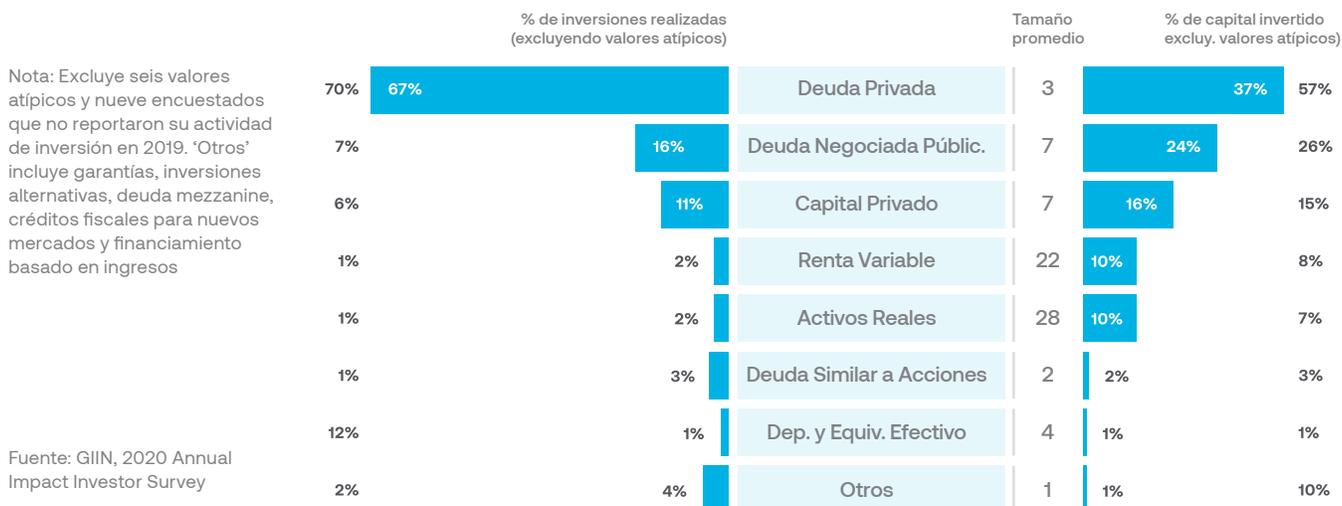
Al profundizar en los tipos de inversiones que componen la industria de las inversiones de impacto, la deuda privada se destaca como el tipo de activo que obtiene el mayor porcentaje tanto de inversiones como de capital invertido, estando seguida por la deuda pública y el capital privado, como se puede observar en el este gráfico.

No obstante, la situación que acabo de describir no está centrada en ninguna región. Por lo tanto, concentrémonos ahora en América Latina. Lo primero que quisiera resaltar es el crecimiento que la inversión de impacto ha tenido en la región: de acuerdo con la última encuesta de inversión de impacto del GIIN, la asignación a la inversión de impacto en América Latina y el Caribe en 2019 se ubicó en USD 13.17bn, equivalente a una tasa compuesta de crecimiento anual del 21% en el periodo entre 2015 y 2019. Adicionalmente, la última encuesta de Inversión de Impacto para Latinoamérica afirmó que el 60% de sus encuestados están basados en esta región, con Brasil y México aportando la mayor representación. Esta encuesta también destaca que el mercado de inversión de impacto en la región está ganando atractivo, dado

que el monto de capital desplegado por los inversionistas locales ha aumentado en los cinco años previos a 2019, con el número de inversiones iniciales realizadas por locales siendo más del doble que las de los extranjeros. Al respecto, vale la pena señalar la perspectiva de Acumen Latam Impact Ventures (ALIVE). Esta organización afirmó en esta encuesta que el 30% de su financiación provino de instituciones locales, siendo esta una tendencia que no habían visto en otras regiones

— “Impact investments, are made with the **intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return.**”

Capital Invertido y número de inversiones realizadas en 2019, por tipo de activo



donde Acumen, una organización sin ánimo de lucro enfocada en cambiar la forma en que el mundo aborda la pobreza, había participado en diferentes rondas de financiación.

Asimismo, la inversión de impacto ha estado presente en América Latina a través de inversiones de capital privado, con grandes jugadores como SoftBank lanzando fondos exclusivos para Latinoamérica en 2019 y 2020, que ayudaron a convertir la inversión en la región en un proceso más grande, más rápido, y más sofisticado. Otro ejemplo de inversión de impacto en América Latina es New Ventures, una compañía mexicana que, en sus propias palabras, está revolucionando los negocios tradicionales. Esta compañía está intentando incorporar la intencionalidad en todos sus proyectos a través de, entre otros, lanzar fondos desde su división de inversiones, donde el primero será un fondo de tecnología de la salud enfocado en mujeres.

En una entrevista reciente, el fundador de New Ventures, Rodrigo Villar, resaltó que Latinoamérica tuvo recientemente su primer unicornio social: la empresa chilena Betterfly. Esta es una B Corp, cuyo objetivo es brindarle seguros y bienestar tanto a las empresas como a sus empleados. Aquí es importante definir lo que significa ser una B Corp. Las B Corporations son compañías que “voluntariamente cumplen con los más altos estándares de desempeño social y ambiental. Estas compañías pasan por un riguroso proceso de certificación, completan una evaluación integral de sus impactos a todas sus partes interesadas y B Lab, la organización sin ánimo de lucro detrás de la certificación B Corp, verifica dicha evaluación”.

El siguiente punto que quisiera abordar es cómo los inversionistas pueden acceder a este espacio que está empezando a evolucionar de ser un mercado nicho a ser una forma más desarrollada de obtener retornos tanto financieros como sociales. En primer lugar, el GIIN afirma en su último reporte de acciones listadas de 2020 que hay diferentes estrategias para

abordar el impacto. Estas pueden variar desde fondos con una visión amplia que quieren invertir en compañías que promueven un mundo más equitativo y sostenible, hasta fondos con un enfoque más específico que tienen como objetivo una problemática de impacto o un Objetivo de Desarrollo Sostenible (ODS) específico. Al asignar recursos a sus diferentes portafolios, y de acuerdo con el reporte del GIIN que acabo de mencionar, hay tres tipos diferentes de inversiones:

- Fondos diversificados que tienen un enfoque temático amplio (más de 100 acciones en todo el conjunto de ODS)
- Fondos diversificados con un enfoque temático limitado (más de 100 acciones agrupadas alrededor de un conjunto específico de ODS)
- Fondos concentrados de alta convicción (aproximadamente 50 acciones)

— “La Inversión de Impacto se realiza con la intención de generar **un impacto social y ambiental positivo y cuantificable**, junto con un retorno financiero.”

Estos perfiles también dependen de las consideraciones individuales de cada inversionista, como las grandes multinacionales que podrían impactar diferentes sectores o incluso tener impactos tanto positivos como negativos según la parte del negocio que se esté considerando.

Enfocándonos en algunas inversiones de fondos que son una alternativa común para que los inversionistas puedan acceder este espacio, hay admi-

nistradores de fondos tales como Amundi que ofrecen diferentes compartimentos y que le permiten al inversionista escoger el tipo de impacto que quisieran realizar. Otros, como Acumen, crearon una subsidiaria específica de inversión – en este caso Acumen Capital Partners – para estructurar y administrar fondos que puedan llenar el vacío crítico que actualmente existe para empresas sociales. Uno de estos fondos que mencioné anteriormente, y cuyo enfoque es únicamente en Latinoamérica, es ALIVE.

Tanto los administradores como los inversionistas necesitan tener herramientas para cuantificar el impacto y así determinar el retorno social que pudieron alcanzar. Por lo tanto, es relevante destacar la existencia del sistema IRIS+ desarrollado por el GIIN, el cual se define como el sistema generalmente aceptado para medir, gestionar, y optimizar el impacto. Una de sus características clave es que incluye una taxono-

mía temática que ofrece definiciones generalmente aceptadas de categorías y temas de impacto. IRIS+ también identifica objetivos comunes y conjuntos de métricas por categoría, proporcionando así un lenguaje común para describir, evaluar, y comparar el desempeño del impacto.

En resumen, la inversión de impacto está ayudando a cerrar la brecha que existía entre los beneficios sociales y los retornos financieros de una forma que otras alternativas de inversión no lo habían logrado. Si la encuesta del GIIN resulta tener razón y el crecimiento de este mercado continúa con la tendencia que ha venido mostrando durante los últimos cinco años, el término inversión de impacto, acuñado por primera vez en 2007, podría pasar de ser una palabra de moda a algo crucial dentro de la industria de servicios financieros.



Análisis por clases de Activos

	TÁCTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
Renta Variable EE.UU. ¹	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Variable Europea	SUBPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable Japonesa	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Variable Mercados Emergentes	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Variable China	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
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
Energía ³	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

This material is intended only to facilitate general discussions and is not intended as a source of any specific recommendation for a specific individual. Please consult with your account executive or financial advisor if any specific recommendation made herein is right for you. This does not constitute an offer or solicitation with respect to the purchase or sale of any security in any jurisdiction in which such an offer or solicitation is not authorized or to any person to whom it would be unlawful to make such an offer or solicitation. Brokerage and investment advisory account investments are subject to market risk including loss of principal.

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