



Comentarios de Mercado
Septiembre 2022

Versión en Español

De Santos y Monstruos

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

insigneo

“No hay monstruos en este mundo, y tampoco hay santos. Solo hay infinitos tonos tejidos en un mismo tapiz, claros y oscuros.”

Katherine Arden
El Invierno de la Bruja



Ahmed Riesgo
Chief Investment Officer
Insigneo Financial Group

Sumario Ejecutivo

Putin erróneamente creyó que podría abrirse paso a través de una *Blitzkrieg* hasta Kyiv, y que las tropas rusas serían recibidas como libertadores. Occidente ahora también cree, erróneamente, que puede sobrevivir a la determinación rusa en un tema central de seguridad en su “extranjero cercano”. Todas las naciones tienen intereses, capacidades, y limitaciones. Al balancear dichos intereses, capacidades, y limitaciones, es posible deducir cuatro posibles escenarios para el final de la guerra:

Rusia conquista a Ucrania militarmente, o por lo menos, obliga a un cambio de régimen a uno prorruso (preferiblemente) o a un gobierno neutral. Un cambio de régimen en Rusia, probablemente a través de un golpe de estado a Putin, y surge un nuevo gobierno con una ideología diferente. Hay suficiente apoyo de Occidente a Ucrania para que se pueda terminar la guerra en sus términos y no en los de Rusia. Un acuerdo negociado en las regiones afectadas en el que Rusia mantiene control de sus asentamientos actuales, que representan aproximadamente una quinta parte del territorio de Ucrania.

De estos cuatro posibles escenarios, dos de ellos – la salida de Putin y el *statu quo* – serían los únicos que podrían ser considerados como favorables para el mercado. Los otros – la caída de Ucrania y la derrota inminente de Rusia – traerían consigo un aumento en la volatilidad de los mercados, ya que ambos requerirían un escalamiento de las hostilidades. Los inversionistas deberían mantener altos niveles de efectivo, energía y otras materias primas, y oro, dados los riesgos nombrados anteriormente. En términos de activos europeos, todavía es muy pronto para sobreponderar acciones europeas, a pesar de lo baratas que lucen al compararlas con sus contrapartes norteamericanas. Sin embargo, una oportunidad de hacerlo podría venir más pronto de lo que muchos consideran.

Rusia es un lugar complicado, y su historia no es menos intrincada e incomprendida. Lo mismo ocurre con Ucrania: lugares moldeados por su geografía e historia, hasta un punto sin competencia en otras regiones y siendo menospreciados por muchos. En el actual mundo polarizado de los comentarios políticos, donde los bandos apenas hablan entre ellos, sino que hablan sin escucharse los unos a los otros, es reconfortante denominar una cosa como “buena” y otra como “mala”. Pero esto no es útil y, peligrosamente, solo sirve para hacerle eco a nuestras ideas ya preconcebidas, y ofreciendo soluciones escasas en el camino. De hecho, ahora mismo hay evidencia sustancial que respalda que la escasez de opiniones alrededor del presidente Vladimir Putin, que ha decidido rodearse de aduladores, llevaron a Rusia al aprieto con Ucrania. El presidente ruso sobreestimó sus capacidades militares y subestimó tanto la resistencia ucraniana como la determinación de Occidente. Creyó erróneamente que podría abrirse paso a través de una *Blitzkrieg* hasta Kyiv, y que las tropas rusas serían recibidas como libertadores. Occidente, principalmente a través de la OTAN, ahora cree erróneamente que pueden sobrevivir a la determinación rusa en un tema central de seguridad en su “extranjero cercano”. A menos de que los adversarios (Occidente/Ucrania y Rusia/China) puedan reconocer los intereses y limitaciones inherentes al conflicto, el mundo se expone ya sea a una guerra inflacionaria prolongada, o a un aumento del riesgo de una escalada (no) intencional del conflicto. En cualquiera de estos escenarios, las consecuencias permanecerán en los mercados y en las economías por muchos años.

En primera instancia, sería prudente comenzar con lo básico. Todas las naciones tienen intereses, capacidades y limitaciones. Estos son ineludibles. Pueden volverse más rígidos o blandos por causa de actores políticos, pero hay que reconocer su veracidad duradera. Entenderlos es crucial para el modelaje y análisis político. Entonces, ¿cuáles son estas en el conflicto actual? **Esta guerra no inició este año; empezó en 2014, cuando el acercamiento de Ucrania a la OTAN**

y el coqueteo con Occidente se tornaron serios. Al igual que Rusia, Ucrania históricamente se ha situado a ambos lados de la frontera entre el continente europeo y el centro de Eurasia. Pero esto no es meramente una cuestión geográfica, también es una de cultura y sociedad civil. Después de todo, el Japón post Segunda Guerra Mundial es un país occidental en el sentido del libre mercado, de la democracia, y de cuestiones cívicas, incluso si se encuentra al oriente de Eurasia. **El simple hecho es que una potencia cada vez más antioccidental, como Rusia bajo el mandato de Vladimir Putin, no podría soportar a una Ucrania cada vez más antirrusa/proeuropea capaz de albergar tropas y armamento de la OTAN en su parte más vulnerable.** Recuerden la respuesta norteamericana

— “Esta guerra no inició este año; empezó en 2014, cuando el acercamiento de Ucrania a la OTAN y el coqueteo con Occidente se tornaron serios.”

cuando los soviéticos intentaron colocar misiles en Cuba en 1962. No podía ocurrir, y el mundo se acercó a un conflicto global nuclear más de lo que lo había hecho antes o desde entonces. Los intereses de Rusia ahora son los mismos que en 2014. **Ucrania, por su parte, ahora tiene interés en preservar su integridad territorial y acceso al Mar Negro, de donde zarpa su economía basada en exportaciones.** ¿Y qué hay de los grandes mecenas de este conflicto, Estados Unidos y China? Por lo que puedo afirmar, Estados Unidos tiene numerosos intereses en la resolución de este conflicto. En particular, Estados Unidos pretende reforzar

el orden internacional basado en las reglas de Occidente en contra de un ataque multipolar, mejorar el rol de liderazgo de la nación luego de varios retrocesos recientes, y fortalecer la disuasión militar a nivel global. Los intereses chinos, por su parte, como potencia hegemónica con aspiraciones globales, es cambiar el orden internacional democrático (pero no el libre mercado), garantizar su acceso a las materias primas que tanto necesita su economía a través de las rutas terrestres de Eurasia y lejos del alcance de la marina estadounidense, y disuadir la interferencia internacional en su problema más urgente: la reincorporación de Taiwán por parte de China.

En términos de capacidades, las líneas son más borrosas. Las armas, el entrenamiento, y la inteligencia de la OTAN han elevado las capacidades de Ucrania

y reducidas por la OTAN. Y a pesar de que el conjunto de sanciones impuestas al país no le reducirán su capacidad actual para hacer la guerra, el impacto económico y tecnológico frenará las perspectivas futuras de crecimiento del país y su habilidad para adquirir y mantener armamento de alta gama. Para China, aunque desee cambiar el énfasis democrático del orden internacional (junto con las críticas a su régimen cada vez más autocrático), todavía es altamente dependiente de los principios económicos de dicho orden, desde su dependencia de los semiconductores de alta gama fabricados en Taiwán, hasta su acceso a los mercados internacionales para sus exportaciones. De hecho, la capacidad de China para proyectar su *hard power* más allá de su región litoral no se ha probado, y todavía no es un competidor del ejército norteamericano en el patrimonio mundial. Como se

— “En esta instancia, la OTAN no podría permitir que Ucrania caiga, ya que esto debilitaría sus capacidades de disuasión global.”

casi a una paridad convencional con Rusia. No obstante, esta última retiene la superioridad nuclear con respecto a la primera, y mantiene paridad con Estados Unidos. Aun cuando China se mantiene distante del campo de batalla en esta instancia, su ayuda en la absorción de exportaciones rusas y proveyendo flexibilidad financiera a Rusia ha sido igual de crucial. En lo que respecta a las limitaciones, desde la perspectiva de Estados Unidos también hay algunas. De un lado, la opinión pública está muy en contra de otra intervención militar, dada la guerra de las últimas dos décadas que Estados Unidos libró en el Medio Oriente. Del mismo modo, las capacidades nucleares rusas y chinas abogan en contra. Desde la perspectiva rusa, sus capacidades convencionales han sido superadas

mencionó anteriormente, cada país se enfrenta a restricciones que dominan a sus ambiciones y que moldean sus intereses en un delicado acto de equilibrio.

Al balancear estos intereses, capacidades, y limitaciones, es posible deducir cuatro escenarios probables para el fin de la guerra. En primera instancia, Rusia conquista Ucrania militarmente, o por lo menos, obliga a un cambio de régimen con la instauración de un gobierno prorruso (preferiblemente) o neutral. El segundo escenario probable es que haya un cambio de régimen en Rusia, probablemente a través de un golpe de estado a Putin, y que surja un nuevo gobierno con una ideología diferente. El tercer escenario es aquel en el que el apoyo que Occidente le ha dado a

Ucrania sea suficiente para que esta pueda finalizar la guerra bajo sus términos y no los de Rusia. Por último, una salida negociada en la que Rusia mantiene control de sus asentamientos actuales, que representan aproximadamente una quinta parte del territorio de Ucrania a lo largo del eje oriental, que se extiende hasta Crimea y Kherson, y que serían absorbidos formal o informalmente por la Federación Rusa. De estos cuatro escenarios, dos de ellos – la salida de Putin y el *statu quo* – serían los únicos considerados como favorables para el mercado (es decir, que reducirían la prima de riesgo geopolítico en los activos). Los otros – la caída de Ucrania y la derrota inminente de Rusia – probablemente traerían consigo un aumento en la volatilidad de los mercados, ya que ambos escenarios requerirían un escalamiento de las hostilidades, lo que podría detonar un momento de *risk-off* para los precios de los activos. **En esta instancia, la OTAN no podría permitir que Ucrania caiga, ya que esto debilitaría sus capacidades de disuasión global.** La OTAN tendría que intervenir más directamente, ya sea proporcionando tropas y/o aumentando la letalidad y cantidad de armas suministradas a la resistencia ucraniana. Esto, por supuesto, dejaría a la OTAN en medio de un conflicto directo con Rusia y multiplicaría la probabilidad de un conflicto global. Tanto Estados Unidos como China necesitan una distracción a sus problemas locales. Nada conseguiría el apoyo en casa de una manera tan efectiva como una cruzada en contra del otro. Con respecto a la otra opción, la derrota inminente de Rusia, Moscú probablemente consideraría esto como una amenaza existencial para el gobierno actual. Putin conoce la historia de Rusia muy bien. Las cosas no terminan bien para los líderes rusos que han fracasado en misiones militares internacionales. Usualmente terminan muertos. De hecho, es probable que Rusia escale la guerra sustancialmente, probablemente a través del uso táctico de armas nucleares, si sus tropas se enfrentaran a la expulsión de Ucrania. El problema con estos dos escenarios nefastos es que también son los más probables, debido a su importancia en la jerarquía de intereses discutida anteriormente.

Tanto para nosotros como para otros participantes del mercado, la probabilidad de una salida de Putin es casi imposible de conocer porque no tenemos suficiente información acerca de los rumores dentro del Kremlin. El resultado alineado con el *statu quo* es el menos probable de los que conocemos, considerando lo poco que satisface los intereses de los participantes.

Por lo tanto, todavía es demasiado pronto para que los inversionistas ignoren los riesgos derivados de la guerra, a diferencia de los principales medios de comunicación y los expertos, quienes han seguido adelante. Los inversionistas deben mantener elevados niveles de caja, energía y otras materias primas, y oro, partiendo de estos riesgos. En términos de activos europeos, todavía es muy pronto para sobreponderar acciones europeas, aun cuando estas se vean relativamente baratas al compararlas con sus contrapartes norteamericanas. No obstante, una oportunidad de hacerlo podría venir más pronto que lo que muchos consideran. Actualmente, los precios del gas natural europeo se encuentran por encima de lo estimado, luego de una suspensión del flujo de gas natural ruso. Con los países rápidamente alcanzando sus metas de almacenamiento para el invierno meses antes de lo previsto, el dolor de los mayores precios pareciera ya haber sido absorbido. **A comienzos de febrero, rebajamos los activos europeos a subponderar en la víspera de la guerra, una vez que la invasión rusa se volvió probable según nuestras estimaciones. El momento de actualizarlos nuevamente a neutral, dentro de nuestro portafolio de acciones globales, podría presentarse una vez comience el invierno.** Sin embargo, un cambio más agresivo hasta sobreponderar, requerirá una resolución benigna de la guerra y/o un cambio material en las utilidades corporativas europeas.

■

Análisis por clases de Activos

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

¹ Relativo a acciones globales en USD

² Relativo a mercados globales de renta fija en USD

³ Relativo al sector de materias primas



Important Legal disclaimer

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