



Comentarios de Mercado  
Septiembre 2022

Versión en Español

# Por qué esta vez puede ser diferente

Llamada Trimestral 4T | 2022

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

**insigneo**

# Transcripción de los comentarios hechos durante nuestra llamada trimestral 4T | 2022

6 de Octubre de 2022.

*Hola, y bienvenidos a nuestra llamada trimestral, la última del 2022. Decir que este año ha sido complicado para los inversionistas y para todos los que están involucrados con los activos financieros sería un eufemismo. Al momento de escribir esto, durante los últimos días de septiembre, la mayoría de los activos financieros, con la excepción del dólar estadounidense, están cerca de sus mínimos del año; índices accionarios y de renta fija se encuentran por debajo del 20%, el umbral tradicional para un mercado bajista.*



**Ahmed Riesgo**  
Director de Estrategia de Inversiones  
Insigneo Financial Group

Nuestras dos mayores predicciones de la llamada trimestral pasada se cumplieron. No se ha materializado una recesión en Estados Unidos, y no ha habido un *rally* de rebote en los mercados financieros.

**Esperábamos que la volatilidad continuara durante el tercer trimestre, pero que se disipara en el cuarto trimestre. Ese ya no es el caso. ¿Qué ha cambiado en nuestra perspectiva? En términos simples, la persistencia de presiones inflacionarias en gran parte del mundo, fuera de China y Japón.**

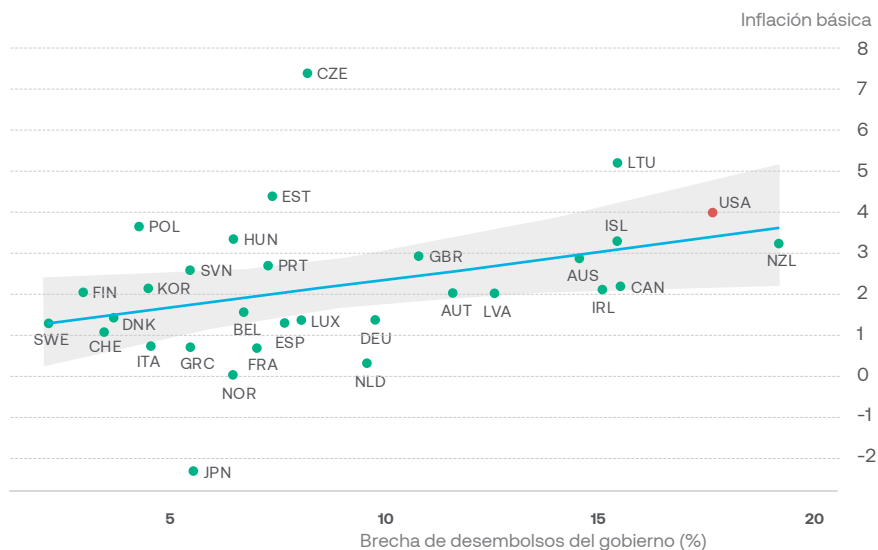
La verdad es que los modelos inflacionarios estándar que se utilizan para predecir el IPC y otros datos de inflación no están funcionando bien en este contexto. Estos son los mismos modelos que emplea la Fed, la mayoría de las casas de Research, economistas de la academia, todo el mundo. ¿Por qué están fallando los modelos en recoger las tendencias correctas de los precios? Es difícil dar una respuesta en este momento, pero la intuición nos dice que no hay precedentes históricos para lo que la economía global ha tenido que soportar durante los últimos dos años. Piensen en esto por un momento: Cerramos la economía norteamericana como nunca se había visto, las administraciones de Trump y Biden, así como la Fed, inyectaron trillones de dólares a esa misma economía como si fueran a mantenerla

inactiva por un periodo extendido de tiempo, para rápidamente reabrir la economía. Este mismo patrón de acción concertada también podría aplicarse en otros lugares. No debería sorprendernos que los países que actualmente enfrentan los episodios más severos de inflación fueron los que tuvieron la mayor cantidad de estímulos, como lo muestra esta correlación. Este estudio de la Fed de Chicago muestra que los mayores paquetes de estímulo fiscal y los mercados laborales más apretados están asociados con una mayor aceleración de la inflación entre los países. Los paquetes de estímulos que vimos en Occidente durante la pandemia fueron equivalentes a los que se implementaron durante la Segunda Guerra Mundial; sin embargo, esta última vio la destrucción o reutilización

— “La verdad es que los modelos inflacionarios estándar que se utilizan para predecir el IPC y otros datos de inflación **no están funcionando bien en este contexto.**”

### Causantes de la aceleración de la inflación básica

Mayores estímulos fiscales y mercados laborales ajustados se asocian con una aceleración de la inflación en los países



Fuente: Hobijn, B., Miles, R., Royal, J., Zhang, J., (2022) “What is Driving US inflation amid a Global Inflation Surge?” Chigago Fed Letter, NO. 470, August 2022, p. 6.

de la mayoría del capital en Europa y Estados Unidos. El hecho de que la inflación hubiera aumentado no es una sorpresa, lo que sí sorprende es su persistencia. No hace falta decir que tanto nosotros como la Fed esperábamos que los datos de inflación retrocedieran a una mayor velocidad de lo que lo han hecho. De hecho, la inflación básica aumentó en agosto hasta 6.3% desde la lectura de julio de 5.9%, y se ubicó por encima de las expectativas de mercado. Fue un reporte sólido, con aumentos amplios en categorías cíclicas y susceptibles a los salarios tales como vivienda (+0.7%), atención médica (0.7%), educación (0.5%), y cuidado personal. El componente de vivienda es altamente preocupante porque este comprende 30% de la canasta del IPC. Al presentar una variación mensual de 0.7%, esta es la más alta desde enero de 1991.

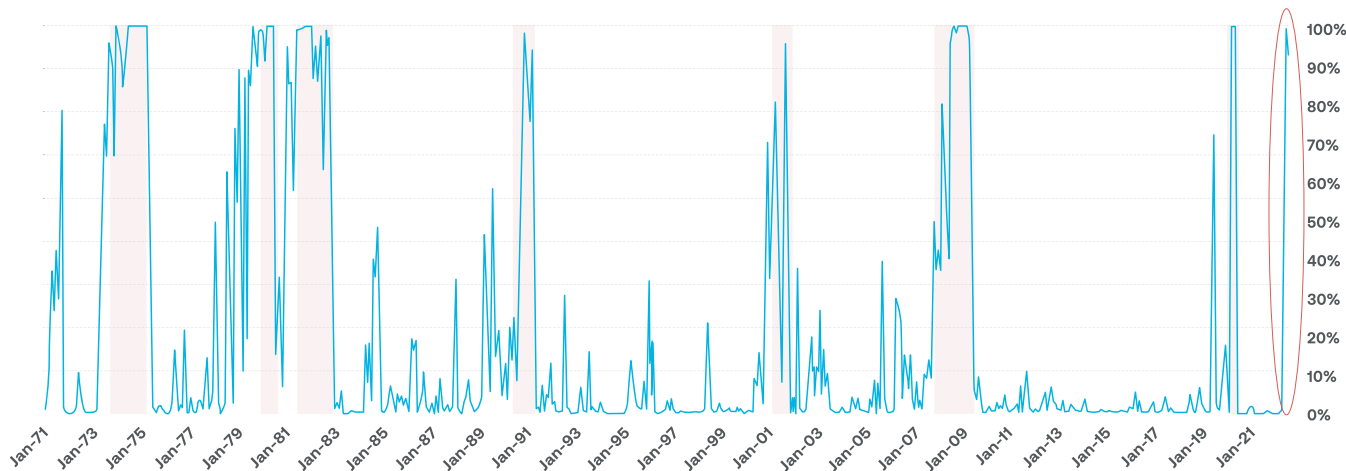
— “No hace falta decir que tanto nosotros como la Fed esperábamos que los datos de inflación retrocedieran a una mayor velocidad de lo que lo han hecho.”

Esta es la clave para reducir la inflación ahora. Una vez que los costos de vivienda caigan, una tendencia desinflacionaria podría aparecer. El índice de precios Case Shiller ha perdido todo su impulso, y estamos oyendo reportes de recortes de precios en ciertos mercados como Seattle y Miami. Pero los alquileres son más rígidos que otros precios, ya que estos suelen estar establecidos en los contratos de arrendamiento. Hace poco en una conferencia en Nueva York la frase principal que oí del ex vicepresidente de la Fed Richard Clarida fue “el fracaso no es una opción”. Es curioso cómo estos mismos miembros de los comités de política monetaria, quienes cometieron el error de política monetaria de mantener las tasas altas por mucho tiempo, ahora quieren asegurarse de que

serán recordados como Paul Volker, en vez de que se les recuerde como a Arthur Burns, aquel presidente de la Fed que fue incapaz de contener los excesos inflacionarios de la década de los 70s. No obstante, nuestro entorno actual es diferente del de aquel período. Tanto la inflación observada como las expectativas de inflación se encontraban en aquella época por encima del 12%; hoy en día el dato observado está en 8%, y las expectativas de largo plazo se encuentran en el rango entre 2.25 y 2.5%. Aun cuando las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen ancladas, el riesgo de que esto no se mantenga es prevaeciente en la mente de los miembros del Comité de la Fed, por lo que entendemos su propensión a querer convencer a la gente de sus capacidades, para que la psicología del consumidor no exacerbe el problema. Tal y como lo esperábamos, la Fed incrementó su tasa en 75 puntos básicos en su reunión de septiembre, dejando su tasa de política monetaria en un rango entre 3.00% - 3.25%. Los pronósticos de la Fed muestran revisiones a la baja a sus estimaciones de crecimiento, y al alza a sus proyecciones de desempleo e inflación. Ahora se espera que el PIB real se ubique en 1.2% en el 4T23, mientras que se proyecta que la tasa de desempleo aumente hasta 4.4%. En particular, los miembros del FOMC cambiaron significativamente su trayectoria proyectada de política monetaria. La tasa de la Fed ahora se espera que alcance un máximo de 4.6% en 2023 (aumentando desde 3.8% proyectado en la reunión de junio), antes de caer hasta 3.9% en 2024 (siendo este nivel 0.5% más alto que el estimado en junio). Sin embargo, no se hicieron cambios a la proyección de la tasa de la Fed de largo plazo, que se mantuvo en 2.5%. Este es el cálculo de la Fed de la tasa neutral de interés que, aunque es un poco más alta de lo inicialmente establecido es, todavía, muy baja en nuestra opinión. Durante la rueda de prensa, el presidente Powell tuvo su momento de “lo que sea necesario” con su nuevo eslogan de “seguir en el mismo camino”. En resumen, la Fed pretende llevar su tasa de política monetaria a terreno restrictivo de manera rápida. De hecho, **ahora consideramos que hay una probabilidad elevada de que la Fed lleve a Estados Unidos a una recesión durante los próximos dos trimestres.**

### Indicador de Recesión de EE. UU. da señales de alerta: Probabilidad estimada de recesión dos trimestres adelante usando indicadores macro líderes

Fuente: Insigneo, Forefront Analytics (datos al 14 de septiembre de 2022, lapso de tiempo incluye desde T-1 Día hasta T-2 mes)



### Perspectivas económicas: El gato escaldado, del agua fría huye

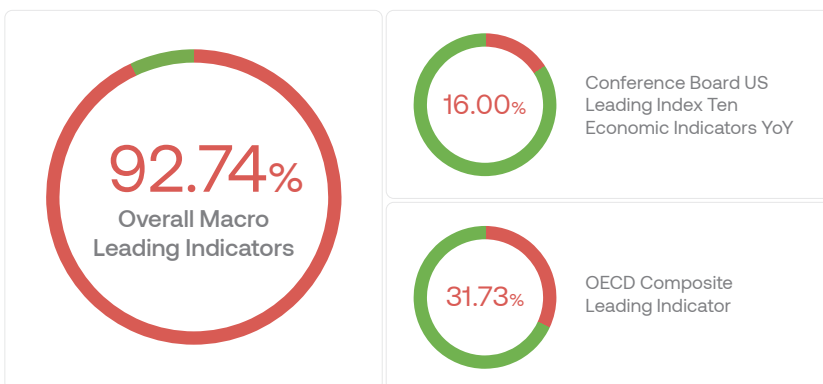
Nuestro indicador de recesión ahora está señalando **más de un 90% de probabilidades de recesión en Estados Unidos en los próximos seis meses**, bastante por encima del umbral de 40% que desencadenaría, en el mejor de los casos, un posicionamiento neutral

en activos de riesgo, pero que ciertamente excluye cualquier posicionamiento alcista. Subjetivamente le estamos restando importancia, aunque no estamos ignorando, la señal del modelo, ya que creemos que la pandemia ha reducido su capacidad predictiva, **tal y como lo resaltamos anteriormente en los modelos inflacionarios**. Tal y como se puede observar, el pseudo r cuadrado ha caído de niveles de 82% hasta 56% registrado el 14 de septiembre, que fue la última

### La capacidad predictiva del indicador ha caído, pero es muy significativa como para ignorarla

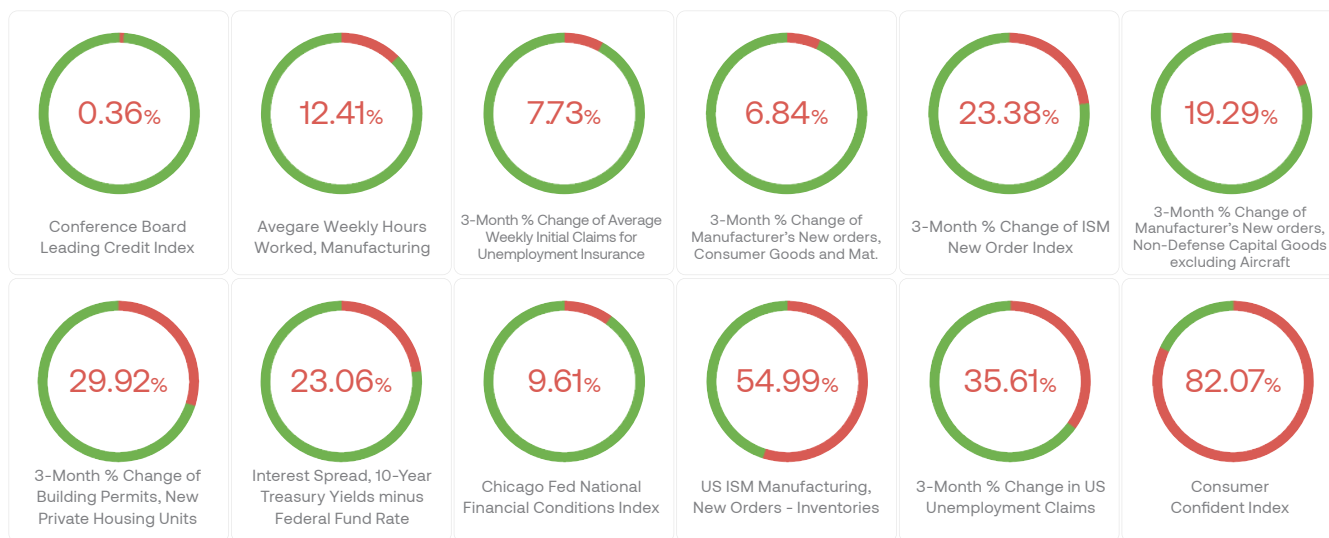
(Pseudo R-squared = 55.78% a 2 trimestres)

Fuente: Insigneo, Forefront Analytics (datos al 14 de septiembre de 2022, lapso de tiempo incluye desde T-1 Día hasta T-2 mes).



**Probabilidad de una recesión en EE. UU. en seis meses se ubican en 93%, en 12 meses en 77%**

(Seudo R cuadrado = 55.78% en dos trimestres; seudo R cuadrado = 57.66% en 4 trimestres)



Fuente: Insigneo, Forefront Analytics (datos al 14 de septiembre de 2022, lapso de tiempo incluye desde T-1 Día hasta T-2 mes)

vez que corrimos el modelo con nueva información, lo que demuestra que las variables estadísticas son coherentes con la intuición. Tal y como decía George Box, el famoso estadístico británico, “todos los modelos están mal, pero algunos son útiles.” En estos tiempos sin precedentes, estamos acatando su consejo: **nuestra perspectiva es que los riesgos de recesión en Estados Unidos son muy elevados y siguen subiendo, pero pueden no ser tan altos como sugiere nuestro modelo.**

Antes de revelar nuestras estimaciones para las perspectivas de crecimiento, Abordemos algunos de los pensamientos detrás de nuestra apreciación cualitativa. El banco central de Estados Unidos no se está conteniendo en su lucha contra la inflación, prefiriendo restarle importancia a la porción del empleo de su mandato, a expensas de la estabilidad de precios. Bajo el mandato de Powell, la Fed actual está haciendo un esfuerzo por convencer a quien sea necesario, dando a entender que están preparados para tolerar dificultades económicas para encauzar

la inflación a la meta. No obstante, hay bastante incertidumbre sobre la evolución de la inflación, tal y como lo discutimos anteriormente. De hecho, las futuras lecturas de inflación podrían reducirse rápidamente, tal y como lo sugiere nuestro modelo tradicional. Pero, de acuerdo con las declaraciones de la Fed, el Comité necesitará ver esas lecturas de inflación, en vez de anticiparse a su caída. Dado que la inflación es un indicador rezagado, esto significa que aumenta la probabilidad de que la Fed contraiga de manera exagerada las condiciones monetarias y que, de manera innecesaria, nos lleve a una recesión. La Fed sabe que cometió un error de política atroz al mantener la política monetaria muy acomodativa. Las tasas estuvieron muy bajas por mucho tiempo. El péndulo puede estar oscilando en la dirección contraria: implementar una política monetaria contractiva muy rápido y no permitir que los efectos rezagados de las decisiones de política monetaria se dejen entrever en la economía. Hoy, la Fed está retirando la liquidez tan rápido como la proveyó durante los inicios de la pandemia en marzo de 2020. **¿Por qué**

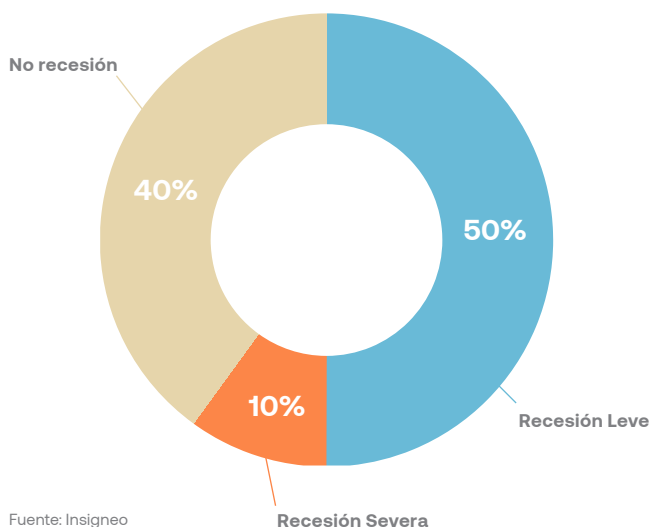
la Fed está creyendo en ese refrán de que “el gato escaldado, del agua fría huye”? En nuestra perspectiva, y luego de haber cometido el error de mantener la política monetaria muy laxa, ahora preferirían volver a ganar un poco de credibilidad, en vez de arriesgarse a que se desanclen las expectativas de inflación, incluso a expensas del riesgo de causar una recesión. La Fed ha podido hacer esto porque el mercado laboral estadounidense se ha mantenido sólido; todavía hay dos empleos por cada persona desempleada en este país. Una vez el mercado laboral comience a deteriorarse (y la historia nos dice que una vez comienza, es complicado de contener), la Fed se verá sometida a una inmensa presión política para que no abandone su mandato de empleo, a la sombra de las elecciones legislativas de noviembre. En particular, después de la reunión de septiembre, muchos políticos estadounidenses condenaron públicamente las acciones de la Reserva Federal. La Fed tiene un acto de equilibrio muy dudoso por delante que ellos mismos crearon. Tenemos menos certeza de que la Fed sea capaz de lograr un “aterrizaje controlado” de la economía norteamericana de lo que creíamos hace un trimestre.

Actualmente, le asignamos las siguientes probabilidades subjetivas de recesión en Estados Unidos durante los próximos meses: 50% de probabilidad de una recesión leve, 40% de probabilidad de que no haya recesión o que se dé un “aterrizaje controlado” dirigido por la Fed y, finalmente, 10% de probabilidad de una recesión severa. Cada uno de estos escenarios tiene diferentes implicaciones para los precios de los activos. Ahora discutiremos estos escenarios.

### Perspectivas de mercado: Dependientes de la Fed

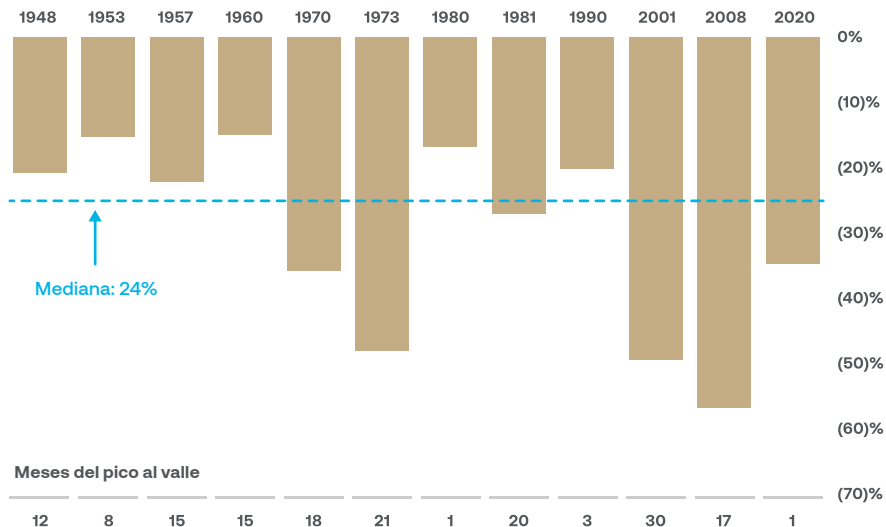
Los mercados se mantendrán volátiles con un alto nivel de incertidumbre, dada la senda de política monetaria de la Fed y la actual guerra en Ucrania. **Hasta que no tengamos una reducción significativa en las lecturas de inflación, es difícil ver una pausa de la Fed, mucho menos un cambio en su postura. Un debilitamiento acelerado del mercado laboral también podría desencadenar un cambio de la Fed.** Si los datos económicos se siguen deteriorando y el mercado cae, entonces la Fed va a responder, mucho más en un año electoral. Vale la pena resaltar que la mayoría de los principales mercados de renta fija y renta variable ya han caído más de un 20%, el pesimismo de los inversionistas es alto, y el posicionamiento de los inversionistas es bajista. Lo anterior, va a proveer cierto respaldo para los mercados, que ya tienen ampliamente descontada una recesión. Tal y como lo resaltábamos durante nuestra última llamada trimestral, la caída media del S&P 500 durante las recesiones en las últimas siete décadas es de -24%. Esto significa que los mercados ya habían descontado la caída mediana que implicaría una recesión en junio y también ahora, que nos acercamos al último trimestre del año.

#### Probabilidades subjetivas de recesión de Insigneo



Primero, empecemos por definir qué es una “recesión leve” vs una “recesión severa”. Una recesión leve

### Desempeño del S&P 500 durante recesiones desde la Segunda Guerra Mundial



Fuente: Goldman Sachs

sería un aumento de la tasa de desempleo a cerca de 5%; una recesión severa necesitaría una tasa de desempleo de 6%, o más. Cada una de estas movidas del mercado laboral implica un cierto grado de contracción en las estimaciones de las utilidades por acción. Si lográramos evitar una recesión, lo anterior implicaría que veríamos un retroceso típico de mitad de ciclo, con un aterrizaje controlado por parte de la Fed, que hábilmente subiría las tasas de interés lo suficiente para desacelerar la economía sin causar contracciones sostenidas o totales en la actividad.

No obstante, esta situación mantendrá el espectro de la Fed sobre los mercados, por temor a que no pueda recortar las tasas en el corto plazo.

En este escenario benigno (40% de probabilidades en nuestra expectativa), el S&P podría tener un rally a final de año, con un rango objetivo entre 4100 y 4300. El tesoro a 10 años probablemente se negociará entre 3.6% y 3.9%, y la tasa de desempleo se mantendrá relativamente estable, probablemente aumentando entre 20 y 30 puntos básicos. En el caso de una recesión

### S&P 500 bajo tres escenarios económicos diferentes

Fuente: Insigneo, Bloomberg. Datos al 23 de septiembre



leve (50% de probabilidad en nuestro escenario), el mercado sencillamente saldrá del paso con un rango objetivo entre 3400 y 3700; el rendimiento del tesoro a 10 años también se moderará y podríamos esperar un rango entre 3.2% a 3.6%. Bajo el más nefasto de los escenarios, el de una recesión severa (10% de probabilidad), el S&P 500 probablemente se negociaría en un rango entre 2900 y 3100, y el rendimiento del tesoro caería por debajo del 3.2%, ya que el mercado comenzaría a descontar recortes de tasa por parte de la Fed en 2023.

Todos nuestros escenarios tienen un resultado negativo para el mercado, y bastante por debajo del máximo del 3 de enero de 4796. Bajo un aterrizaje controlado, el mercado accionario de Estados Unidos cerrará el año 12% por debajo de su máximo; bajo una recesión leve, estaría cerca de 26% por debajo, bastante cerca de la mediana de caídas que se observa en recesiones en el mundo de la posguerra. En el caso de una recesión severa, el mercado cerraría el año cerca de 37% por debajo del máximo, y cerca del nivel de caída promedio de los mercados durante estos periodos. Hay dos riesgos de cola que debemos considerar: uno negativo y uno positivo. El negativo, o de cola izquierda, surge de la guerra de Ucrania, que aún sigue sin resolverse y más lejos de un resultado que nunca. Nosotros consideramos que Putin buscará intensificar la guerra antes de contemplar un acuerdo negociado, ya que la derrota militar en el campo de batalla simplemente no es congruente con la supervivencia de su régimen. Cualquier intensificación táctica o estratégica que esté relacionada con armas nucleares y/o con luchas más allá de las fronteras de Ucrania podría traer consigo una respuesta de la OTAN. Este escenario probablemente solo vería un buen desempeño del oro, de las materias primas del agro y de energía, y del dólar norteamericano. El resto de los activos financieros sufrirían. Por otro lado, el riesgo positivo, o de cola derecha, surge de una caída precipitada de la inflación fuera de una recesión. Los mercados podrían exhibir un *rally* considerable

en este escenario, y probablemente superar el techo de 4300 que probó ser una resistencia fuerte en agosto.

En suma, y dados los niveles actuales del final de septiembre, nos mantenemos neutrales en duración luego de la reciente modificación en los rendimientos, pero podríamos extender la duración en caso de un cambio de postura de la Fed. En términos de acciones, se justifica la cautela, enfatizando posiciones en acciones de *Value* y de calidad, así como en acciones con altos dividendos, dado el entorno actual de mercado. En términos corporativos, el riesgo se mantendrá contenido, incluso bajo un escenario de recesión leve. Solo una recesión severa causaría que los diferenciales se amplíen significativamente. Para las monedas, los diferenciales de tasa de interés y las constantes vulnerabilidades en Europa deberían seguir soportando el desempeño del dólar americano, pero aquí es válida una advertencia.

El dólar está particularmente caro y sobrecomprado. El único escenario en el que vemos un dólar más alto de sus niveles actuales de aquí en un espacio de seis a doce meses es en una recesión global severa y/o una guerra mundial. El Euro está increíblemente barato, y esperamos que recupere su valor en este mismo periodo. **Seguimos recomendando la exposición a sectores de las materias primas como protección – agricultura y energía como protecciones contra el riesgo geopolítico, y metales industriales como protecciones en términos de suministro.**

**Desde una perspectiva más amable para los inversionistas de largo plazo, el terrible desempeño del mercado de este año ha mejorado significativamente los retornos futuros.** De hecho, los mercados de renta fija ya no están en terreno negativo en la mayoría de países, donde sí se encontraban a comienzo del año. La renta fija estadounidense podría estar generando retornos entre 4% y 5% anuales durante los próximos 10 años, y el S&P entre 6% y 7% durante la década. Lo anterior, implica que un portafolio clásico balan-

ceado de “60/40” debería tener un retorno entre 5% y 5.5% por año, equivalente a un aumento de entre 2% y 2.5% de nuestra proyección de diciembre.

Favoreceríamos la exposición a los mercados accionarios globales por encima de los norteamericanos, dado el rendimiento extendido del segundo en lo corrido del año, y los niveles actuales del dólar. Nuestra visión estructural del mercado alcista de materias primas no ha cambiado. De hecho, las materias primas siguen siendo nuestra manera preferida de proteger el portafolio ante la inflación y el conflicto global, dos tendencias que no han dado señales de calmarse en el corto plazo.

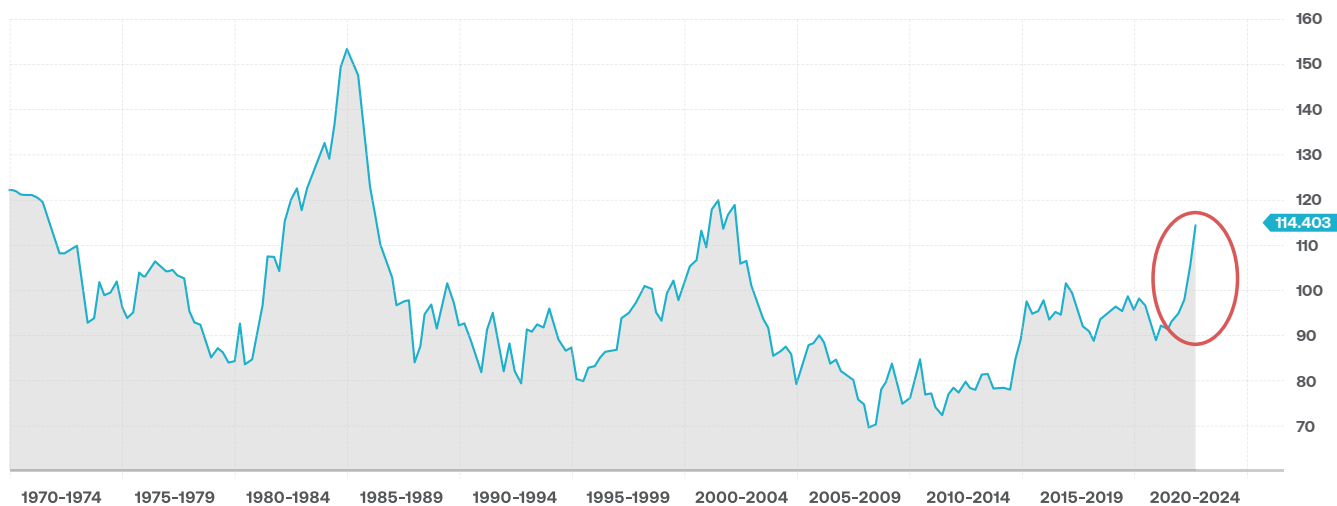
### ¿Qué tan alto puede llegar el dólar?

El activo de mejor comportamiento durante este año ha sido, sin duda, el dólar norteamericano. El índice del dólar, el DXY, determina el valor internacional del dólar al promediar su tasa de cambio contra las

principales monedas del mundo utilizando tasas provenientes de casi 500 bancos alrededor del mundo. En el último año, su valor ha aumentado 20%. Tal y como se puede ver en este gráfico, el dólar ha tenido un aumento parabólico. Los únicos momentos del gráfico con una mayor pendiente (o sea, un mayor incremento) en la divisa ocurrieron antes de los acuerdos del Plaza de 1985 donde los franceses, los alemanes occidentales, los japoneses, los británicos, y los estadounidenses decidieron colectivamente depreciar el dólar contra el franco, el marco, el yen, y la libra, al intervenir en los mercados cambiarios. La apreciación del dólar hoy es consecuencia del endurecimiento de las condiciones financieras diseñado por la Fed, así como también está causada por el fenómeno conocido como “No hay alternativa”, o TINA por sus siglas en inglés. Europa está en caos por el racionamiento de energía, China todavía está sufriendo de confinamientos parciales bajo su política de “cero tolerancia” al Covid, los ingleses están haciendo su mejor esfuerzo por generar tan poca confianza como sea posible respecto a sus responsabilidades fiscales, y los japoneses todavía están envueltos en una política de control de su curva de

### Índice del dólar estadounidense (DXY): Movimiento de dos desviaciones estándar del dólar

Fuente: Bloomberg (al 27 de septiembre de 2022)



rendimientos. **A pesar de todos sus traspés, el dólar norteamericano sigue siendo la “camisa sucia más limpia”, por lo que la gente está haciendo lo posible por obtener tantos como les es posible.** Lamentablemente, un dólar fuerte es lo último que necesita el mundo ahora, teniendo en cuenta que varias naciones están lidiando con mayores costos de alimentos y energía. Aun cuando ha tenido un mejor desempeño que las otras monedas, el yuan chino ha caído más de un 5% contra el dólar desde mediados de agosto, un movimiento inusual en una moneda intervenida.

Luego de haberse apreciado de manera parabólica, la valoración del dólar luce sobreextendida, tal y como se veía las últimas veces que experimentó este tipo de movimientos. No obstante, las claves de su fortaleza todavía no se han agotado, y esperamos que el dólar luzca todavía más caro en el próximo trimestre. Una Fed más *hawkish* ha hecho que el dólar sea la moneda de reserva de mayor rendimiento, lo que implica que la demanda por dólares se mantendrá sólida. Es cierto que Rusia y China están formando un bloque anti-dólar, pero este es un proceso largo y sus consecuencias probablemente serán más pro-yuan que anti-dólar, ya que este último no está en peligro inminente de perder su estatus de moneda de reserva. **Mientras el dólar sigue subiendo, la mejor estrategia**

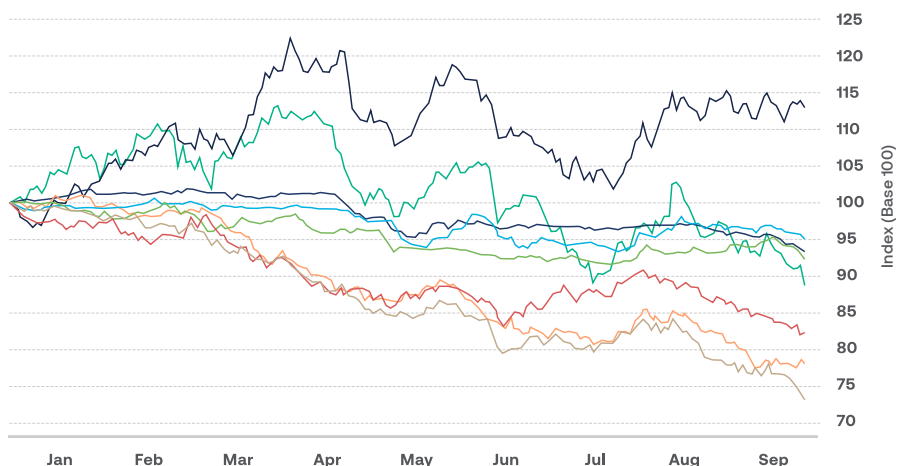
**es mantenerse en efectivo, o con inversiones en bonos del tesoro de muy corta duración. No obstante, es probable que el ajuste del dólar llegue cuando la inflación finalmente se dé la vuelta.** Si Estados Unidos entra en una recesión en los próximos seis a doce meses, como los estamos proyectando ahora, esto muy probablemente haría que la inflación retroceda, causando así que la Fed cambie de postura, que los rendimientos de los bonos del tesoro caigan, y que el dólar a su vez caiga. La inflación siempre cae durante una recesión – esto fue cierto incluso durante la era de estanflación de finales de los 70s y comienzos de los 80s. Por lo tanto, ¿qué tipos de activos serían los mayores beneficiarios de una caída del dólar dirigida por la Fed? En nuestra perspectiva, los mayores beneficiarios serían los mercados de renta variable emergentes, la deuda emergente denominada en moneda local, la energía, y otras materias primas. Estos activos han tenido un buen desempeño a pesar de la fortaleza del dólar. Este gráfico muestra el mejor desempeño de la deuda denominada en dólares de los mercados emergentes en comparación con los mercados desarrollados, a pesar de la apreciación del dólar de 20% a/a. ¿Qué tanto podría mejorar su desempeño en un entorno en el que el dólar estuviera cayendo? La reciente debilidad del oro y de la energía es en parte consecuencia de la

### Rendimientos superiores de los bonos de los ME

Retornos totales en USD de la deuda del gobierno

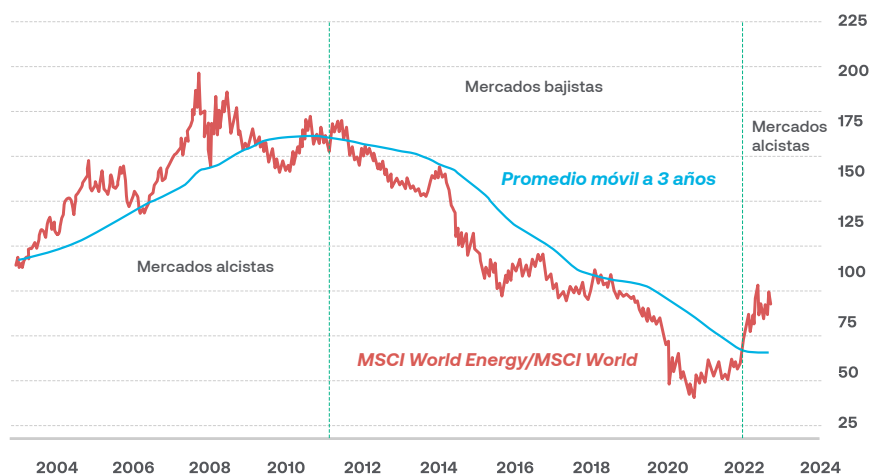
- Brasil
- Sudáfrica
- Indonesia
- China
- India
- EE.UU.
- Japón
- Alemania

Fuente: Gavekal



## ¿Nuevo mercado alcista en la energía?

Acciones de energía vs acciones globales



Fuente: Gavekal

fortaleza del dólar, ya que su valor está denominado en esta moneda. La tendencia alcista en la energía, por ejemplo, debería reafirmarse una vez el dólar retroceda, en cuanto se reitere la tesis de deficiencias en la oferta del mercado de energía. Esperamos que el petróleo vuelva a probar y eventualmente supere el nivel de USD 100 a comienzos del próximo año, si no más pronto.

Como se ve en este gráfico, el promedio móvil de las acciones globales de energía versus las acciones globales finalmente volvió a terreno positivo este año, lo que implica el comienzo de un nuevo mercado alcista en acciones de energía, luego de 12 años de mercado bajista. **Las acciones de energía todavía están baratas y subponderadas por los inversionistas alrededor del mundo.**

## Escasez e innovación: la respuesta europea a una crisis

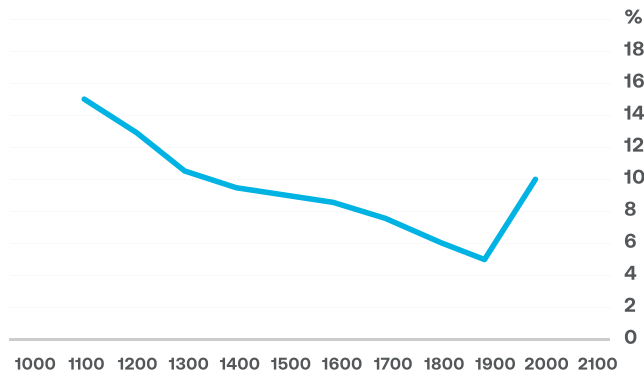
¿Qué llamada trimestral de Insigneo estaría completa sin una gráfica centenaria que hoy nos parece relevante? Bueno, ya viene, pero primero quiero resaltar un

par de reglas fuertemente integradas en nuestra historia colectiva. **Una de las lecciones más repetidas de esta historia es que la escasez lleva a la innovación.** De hecho, el corolario de este principio es que la arrogancia conduce a la ruina – es solo preguntarle a Putin cómo va su mal planificada y mal asesorada invasión a Ucrania. Otra enseñanza importante es que los sistemas políticos y macroeconómicos son muy complejos. Y la gente tiende a concentrarse solo en los efectos de primer orden de la política y la toma de decisiones. Pero son usualmente los efectos de segundo, y hasta de tercer orden, los que son más importantes y los menos cuantificados, los que menos se incorporan por los mercados.

Habiendo discutido estas ideas, revisemos más de cerca la Revolución Industrial, uno de los eventos con la trascendencia más influyente en la historia. Es acertado afirmar que este periodo fue tan importante para la humanidad como lo fue la adopción de la agricultura en términos de progreso. Por lo tanto, todos sabemos que la Revolución Industrial inició en Inglaterra a finales del siglo XVIII y comienzos del siglo XIX. Pero ¿por qué comenzó allá y no, digamos, en España o Francia, que tenían un avance tecnológico similar? Y ¿por qué inició durante ese periodo? Bueno, tal y como lo prometimos, este gráfico de milenios ofrece algunas pistas.

### Escasez en Inglaterra

La madera en Inglaterra estaba desapareciendo antes del inicio de la Revolución Industrial



Fuente: Comisión Forestal, 2001. National Inventory of Woodland and Trees. National Forest Inventory (2011); Clocktower

Como nos muestra este gráfico, el bosque como porcentaje del uso de la tierra cayó constantemente en Inglaterra desde aproximadamente finales del siglo XI hasta antes del inicio de la Revolución Industrial. Al deforestar su propia isla, los ingleses se estaban quedando sin árboles. Y los árboles eran muy importantes en ese momento, al ser su principal fuente de combustible. Inglaterra, tenemos un problema. En respuesta, los ingleses comenzaron a importar árboles de la región báltica, donde tenían un superávit de madera. Pero este comercio era regularmente interrumpido por los daneses y los suecos. Esto implicaba que los ingleses estaban constantemente lidiando con un problema importante para cualquier economía – escasez de combustible. **Bueno, esta crisis energética – escasez – conllevó a la innovación: los ingleses fueron los primeros en experimentar con el carbón como una fuente de energía. La necesidad es la madre de la invención.** Resultó que el carbón es más eficiente en términos de proveer energía que la madera – 26 mil BTUs por tonelada para el carbón en comparación con 14 mil BTUs por tonelada para la madera. Ya que la innovación nace de la necesidad, los ingleses pasaron de un estado de

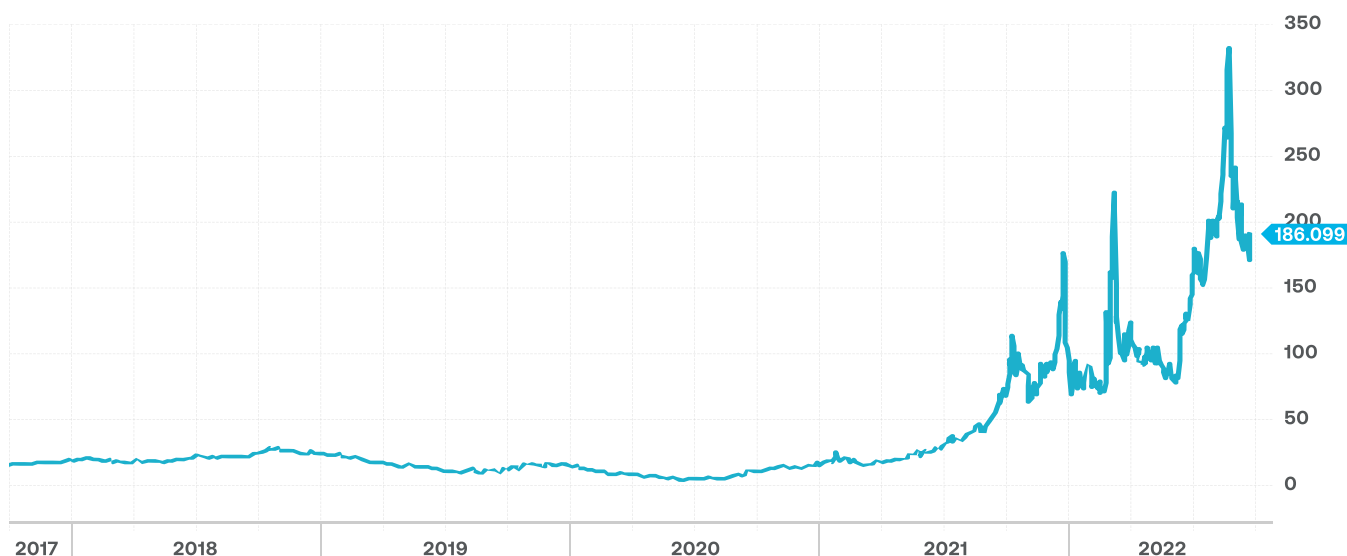
— “La escasez llevó a la innovación, lo que a su vez llevó a la Revolución industrial. Esto llevó a que el Imperio Británico dominara el mundo por más de un siglo.”

crisis energética permanente a uno de abundancia de energía más rápido que en cualquier otro lugar. Otra característica del carbón es que es mucho más pesado que la madera. Esto implica que los ingleses también tuvieron que desarrollar otros sistemas de transporte que pudieran movilizar el carbón de donde era extraído hasta donde era transformado en combustible. **La escasez llevó a la innovación, lo que a su vez llevó a la Revolución industrial. Esto llevó a que el Imperio Británico dominara el mundo por más de un siglo.**

Ahora, volvamos al presente y a los pronósticos de largo plazo. ¿Quién podría ser el gran ganador de la próxima década? Hoy nadie diría Europa. Todo el mundo tiene una visión pesimista del Euro, de las acciones industriales europeas, etc. Si se tiene una visión a seis meses, si se es un *trader* o un inversionista de corto plazo, entonces esta probablemente es la postura correcta en términos de riesgo. El siguiente gráfico muestra los precios del gas natural holandés proveniente de los contratos de futuros genéricos. Desde 2021, estos se han disparado, estando a su vez acentuados por dramáticos movimientos al alza cada vez

## Precios del gas natural holandés: Europa se enfrenta a una crisis de energía

Futuros diarios de gas holandés TTF | Fuente: Bloomberg (datos al 27 de septiembre de 2022)



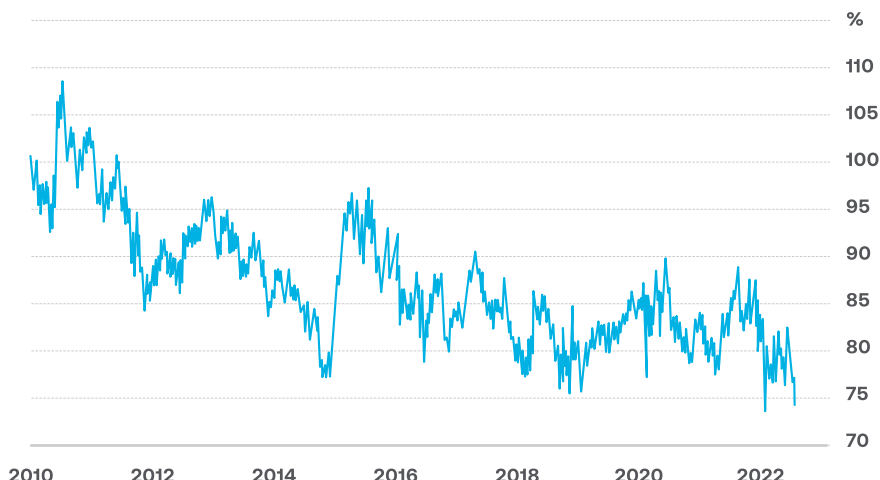
que Rusia hace un movimiento importante o amenaza con otra escalada. Europa está en medio de una gran crisis energética, en gran parte provocada por ella misma. Pero si se es un inversionista de largo plazo, ¿es esta la postura adecuada? Yo diría que no. Déjenme explicar por qué.

A pesar de que durante la última década las compañías industriales europeas pagaron una prima por el uso de la electricidad por encima de sus contrapartes norteamericanas de entre 30-50% (donde esa prima hoy está cerca del 100%), su participación en las exportaciones globales se ha mantenido prácticamente inalterada en este mismo periodo. Esto significa que, durante la última década, las compañías norteamericanas han desperdiciado su ventaja de costo de electricidad vs. sus competidores europeos al no haberles quitado participación de mercado. Otra forma de verlo es decir que los altos costos de insumo para la energía europea no han reducido su competitividad. Del mismo modo, mientras Estados Unidos exporta más gas natural licuado a Europa y utiliza menos para su consumo doméstico, dados los altos precios de este

en el exterior, los precios del gas natural licuado europeo y norteamericano deberían converger, como consecuencia de una caída de los precios europeos, y un aumento de los precios norteamericanos. Esto debería reducir la ventaja de energía que tienen las compañías norteamericanas actualmente por encima de sus contrapartes europeas. Finalmente, Europa lidera el uso mundial de energías renovables. 30% del consumo de energía europea proviene de renovables, en contraste con el 19% de Estados Unidos y el 18% del mundo. Probablemente van a seguir innovando en el terreno de energías renovables, o precisamente en el campo de la energía como tal, como consecuencia de su problema de escasez de energía. Tiene que hacerlo, es cuestión de supervivencia. Piénsenlo de esta forma: ¿de dónde podría venir el próximo avance en el campo de la energía? ¿De un lugar en donde la energía es abundante como Estados Unidos u Oriente Medio? ¿O de un lugar en donde la energía es escasa y costosa, como Europa? De nuevo, la necesidad es la madre de la invención. **Mi apuesta es que este avance se va a materializar en Europa.** Recuerden a los ingleses medievales y su problema de seguridad

### Acciones industriales europeas vs norteamericanas

Euro Stoxx 600 industriales en relación con el S&P 500 industriales



Fuente: Macrobond, Base 100 al 1 de enero de 2010

energética. Como un inversionista de largo plazo, ¿cómo se implementa esta posibilidad de inversión? Comprando el sector de compañías industriales europeo. Este gráfico muestra el desempeño de las compañías industriales europeas versus sus comparables norteamericanas. Como pueden observar, las acciones industriales norteamericanas han tenido un mejor desempeño durante los últimos 12 años. La apuesta lógica es que esta tendencia no va a continuar. Ya sea porque los costos de electricidad de Europa no van a reducirse

porque Estados Unidos exporte más gas natural a Europa, o porque Europa pueda innovar más rápido y mejor, o porque ambas tendencias deberían revertirse. La única manera de que esta tendencia no se revierta es si Europa no es capaz de salir de su problema de escasez innovando. Esa es una apuesta que va en contra de la historia de la humanidad, y no es una que se deba hacer. Para los inversionistas de largo plazo, las compañías europeas industriales son una buena apuesta.



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

### La luz al final del túnel – perspectiva de inversión para América Latina

Tal y como lo hemos dicho en ocasiones anteriores, 2022 ha sido un año retador en los diferentes mercados y regiones tanto para los inversionistas como para los profesionales del mercado. Los inversionistas han preferido distribuir sus recursos hacia activos refugio y de menor riesgo, en medio de un conflicto inesperado entre Rusia y Ucrania, disrupciones a las cadenas de suministro que han causado presiones adicionales alrededor del mundo, y el retiro de los estímulos de política monetaria en medio de miedos

de una recesión global. América Latina no ha sido inmune a la disminución de riesgo global, a pesar de haber visto algunos casos de desempeño sobresaliente en la región. Para el resto, la pregunta que cabe hacerse es **“¿nos estamos acercando a ver la luz al final del túnel?”** ¿O son los puntos de entrada atractivos para los inversionistas una realidad lejana?

Primero, aclaremos el panorama macroeconómico. Latinoamérica actualmente se enfrenta a un contexto altamente correlacionado con el aumento tanto de las medidas observadas como esperadas de inflación, que a su vez han forzado a los bancos centrales a

vos de política monetaria podrían estar próximos a terminar en países como Brasil y Perú. De otro lado, se espera que la inflación siga subiendo en México, Colombia, y Chile, donde la implementación de aumentos adicionales en la tasa de política monetaria será urgente. Probablemente, los bancos centrales esperen hasta observar señales de que las expectativas de inflación se han estabilizado antes de implementar una política monetaria más expansiva.

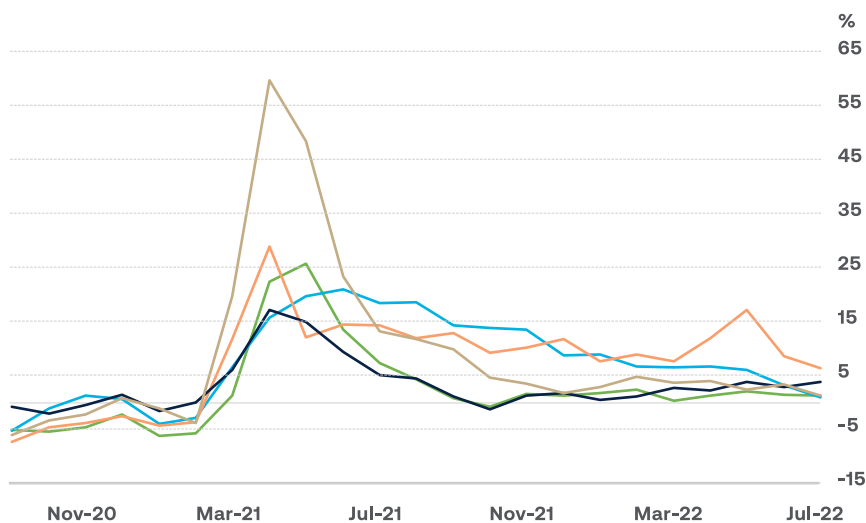
Por su parte, e incluso cuando el crecimiento económico ha sido positivo este año, hay cierta incertidumbre relacionada con la probabilidad de que esta resilien-

### Actividad en América Latina ha perdido impulso

- Mexico
- Chile
- Colombia
- Brasil
- Peru

En el gráfico se observan el IGAE de México, el IMACEC de Chile, el ISE de Colombia, el Índice IBC -Br de Brasil, y el Índice de Producción Nacional de Perú.

Fuente: Bloomberg. Datos al 31 de julio de 2022



implementar una política monetaria contractiva más agresiva y de manera más temprana de lo esperado. Al momento de esta publicación, este ha sido el caso para Chile (675pbs), Colombia (700pbs), y Brasil (450pbs), que han exhibido una postura más agresiva que Perú (425pbs) o México (375pbs). Lo anterior, en medio de miedos relacionados con un desanclaje de las expectativas de inflación, y en un intento de encauzar la inflación de regreso a su rango meta. No obstante, algunos analistas están empezando a descontar la posibilidad de que los ciclos contracti-

cia se mantenga el próximo año. De hecho, 2023 es un año en el que América Latina podría estar sintiendo de una forma más aguda los efectos rezagados de una mayor inflación y una política monetaria más contractiva. Incluso si algunos países siguen teniendo rendimientos sobresalientes, la desaceleración general en la actividad ya comienza a aparecer: como se observa en este gráfico, la actividad en México comenzó a desacelerarse en junio, al igual que en Perú, Colombia, y Chile, donde la actividad retrocedió en su lectura de julio. No obstante, Brasil es un caso atípico. Sus lecturas

de actividad continúan evidenciando un crecimiento sólido en lo corrido del año, estando soportadas por varias transferencias sociales y por la recuperación del poder adquisitivo de los consumidores.

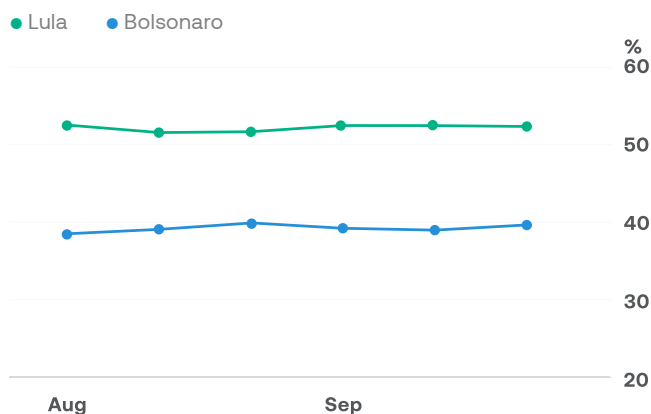
Por otro lado, los déficits en cuenta corriente se mantienen amplios en algunos países. Este ambiente retador nuevamente resalta la importancia de los flujos de inversión extranjera directa y el interés de los inversionistas internacionales en el mercado de deuda local de Latam.

Hay algunos casos, como el mexicano, en donde el país ha experimentado niveles récord de inversión extranjera directa – IED – durante el primer semestre de 2022. Estos flujos reflejan los efectos de dos operaciones de compañías específicas, así como el dinamismo del sector manufacturero. No obstante, *the Economist Intelligence Unit* – EIU – espera que estos flujos de inversión extranjera se moderen en los próximos meses, “principalmente como consecuencia de las crecientes preocupaciones sobre los derechos contractuales bajo el gobierno de Andrés Manuel López Obrador.”. México también tiene una incertidumbre política proveniente de la aprobación por parte del Congreso de su presupuesto para 2023, el cual incluye un aumento no menor destinado al gasto social, equivalente al 3.6% del PIB. Estos nuevos recursos deberían estar destinados a gastos relacionados con el rubro de inversión, tales como el “Tren Maya”, y la refinería Dos Bocas.

Otro país que ha exhibido flujos de inversión positiva es Colombia, donde la inversión extranjera directa se recuperó para alcanzar USD 4.77 billones en el segundo trimestre de 2022, luego de haber registrado salidas en 2019 y 2020, de acuerdo con cifras publicadas por BanRep. Del mismo modo, en el caso colombiano vale la pena resaltar que los inversionistas extranjeros siguen siendo protagonistas en el mercado de deuda local, donde compraron COP 20.43bn de deuda local en lo corrido del año.

Pasando ahora al panorama político de la región, incluso si la perspectiva se inclina un poco más a la izquierda de lo que estaba el año pasado, 2022 trajo consigo algo de claridad en el frente político latinoamericano. En lo que resta del año, la única fuente de incertidumbre aún presente es Brasil y sus elecciones presidenciales. En este aspecto, y al momento de esta publicación Lula, el candidato de izquierda, sigue liderando en las encuestas, incluso si su margen de liderazgo se ha reducido en las últimas encuestas recopiladas por el EIU.

### Intenciones de voto para la presidencia en una segunda vuelta



Fuente: Datafolha

Tanto los inversionistas como analistas estarán monitoreando cómo cada uno de los dos candidatos para la segunda vuelta van a abordar el retador contexto fiscal al que se enfrenta Brasil actualmente. Específicamente, la atención estará centrada en ver si alguno de los candidatos implementaría cambios al límite de gasto y si mantendrían los recortes tributarios que inicialmente iban a reversarse en 2023. Esta incertidumbre fiscal incluso fue mencionada en la última reunión del Copom, en donde el Comité decidió

realizar la primera pausa en la implementación de su política monetaria contractiva, mientras reconocieron que el marco fiscal del país y posibles estímulos fiscales adicionales podrían implicar riesgos inflacionarios.

Por su parte, Chile rechazó el texto propuesto por la Convención Constitucional, por lo que ahora el país debe embarcarse en un proceso largo y tortuoso para presentar una nueva alternativa. El mercado tomó el resultado del plebiscito como un suceso positivo, y varios analistas esperan que la nueva Convención Constitucional incluya una postura más consensual, con una menor representación de la izquierda. Lo anterior, podría potencialmente abrir la puerta a que la nueva versión del texto que se sometió a votación el 4 de septiembre para ser implementado como la nueva Constitución sea más moderada, lo que muchos consideran sería beneficioso tanto para los participantes del mercado como para el sector corporativo. Adicionalmente, algunos analistas consideran que el gobierno podría intentar implementar una agenda más moderada y gradual, lo que a su vez ayudaría a suavizar las negociaciones entre el Ejecutivo y el Legislativo, considerando que la coalición de gobierno no cuenta con una mayoría parlamentaria.

De otro lado, Argentina será el siguiente país en llevar a cabo sus elecciones presidenciales en octubre de 2023, en donde probablemente el gobierno actual deba entregarle el poder a la oposición. Mientras tanto, los diálogos con el FMI siguen determinando el futuro del país, aún más después de que el FMI anunciara un acuerdo a nivel de personal técnico sobre la segunda revisión en el marco del Acuerdo de Servicio Ampliado del Fondo. Este acuerdo le garantizaría a Argentina el acceso a cerca de USD 3.9 billones, que el gobierno probablemente utilizará para pagar parte de la deuda que Argentina tiene con el FMI. Sin embargo, esta decisión no implica que el entorno macroeconómico se vea menos retador, teniendo en cuenta que la inflación se mantiene desbocada, incluso si el banco central sigue intentando implementar medidas para

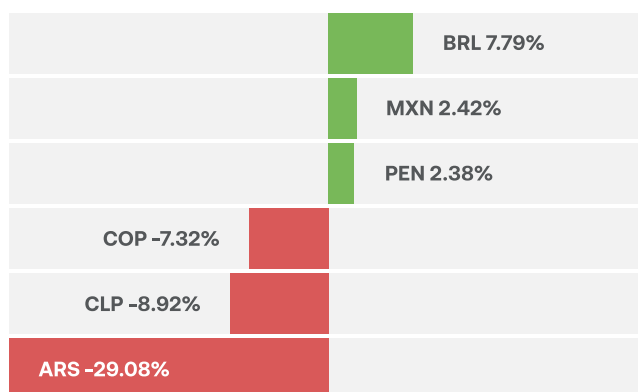
controlarla. Todo lo anterior ha perjudicado la gobernabilidad, haciendo que la implementación de una política monetaria más contractiva sea más difícil.

Perú sigue experimentando inestabilidad política, con cambios de gabinetes y amenazas de procesos de destitución presidencial ocurriendo de forma casi que constante. En ese aspecto, la EIU espera que el congreso destituya al presidente Castillo y que el país tenga que llevar a cabo elecciones antes de abril 2026, fecha para la cual están agendadas. Esta incertidumbre afecta negativamente las perspectivas futuras de inversión en el país, siendo este un hecho que comienza a visibilizarse por medio de las inversiones de extranjeros en deuda denominada en PEN: de acuerdo con el último reporte trimestral de inflación del Banco Central de la Reserva del Perú, los inversionistas internacionales redujeron su *stock* de deuda en PEN 1.3bn durante el último trimestre, contando ahora con el 45% del total emitido. Esto, al compararse con la cifra del año inmediatamente anterior, cuando los inversionistas internacionales equivalían al 51% del total de tenedores de deuda.

— “La pregunta que cabe hacerse es “¿nos estamos acercando a ver la luz al final del túnel?” ¿O son los puntos de entrada atractivos para los inversionistas **una realidad lejana?**”

Ya que hemos cubierto el panorama macroeconómico, revisemos el entorno de los mercados. Desde la perspectiva de las monedas, en lo corrido del año los países que han tenido la mayor cantidad de turbulencias políticas son los que exhiben la mayor depreciación. La excepción aquí es Perú, donde el Sol, en vez de depreciarse, se ha apreciado en medio de un

### El factor político y un dólar fuerte afectan a las monedas en Latam



Fuente: Bloomberg, Cifras al 29 de septiembre de 2022

contexto desafiante. Cabe resaltar que esta depreciación es negativa para los déficits en cuenta corriente, ya que hace que su financiamiento sea más retador.

En términos de renta fija, vale la pena destacar que el índice de Barclays de deuda de Latam ha sido uno de los de mejor desempeño en lo corrido del año. Incluso si se estima que podría haber desvalorizaciones como consecuencia del proceso de normalización de política monetaria que está ocurriendo alrededor del mundo, las tasas atractivas que ofrecería la renta fija latinoamericana podrían inclinar la balanza hacia una mayor entrada de flujos de inversión a la región.

En suma, consideramos que el panorama de inversión para la región es mixto. La perspectiva pesimista en términos de inflación continuará obligando a varios bancos centrales latinoamericanos a implementar una política monetaria más contractiva que, en conjunto con un tono más *hawkish* proveniente del mundo desarrollado, probablemente implicará que las tasas de política monetaria se mantengan en terreno restrictivo por un tiempo más prolongado de lo que se había estimado inicialmente. Ya que los bancos centrales van a estar aún más data-dependientes, si

la inflación no retrocede tan rápido como se espera, la implementación de una política monetaria contractiva podría mantenerse.

Lo anterior, afectaría las perspectivas de crecimiento para el próximo año, con varios analistas reduciendo sus pronósticos de PIB para el próximo año. Por otro lado, la probabilidad de que los bancos centrales latinoamericanos comiencen a implementar una política monetaria más laxa antes que otras regiones del mundo es relativamente alta. Esto beneficiaría la deuda soberana y corporativa del tramo más corto de las curvas en moneda local. Asimismo, si el dólar se mantiene alto en lo que resta del año, las tasas que los inversionistas internacionales podrían conseguir en los mercados de deuda locales en Latinoamérica podrían ser más atractivas que la ofrecida por sus pares en otros mercados internacionales. Este escenario depende en gran medida de que Estados Unidos no experimente un “aterrizaje forzoso”, lo que haría que los inversionistas se tornen más aversos al riesgo, y el interés por activos refugio vuelva a aumentar. Adicionalmente, la percepción de riesgo de la región es otro factor a considerar, teniendo en cuenta que el CDS a 5 años de la mayoría de los países ha aumentado en lo corrido del año y que potenciales reducciones de calificación, como la que ya experimentó Chile, podrían ocurrir.

Incluso si reconocemos que los activos latinoamericanos lucen baratos, nuestra recomendación final es una de cautela. Hemos observado demasiados eventos inesperados a lo largo del año que han sido adversos para la región. ¿Será igual el próximo año? Puede ser, pero esto no significa que los inversionistas con la tolerancia al riesgo adecuada no deberían tener exposición a la región. América Latina siempre ha sido capaz de recomponerse después de momentos de crisis, apoyándose en unos fundamentales macroeconómicos sólidos y en su capacidad de ver la luz al final del túnel – incluso si alcanzarla requiere un esfuerzo adicional. ■

# House Views Matrix

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

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

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

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



## **Important Legal disclaimer**

This 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 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 Asesorias 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 <https://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/>