



Comentarios de Mercado
Enero 2023

Versión Español

Perspectivas 2023

Una historia en dos partes

Llamada Trimestral 1T

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 1T | 2023

9 de Enero, 2023

Una mirada al 2022 y sus implicaciones

El año pasado será recordado como uno con altos niveles de incertidumbre y volatilidad, así como uno que los inversionistas van a querer olvidar rápidamente. En el pasado reciente, un shock particular sacudió a los mercados – la crisis financiera mundial o la pandemia de 2020 como dos ejemplos notables. Sin embargo, en 2022 hubo múltiples sorpresas al sistema financiero, cada una con efectos similarmente dañinos. En primera instancia, la confianza de los inversionistas se rompió por causa del ritmo con el que la política monetaria global se contrajo, como consecuencia de una inflación que se mostró persistente y nefasta. Este año se retiró liquidez de los mercados a un ritmo no visto desde la década de los 70s y 80s en el mundo desarrollado.



Ahmed Riesgo

Director de Inversiones
Insigneo Financial Group

Y la resiliencia del sector privado también fue turbada por la invasión de Rusia a Ucrania, el primer gran conflicto territorial en suelo europeo desde la Segunda Guerra Mundial, y la política de “cero tolerancia” al Covid de China, que conllevó a confinamientos drásticos en todo el país, similares a los vistos en las primeras etapas de la pandemia.

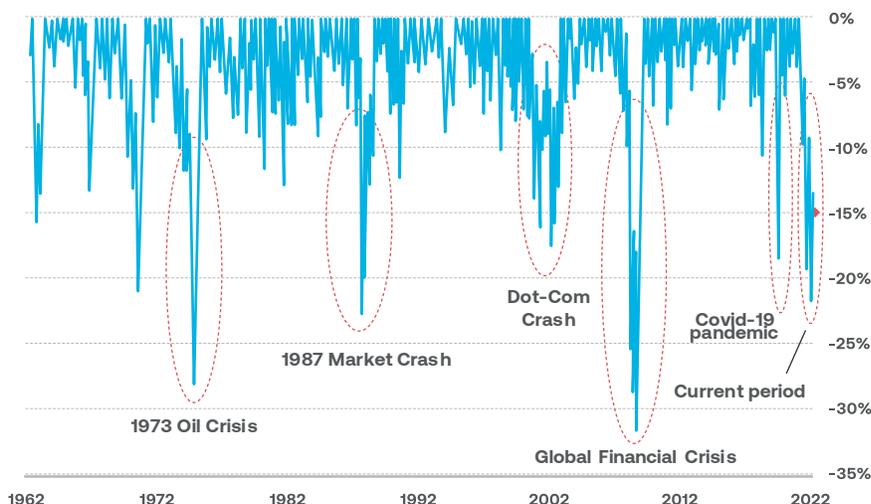
No ha habido lugares para que los inversionistas eludan la tempestad. El mal desempeño tanto de los bonos como de las acciones es extremadamente raro. Revisamos cien años atrás y solo encontramos otros dos casos en los que las acciones y la renta fija disminuyeron de manera comparable a como lo han hecho este año: 1931 y 1969. Algunas de las conclusiones más sorprendentes fueron que este fue el peor año de la historia para los rendimientos de los bonos corporativos de grado de inversión, y que el total de bonos grado de inversión denominados en dólares que se negociaron por debajo de \$80 alcanzó su nivel más alto registrado. Como se puede observar en el gráfico 1, a pesar de que el retroceso de la renta variable estuvo cercano a su mediana (-25 % en el punto mínimo del mercado), los portafolios tradicionales del modelo 60/40 registraron uno de sus peores

años. Claramente, la renta fija no pudo protegerlos como lo había hecho en la última década. En suma, 2022 fue un año retador para los inversionistas, dado que las relaciones en las que habían confiado se rompieron o, peor aún, se invirtieron.

Al entrar en el nuevo año, tiene sentido hacer una pausa y reflexionar. ¿Por qué presenciamos estos mercados bajistas simultáneos tanto en renta variable como en renta fija? **Nuestra perspectiva es que este año que pasó fue la primera etapa de varios cambios estructurales que se volvieron lo suficientemente evidentes para que fueran visibles.** Al pasar de globalización a desglobalización, de la abundancia a la escasez en términos de energía y otras materias primas, del “Consenso de Washington” a una versión del siglo XXI del “Gran Juego”, un aumento en el conflicto de las grandes potencias, de booms poblacionales a su caída,

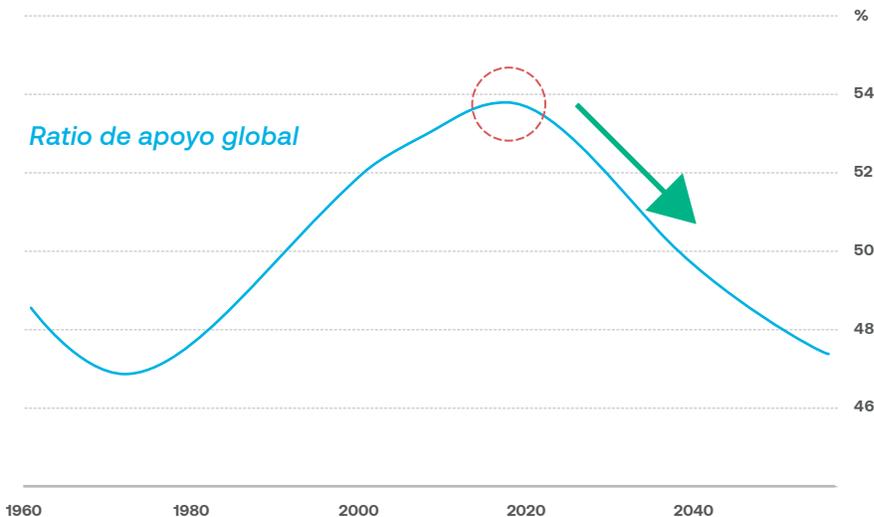
— “No ha habido lugares para que los inversionistas eludan la tempestad. El mal desempeño tanto de los bonos como de las acciones es extremadamente raro.”

Años duros para los portafolios balanceados a través de la historia: retiros a un año para portafolios 60/40



Fuente: Haver Analytics, Datastream, Goldman Sachs GIR.

Las tendencias demográficas globales son inflacionarias: número de trabajadores relativo al número de consumidores está cayendo



Fuente: BCA Research

de desinflación a inflación. El gráfico 2 nos muestra que el número de trabajadores en relación con el número de consumidores alrededor del mundo alcanzó su máximo en la mitad de la década pasada, y actualmente retrocede precipitadamente. En conjunto con la mayor ocurrencia de conflictos, esta tendencia probablemente es uno de los mayores factores del nuevo paradigma de mayor inflación que podría persistir durante las próximas décadas.

— “Desde ahí, solo veríamos una serie de mínimos mayores y máximos mayores hasta que el nuevo mercado bajista para los bonos termine, y esto podría tomar muchos años más – incluso décadas.”

¿Se requerirán cambios drásticos en la construcción de portafolios? Yo los llamaría “cambios” y “ajustes”, y los hemos abordado frecuentemente en nuestras últimas publicaciones a través de la incorporación de activos reales, materias primas, infraestructura, oro,

propiedad raíz, e inversiones privadas. Esto implica que habrá más energía, materiales, y más acciones *value* que *growth* y compañías de tecnología en las distribuciones sectoriales. Sin embargo, el portafolio 60/40 no está muerto, a pesar de que muchos artículos así lo afirmen. De hecho, 2023 podría inducir una reaparición del mismo, ya que anticipamos un mucho mejor año para la renta fija, particularmente para la deuda grado de inversión y para los soberanos, como consecuencia de un mejor entorno de tasa de interés que el observado durante la masacre de 2022. Según nuestras expectativas, un portafolio balanceado 60/40 de acciones y bonos estadounidenses debería exhibir rentabilidades cercanas a 6.5% anual, con un rango de desviación de riesgo de cerca de 1%, lo que implica una probabilidad de casi 67% de un retorno anual entre 5.5% y 7.5%.

Una vez superemos la reducción en tasas que esperamos una vez entremos en una recesión, entonces el mercado bajista en la renta fija debería reafirmarse. Cabe recordar que las tasas deberían seguir un camino de dos pasos hacia adelante y uno hacia atrás, pero manteniendo una tendencia positiva. Como lo mencionamos después de la pandemia, el mercado alcista

Crecimiento económico por debajo del potencial prácticamente en todas parte

REGION	2022 ESTIMADO	2022 ACTUAL	2023 ESTIMADO
EE.UU.	1.8%	1.9%	0.7%
China	1.9%	3.0%	4.8%
Zona Euro	1.7%	3.2%	0.1%
Japón	2.0%	1.4%	1.1%
Mundo	3.1%	3.1%	1.6%

Fuente: Insigneo

de la renta fija llegó a su fin cuando el Tesoro a 10 años tocó lo que consideramos sería su mínimo histórico de 0.32% el 8 de marzo de 2020. Desde ahí, solo veríamos una serie de mínimos mayores y máximos mayores hasta que el nuevo mercado bajista para los bonos termine, y esto podría tomar muchos años más – incluso décadas.

Esperamos que disfruten de nuestra perspectiva anual para 2023 con la misma emoción que tuvimos nosotros al prepararlo. El futuro es incognoscible, y probablemente traerá consigo muchas sorpresas, así como lo ha hecho en ocasiones anteriores. Sin embargo, esto no implica que realizar pronósticos sea un esfuerzo inútil. Nos permite establecer un marco y un plan de contingencia en torno a la incertidumbre, que luego se puede actualizar conforme vamos obteniendo nueva información. Que tengan un maravilloso, próspero, y exitoso año nuevo.

Pronósticos macroeconómicos

En primera instancia, comenzaremos con una evaluación de qué tan exactas fueron las proyecciones de crecimiento de los mayores bloques económicos alrededor del mundo. En términos generales predijimos

correctamente la trayectoria de la pandemia, y teníamos razón al pronosticar la fortaleza del mercado laboral alrededor del mundo, al mismo tiempo que la población en edad de trabajar siguió normalizándose. En el gráfico 3 pueden observar nuestras proyecciones para 2022, junto con los datos actuales de crecimiento al final del año. Nuestras estimaciones para Estados Unidos y el mundo fueron correctas al ubicarse en 1.9% y 3.1%, respectivamente, y dando fe de la solidez de nuestros modelos econométricos. Para China y la Zona Euro subestimamos la resiliencia de ambas regiones con respecto a la guerra y a los confinamientos, pero nuestras estimaciones apuntaron en la dirección correcta. En Japón, sobreestimamos su nivel de crecimiento, pero no por un margen significativo. En general, estamos satisfechos con nuestras proyecciones económicas para 2022.

Ahora, concentrémonos en este año. Verán nuestras estimaciones en la columna de la derecha. Hay un par de puntos principales a resaltar de estas estimaciones. En primer lugar, el crecimiento alrededor del mundo estará significativamente por debajo de su potencial con una excepción importante – China. Estamos proyectando un PIB para Estados Unidos de apenas 0.7%, Japón crecería 1.1%, y la Zona Euro permanecería prácticamente sin cambios al crecer apenas 0.1%.

Nuestras estimaciones de PIB global se encuentran actualmente en 1.6%, el dato más débil en años, lo que sugiere un ambiente con una leve recesión. La Zona Euro se enfrenta a mayores retos en el corto plazo que las otras regiones (de hecho, puede que ya se encuentre en recesión), incluso cuando la mayoría de la región pudiera crecer a mayor ritmo durante los próximos seis a nueve meses. Pero para que esto ocurra, primero se necesita algo de estabilidad en los mercados de energía europeos, y esto requiere una resolución de la guerra en Ucrania.

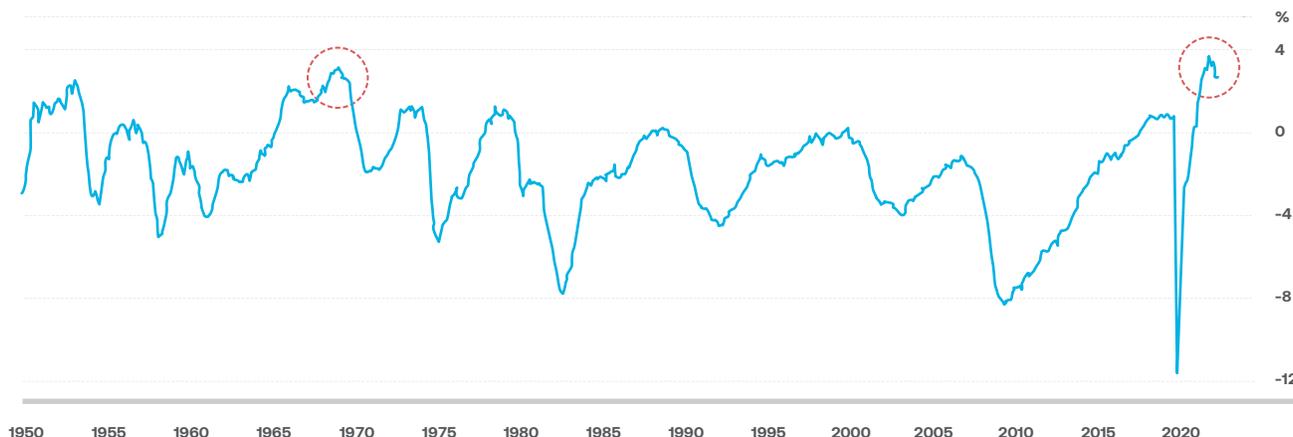
China es la única región en la que pronosticamos un crecimiento al o levemente por encima del potencial con una variación de 4.8%. Hemos revisado esta proyección significativamente al alza en las últimas semanas, luego del cambio de postura del país con respecto a su política del Covid, la cual había sido impuesta de manera forzosa por el gobierno y que enfrentó una resistencia increíble por parte de la población china. **En esencia, China se convirtió en Suecia, dejando que el virus siga su curso por el país con mínima interferencia del gobierno, más allá de**

campañas de vacunación. El gobierno chino va a depender de su gente en vez de en normas para autorregular su comportamiento cuando los casos son elevados. Adicionalmente, China está proveyendo estímulos adicionales a su asediado mercado de propiedad raíz, reduciendo sus medidas severas contra las *Big Tech*, suavizando su postura con respecto al desliste de acciones en Estados Unidos, e incluso está intentando disipar sus tensiones geopolíticas con Estados Unidos y Europa. Todos estos son progresos favorables, incluso si están llegando tarde, y suponen riesgos al alza para el crecimiento económico alrededor del mundo, especialmente para los países en desarrollo. Desafortunadamente, también implican riesgos para la inflación en el mundo desarrollado, ya que la reapertura descontrolada de China podría presionar los precios de las materias primas el próximo año.

Volviendo a Estados Unidos, nuestro indicador de recesión Insigneo – Forefront ha caído dramáticamente en el último trimestre luego de alcanzar niveles muy elevados, como consecuencia de la fortaleza del mercado laboral y la resiliencia de los consumidores

Trabajos en abundancia: hay una disminución de la brecha entre empleos y trabajadores en EE. UU., pero se mantiene elevada | Fuente: BCA Research

Brecha entre empleos y trabajadores en EE. UU.



ante ahorros acumulados. Nuestro modelo está estimando una probabilidad de recesión en Estados Unidos en los próximos seis meses de apenas 5%, y para el próximo año la ubica en 37%. Tal y como les presentaremos en unos instantes, nuestras probabilidades subjetivas de que se dé una recesión en Estados Unidos son mucho más altas de lo que sugiere nuestro modelo probit. Sin embargo, antes de hacer eso, vale la pena resaltar las características de la economía norteamericana que sustentan las bajas probabilidades del modelo.

Todo comienza con el mercado laboral. Como lo muestra el gráfico 6, todavía hay muchos puestos de trabajo disponibles para los trabajadores americanos. La brecha entre trabajos y trabajadores estadounidenses se está cerrando levemente, pero se mantiene elevada. Esta medida se define como la diferencia entre el número total de puestos de trabajo (a saber, empleo más puestos de trabajo) y el número de trabajadores (a saber, la fuerza laboral). Todavía se ubica en una relación de 3 a 1. Esto significa que los puestos de trabajo en toda la economía están por debajo de sus máximos, pero todavía exceden el número de estado-

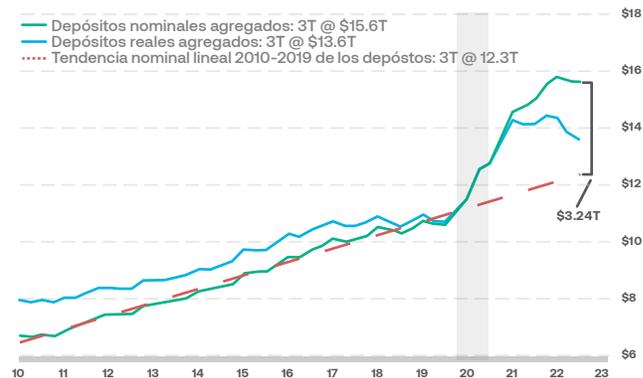
unidenses empleados. En una encuesta reciente, la mayoría de trabajadores despedidos del sector de tecnología afirmaron estar encontrando trabajo poco después de comenzar su búsqueda, ya que los empleadores continúan contratando trabajadores en un mercado laboral apretado. Según una encuesta de ZipRecruiter, cerca del 79% de los trabajadores recientemente contratados luego de ser despedidos por una compañía de tecnología empezaron su nuevo trabajo dentro de los tres meses posteriores al inicio de su búsqueda. Esto está levemente por debajo del 83% de empleados despedidos que encontraron trabajo en ese mismo periodo. ¿Y por qué ocurre esto? Simplemente, **los trabajadores estadounidenses son un bien escaso; la pandemia dejó una cicatriz permanente.** Como lo muestra el gráfico 7, los retiros fueron la mayor causa al cambio de la contribución en la participación de la fuerza laboral. La salida permanente de los norteamericanos mayores de la fuerza laboral como consecuencia de la pandemia está exacerbando los desbalances del mercado laboral y esta tendencia no se está revirtiendo. Hemos leído reportes gerenciales de compañías en donde se muestran reacios a realizar despidos, incluso si en otro momento lo hubieran

La mano de obra estadounidense es relativamente escasa, así que los despidos pueden ser menores



Fuente: Atlanta Fed Labor Force Participation Dynamics Dataset, BCA Research

Los saldos de efectivo y los depósitos de EE. UU. están cayendo, pero siguen elevados (en billones de dólares, área sombreada denota una recesión según el NBER)



Fuente: Federal Reserve Board, Wells Fargo Economics

El crédito rotativo de consumo en EE. UU. sigue siendo bajo (expresado como un porcentaje del ingreso disponible, área sombreada denota una recesión según el NBER)



Fuente: Federal Reserve Board, U.S. Department of Commerce and Wells Fargo Economics

hecho, dado que volver a llenar estos puestos de trabajo sería más difícil de hacer una vez la actividad económica se recupere. Además, no solo deberíamos ver menos despidos de lo habitual con un retroceso del crecimiento, sino que los consumidores americanos todavía cuentan con USD 3.24 billones de ahorros (efectivo y

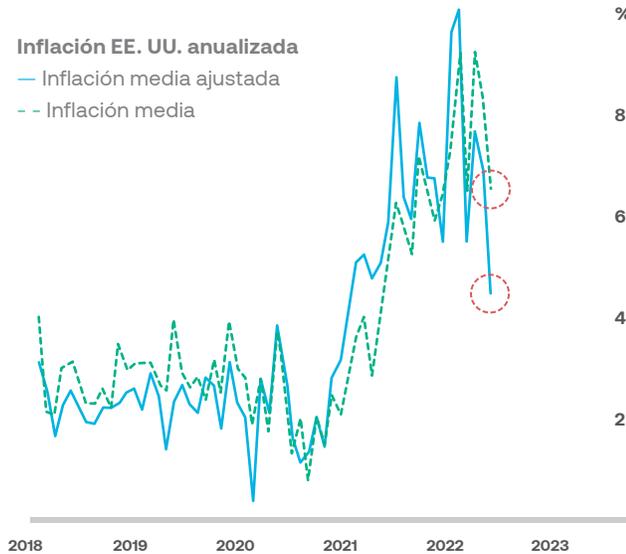
depósitos que no tendrían en sus cuentas bancarias si no hubiera sido por la pandemia), como se observa en el gráfico 8. Sí, estos ahorros ya no existen para el quintil de norteamericanos de menores ingresos, pero todavía están en el resto. Asimismo, el balance de las tarjetas de crédito de los norteamericanos

La inflación en EE. UU. se está desacelerando: pero ¿será suficiente para que la Fed evite una recesión?

Fuente: Federal Reserve Bank of Cleveland, BCA Research

Inflación EE. UU. anualizada

— Inflación media ajustada
- - - Inflación media



está en niveles no vistos desde mitad de la década de los 90s. El gráfico 9 exhibe que los préstamos de tarjetas de crédito de Estados Unidos están a un nivel de poco más del 6% de los ingresos disponibles.

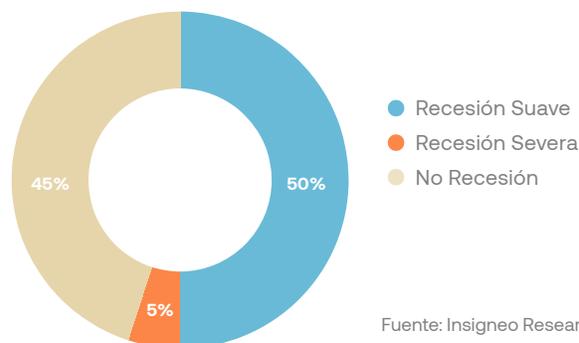
Ahora, no queremos sonar excesivamente optimistas (y verán que no lo somos una vez les muestre nuestras probabilidades bayesianas actualizadas). La política monetaria estadounidense ya se encuentra en niveles restrictivos y se mantendrá ahí una vez la Fed ubique la tasa de política monetaria en 5%. En el pasado, esto típicamente ha desatado una recesión en un periodo de un año. Ciertamente, la inflación en Estados Unidos está retrocediendo, pero la pregunta principal a hacerse es si caerá lo suficientemente rápido como para que la Fed logre un “aterrizaje suave”. Como se observa el gráfico 10, los componentes de vivienda y servicios básicos ex – vivienda del IPC se mantienen altos y son rígidos, en el sentido de que son resistentes a cambios rápidos, a pesar de las movidas de la economía general. Por ejemplo, incluso cuando la inflación de vivienda se mantiene alta en los datos oficiales del IPC, indicadores de más alta frecuencia de los arriendos ya muestran una caída; es simplemente cuestión de tiempo hasta que dichas tendencias se vean reflejadas en los datos oficiales del gobierno. La Fed es consciente de este fenómeno, pero se encasillaron al decir que necesitaban observar una caída drástica del IPC antes de cambiar de opinión, siendo esto algo que aumenta las probabilidades de un exceso por parte de la Fed. En otras palabras, aumenta los riesgos de un error de política monetaria. En nuestra perspectiva, la manera más plausible en que Estados Unidos podría evitar una recesión en 2023 es si la Fed recorta sus tasas el próximo año, lo que sacrificaría gran parte de su recién descubierta credibilidad *hawkish*. Esto es algo que la Fed podría dudar en hacer.

El gráfico 11 presenta las probabilidades bayesianas subjetivas de una recesión en Estados Unidos en los próximos dos trimestres al involucrar todos los factores, incluyendo nuestro modelo probit y las dinámicas de

política monetaria y la Fed que acabamos de discutir. Desde nuestra última llamada trimestral, nuestra proyección de una recesión leve se mantiene sin cambios en 50%. El único cambio desde el último trimestre es nuestra visión de que la probabilidad de que no haya recesión ha aumentado desde 40% hasta 45%, con la probabilidad de una recesión severa cayendo del 10% al 5%. Seguimos considerando que la próxima recesión en Estados Unidos, cuando sea que ocurra, va a ser leve, en contraste con las últimas dos contracciones severas. Estados Unidos no tiene desbalances discernibles en el sector privado, los excesos de ahorros se mantienen elevados, y la continua escasez de mano de obra sugiere que las empresas pueden ser reacias a eliminar tantos puestos de trabajo durante una recesión como lo harían bajo otras circunstancias. Esto debería evitar que la tasa de desempleo aumente por encima del 5%, nuestro umbral para determinar una “recesión leve”. En suma, seguimos esperando que Estados Unidos y el resto del mundo entren en una recesión leve aproximadamente a la mitad de 2023.

En Estados Unidos, hay una posibilidad de que dicha recesión se retrase hasta inicios de 2024. De cualquier forma, esta debe ser una recesión leve, particularmente

Probabilidades subjetivas de recesión para los próximos dos trimestres incorporando todos los factores



al tener en cuenta las contracciones económicas recientes. En Europa, el entorno de corto plazo es mucho más retador, dada la guerra y las tensiones en sus mercados de energía, pero el potencial rebote económico es mayor que el de Estados Unidos en el mediano plazo. Las perspectivas para China han mejorado considerablemente al tener en cuenta el cambio en la postura del gobierno con respecto a su política de Covid, el mercado de propiedad raíz, la regulación de las empresas de tecnología y la interferencia del gobierno en estas, y su interés renovado en alcanzar su meta de crecimiento de 5% luego de haberla ignorado durante algunos años. Con la inflación retrocediendo en todas las economías y las expectativas de inflación de largo plazo más ancladas, los bancos centrales del mundo podrán cambiar su postura, siempre y cuando se dé una recesión. **En todo caso, consideramos que los riesgos del crecimiento global son alcistas con respecto a las expectativas más moderadas.**

Pronósticos de mercado

Los eventos del último año han incrementado la incertidumbre a la visión cíclica de la economía, tal y como se puede ver en nuestras proyecciones probabilísticas que, básicamente, son un tiro al aire entre una recesión leve de 50% y no recesión al 45%. De cualquier forma, el periodo de tasas bajas y dinero fácil ha terminado, y tanto acciones como bonos deberían reflejar una mayor prima de riesgo que lo observado anteriormente. Dadas nuestras perspectivas de crecimiento y la trayectoria de la política monetaria, esperamos que la volatilidad del mercado persista, especialmente durante el primer semestre del año. La dirección y la magnitud de los movimientos de las tasas y las existentes fricciones políticas deberían seguir siendo los principales factores del mercado. En nuestra opinión, el principal desarrollo del mercado para el próximo año es que la correlación entre los precios

de las acciones y los rendimientos de los bonos volverá a ser positiva, dado que la Fed podrá recortar las tasas una vez inicie una recesión. **Por este motivo, hemos aumentado nuestra exposición a renta fija a neutral desde subponderar por primera vez desde los inicios de la pandemia. Otro tema principal que creemos comenzará a rectificarse este año es el fin del desempeño superior de las acciones estadounidenses por encima del resto del mundo.** Antes de profundizar en otras tendencias importantes para el año, repasemos nuestras proyecciones de mercado tal como lo hicimos con nuestras proyecciones macroeconómicas en la sección anterior.

Con respecto a nuestras proyecciones de enero del año pasado, ¿en qué tuvimos razón en 2022? Hay tres puntos específicos que vale la pena resaltar. En primera instancia, en términos de renta fija, tuvimos razón al recomendarle a los inversionistas mantener un portafolio de duración corta y posicionarse en bonos de mayores rendimientos. Esto es obvio, ya que la renta fija tuvo su peor año en décadas, y no hay necesidad de expandirnos en esta materia. En segundo lugar, también recomendamos correctamente el sobreponderar las acciones *value* por encima de las *growth*. También recomendamos que los inversionistas sobreponderaran las acciones *small cap* por encima de las *large cap*. Finalmente, favorecimos realizar inversiones en el complejo generalizado de materias primas, y estas han probado ser correctas, ya que el sector en su totalidad ha tenido un comportamiento entre plano y levemente positivo en un año que ha sido muy negativo para cualquier otro tipo de activo.

Ahora, quizás, la pregunta más interesante: ¿En dónde nos equivocamos? Aun cuando nuestra visión con respecto al crecimiento fue correcta, nuestro posicionamiento neutral en activos más riesgosos fue muy optimista, y deberíamos haber subponderado este tipo de inversiones en los portafolios multiactivo. Habiendo dicho esto, estamos satisfechos con haber reducido nuestro posicionamiento más optimista con

respecto al año anterior, anticipándonos a la volatilidad que vino como consecuencia de las valoraciones caras en varios tipos de activos. Hubo dos sucesos que contribuyeron al fallo. Primero, no esperábamos que la inflación se mantuviera tan alta como lo hizo por tanto tiempo, porque pensábamos que las distorsiones por el lado de la oferta relacionadas con la pandemia se revertirían más rápido. Pero, más importante, no anticipamos la invasión rusa a Ucrania, que claramente exacerbó la tendencia inflacionaria. La guerra aumentó los precios de la energía por varios meses después de la invasión, y los indicadores de presiones en la cadena de suministro global dejaron de caer para aumentar por varios meses. Por lo que vale, ajustamos nuestras perspectivas una vez inició la guerra y recomendamos a los inversionistas con poca tolerancia a la volatilidad que mantuvieran niveles elevados de efectivo en sus portafolios a final de febrero, justo después de la invasión. Esta tabla muestra nuestras dos principales proyecciones del mercado de Estados Unidos para 2022 luego de la invasión de Rusia a Ucrania. Proyectamos un rango objetivo entre 3400 y 3700 para el S&P 500, y un rango de 3.2% a 3.6% para el Tesoro a 10 años. Al 22 de diciembre, cuando escribimos este

Principales pronósticos – mercado estadounidense (asume una recesión leve que iniciaría entre el 2T-3T)

	2022 ESTIMADO	2022 ACTUAL (HASTA 12/22/22)	2023 ESTIMADO
S&P 500	3400 - 3700	3822	4100 - 4300
Tesoro a 10 años	3.2% to 3.6%	3.67%	3.4% to 3.65%

Fuente: Insigneo

reporte, ambos valores se encontraban en 3822 y 3.67%, levemente por encima de nuestros rangos objetivo. En la columna de la derecha, verán nuestras estimaciones para el próximo año. Hemos proyectado un rango para el índice entre 4100 y 4300, y un rango entre 3.4% y 3.65% para el rendimiento del Tesoro. La dinámica más interesante, en nuestra opinión, es el camino que nos llevará allí. Si una recesión leve

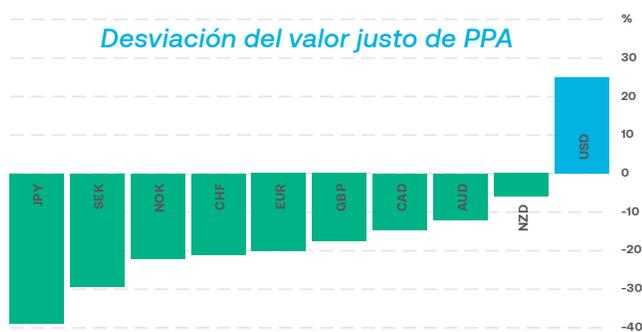
La recesión más anticipada de la historia (las áreas sombreadas implican recesiones según el NBER)

Fuente: Federal Reserve Bank of Philadelphia, Survey of Professional Forecasters, BCA Research

Encuesta estadounidense de pronosticadores profesionales: probabilidad media de una caída intertrimestral en el PIB real cuatro trimestres después de la encuesta



El dólar está muy caro: valoración sugiere que el USD caerá 4% en los próximos diez años



Fuente: BCA Research

comienza en seis meses (50% de probabilidades en nuestra opinión), entonces el índice debería negociarse por debajo de estos niveles en el primer semestre del año y debería rebotar en el segundo semestre, cuando la Fed recorte sus tasas. De ser así, deberíamos ver al índice revisitando los mínimos observados en 2022 cuando se negoció cerca de los 3500 puntos. Esta tendencia bajista estaría precedida por una caída en

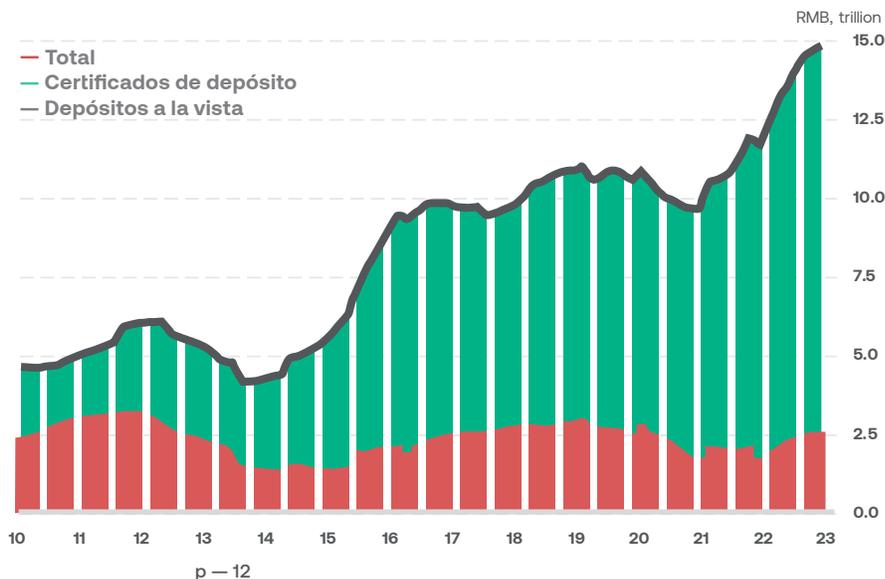
Acciones globales se han abaratado

Region	P/E Ratio
EE.UU.	17.7
GLOBAL	15.6
GLOBAL . EX EE.UU.	12.1
ME EX. CHINA	11.9
AREA EURO	11.8
ME	11.6
CHINA	10.8

Fuente: BCA Research

las utilidades corporativas, en un entorno de mayores tasas de interés. Sin embargo, si la recesión no comienza el próximo año (quizás a principios de 2024, teniendo en cuenta nuestra probabilidad de 45%), entonces el mercado podría ganar un poco de terreno a principios de 2023, para volverlo a perder en el segundo semestre del año. Es por esto que hemos titulado esta llamada trimestral “Una historia en dos partes”.

Consumidores chinos cuentan con niveles cómodos de efectivo



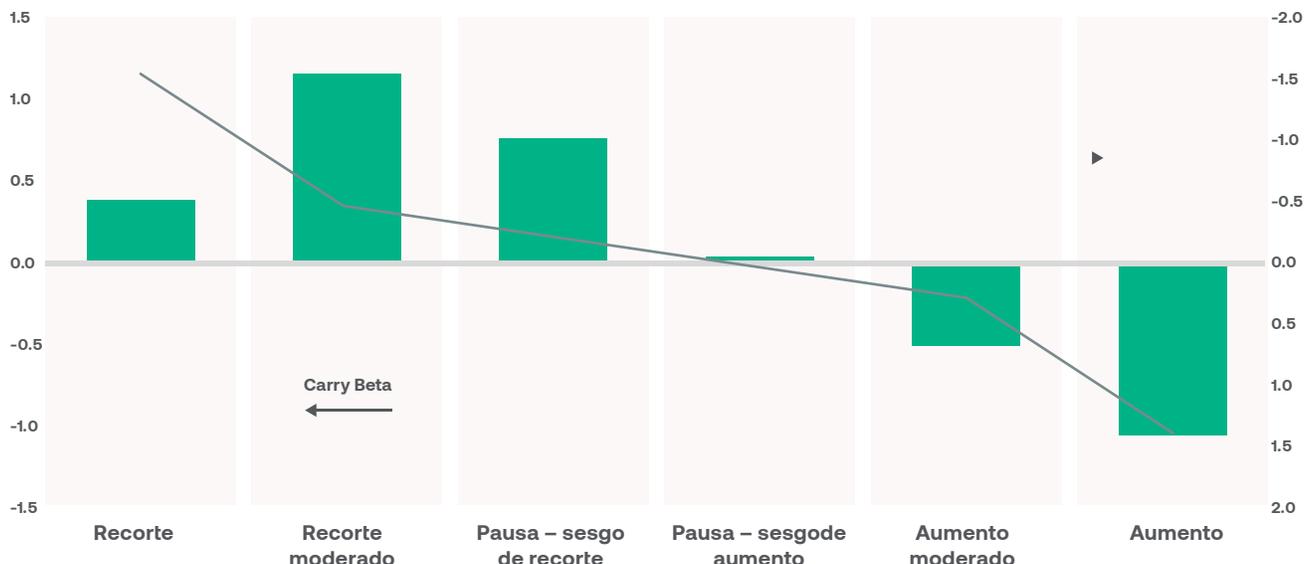
Fuente: Gavekal

Por supuesto, el cambio en la trama sería cuál de estos dos escenarios ocurre: una recesión en seis meses, o una recesión en un año. Bajo cualquiera de los dos, no consideramos prudente seguir reduciendo el riesgo en los portafolios o subponderar los activos riesgosos, ya que la probabilidad que asignamos a que ocurra una recesión severa en Estados Unidos es muy baja (5%). Solo en el peor de los escenarios veríamos el índice negociándose en el rango entre 3000 y 3200. Una de las razones por las cuales creemos que ya pasó el tiempo para reducir el riesgo es que esta recesión, si viene, será la más anticipada de la historia. El gráfico 13 muestra que los economistas y pronosticadores profesionales estiman que esta sería la recesión más anticipada de la serie, en donde esta encuesta de la Fed de Filadelfia se remonta a la década de los 60s. Esto significa que tanto los inversionistas como otros participantes de mercado también están anticipando una recesión, y dicha información probablemente ya está siendo reflejada por el índice. Otra razón es que el posicionamiento de los inversionistas en activos riesgosos actualmente es bajo, considerando que los niveles de efectivo dentro de sus portafolios se mantienen elevados.

Ahora vale la pena hablar sobre el dólar norteamericano, ya que ha sido un activo con retornos por encima de lo normal en 2022, ya que está correlacionado con mayores tasas de interés y condiciones financieras más restrictivas. En el corto plazo, la trayectoria del dólar muy probablemente va a reflejar la de la política monetaria; con el banco central implementando una política más contractiva es difícil ver al dólar exhibiendo una debilidad sostenida. Pero en cuanto la Fed cambie su postura, la debilidad del dólar debería hacerse presente. Como lo demuestra el gráfico 14, el dólar estadounidense está muy caro; de hecho, está sobrevalorado casi 25% por encima de su valor justo implícito basado en la paridad de poder adquisitivo. Esto significa que es razonable esperar que el dólar caiga cerca de 4% por año durante la próxima década.

Una vez el dólar empiece a caer, esto será un viento de cola para los mercados accionarios fuera de Estados Unidos, pero especialmente para los mercados emergentes. La tabla 15 muestra la relación precio-ganancia *forward* a 12 meses de las acciones, dividida por regiones. Dicha relación refleja que las acciones norteamericanas son el mercado accionario

Una pausa o recorte de la Fed será un impulso para los bonos | Fuente: JP Morgan



Munis gravables de largo plazo están muy baratos

Fuente: JP Morgan



más costoso en el mundo, mientras que China es el más barato. A pesar del reciente *rally*, nos mantenemos positivos en China como lo mencionamos anteriormente, como consecuencia de la política de estímulo favorable (China es el único país que actualmente está estimulando tanto en el frente monetario como en el fiscal) y el abandono del país, al mejor estilo de Suecia, de su política de Covid. Es cierto que actualmente el país se enfrenta a una gran ola de casos, que probablemente alcanzará su pico entre enero y febrero, pero el consumo debería iniciar una tendencia de recuperación una vez que las restricciones de Covid se retiren. Los hogares chinos han acumulado ahorros no menores durante los últimos años y deberían empezar a gastarlos, tal y como lo hicieron sus contrapartes alrededor del mundo una vez que terminaron los confinamientos de la pandemia. El gráfico 16 sugiere que los consumidores chinos cuentan con niveles cómodos de efectivo que han venido acumulando desde la pandemia y los servicios a los consumidores deberían verse beneficiados de esta reapertura; por ejemplo, los datos relacionados con las ventas al por menor online ya muestran mejoras. **En general, esperamos que la economía china y su mercado accionario sean de los de mejor desempeño en 2023.** Tal y como lo mencionamos anteriormente, los activos europeos

también presentan una oportunidad de compra generacional, pero se mantienen en riesgo por la guerra que aún continúa y la crisis energética que la acompaña; ya llegará el tiempo de sobreponderar activos europeos, pero por ahora es muy pronto.

Finalmente, un dólar más débil será beneficioso para las materias primas. **Nuestra postura de largo plazo es que estamos en la etapa inicial de un súper ciclo de materias primas, dado que el desbalance global entre la oferta y la demanda debería persistir durante años.** Cualquier retroceso en precios como consecuencia de una recesión debería ser una oportunidad de compra, ya que esto solo retrasaría el rebalanceo que debería ocurrir en estos mercados.

Como se comentó previamente, hemos aumentado nuestra exposición a la renta fija a “neutral” desde “subponderar” por primera vez desde el inicio de la pandemia. Como se puede observar en el gráfico 17, solo el *carry* ya sería argumento suficiente para tener bonos este año una vez la Fed mantenga sus tasas o empiece a recortarlas. Un segmento del mercado que nos parece particularmente atractivo son los bonos municipales (munis) gravables de largo plazo. Como se ve en el gráfico 18, el diferencial entre los munis

gravables AA y los bonos corporativos AA es el más amplio en los últimos 10 años, por lo que actualmente los munis exhiben un punto de entrada atractivo.

A continuación, un resumen de nuestros principales puntos de vista y guías de asignación de activos:

- Nos mantenemos neutrales en acciones en un horizonte a 12 meses, pero vemos que los riesgos para las acciones están levemente inclinados al alza en este mismo periodo; para el S&P 500, nuestro retorno proyectado para el índice está entre el 5 – 10% dados los niveles de final de diciembre de 2022.
- No obstante, las ganancias podrían estar concentradas en la segunda mitad del año luego de la debilidad inicial.
- Dentro de la renta variable, mantenemos nuestra preferencia por *value* sobre *growth*, pero reconocemos que este último podría recibir un respiro proveniente de la estabilidad o recorte de tasas de los bancos centrales más adelante en el año, y estas podrían tener un desempeño levemente mejor durante una recesión.
- También estamos sobreponderando los mercados emergentes, especialmente China, por encima de Estados Unidos, con la posibilidad de aumentar la exposición a Europa una vez haya más claridad con respecto a la guerra.
- Después de haber subponderado la renta fija desde el inicio de la pandemia, hemos aumentado nuestra asignación a neutral, a la espera de un *rally* contracíclico dentro del mercado bajista de los bonos.
- El dólar norteamericano encontrará su máximo en algún momento del primer semestre del año, y su caída subsecuente debería ser un impulso para las acciones de los mercados emergentes y las materias primas durante los próximos 12 meses.
- Las mayores fuentes de incertidumbre son el momento del inicio de una recesión en Estados Unidos y los eventos geopolíticos alrededor del mundo.

Hasta ahora hemos hablado extensivamente sobre nuestras perspectivas macroeconómicas y de mercado. Enfoquémonos ahora en lo que esperamos en el panorama geopolítico.

Perspectivas geopolíticas

Desde hace un tiempo, una de nuestras principales estimaciones ha sido que las consideraciones geopolíticas tendrán un mayor papel en la economía y en el mundo en general de lo que hemos visto en una generación. En nuestra opinión, la razón fundamental para que esto ocurra es la caída de poder relativo de Estados Unidos, al tiempo que otras naciones del mundo ascienden y revierten el orden anómalo y unipolar de las post Guerra Fría. **Los registros históricos indican que los sistemas políticos multipolares son inherentemente más volátiles y conflictivos que los acuerdos unipolares.** Teniendo esto en cuenta, entremos a revisar varios conflictos y situaciones que deberían seguir siendo una fuente de inestabilidad en 2023, ya que estas situaciones son estructurales en su naturaleza, no se observa ninguna solución diplomática o interna que sea evidente, y la economía global se encuentra debilitada.

Primero empecemos con Estados Unidos, el poder preponderante en el sistema internacional, pero ya no es la fuerza dominante que alguna vez fue. Sorprendentemente, el país está dividido de manera equitativa en dos facciones políticas, lo que previene la continuidad política más allá del siguiente ciclo electoral.

Lo anterior, sugiere que **la política interna de Estados Unidos debería estar paralizada por los próximos dos años, mientras que la política exterior debería estar tanto activa como inestable; de hecho, esta debería**

ser una fuente de inestabilidad. ¿Qué adversario o contraparte negociadora hará un acuerdo con Estados Unidos, si es consciente de que dicho acuerdo podrá fácilmente ser roto cuando la facción rival llegue al poder?

El porcentaje de aprobación del presidente Biden es bajo, el partido demócrata perdió el control de la cámara de representantes, y el resultado de las elecciones de 2024 es muy incierto. Según la última encuesta de Gallup, el porcentaje de aprobación del presidente Biden se encuentra actualmente en 40%, y el promedio a hoy es de apenas 45%. Hay que tener en cuenta que su periodo hasta ahora solo ha comprendido el comienzo de su tiempo en la presidencia, época en la que la aprobación de la gestión suele ubicarse en su máximo y usualmente disminuyen conforme pasa el tiempo. La favorabilidad de Biden puede aumentar de sus niveles actuales, pero es probable que se mantenga negativa en neto. Por supuesto que su techo es más alto que el de Trump, y que es más probable que Biden termine como Lyndon Johnson o Jimmy Carter que como Bill Clinton o Barack Obama.

Nuestro escenario base de una recesión el próximo año, o por tarde a comienzos de 2024, aumentaría de manera importante las probabilidades de una victoria republicana en las elecciones de 2024. Como lo demuestra la tabla 19, desde la Segunda Guerra Mundial ningún presidente en ejercicio o partido político en el poder ha ganado unas elecciones en el caso de presenciar una recesión en el año calendario antes de las elecciones, o incluso si la recesión termina

— “Hoy, claramente, el presidente ruso sobreestimó sus capacidades militares y subestimó tanto la resistencia ucraniana como la resistencia de Occidente.”

justo antes de las elecciones. Y si la recesión comienza en el año calendario de las elecciones, el éxito del presidente y su partido político es de apenas 33% y

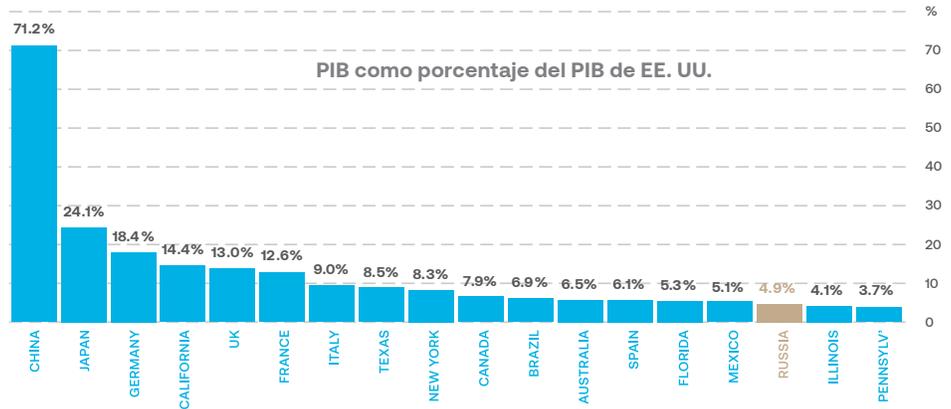
Una recesión de EE. UU. este año es una mala noticia para las oportunidades de los Demócratas en 202

PORCENTAJE DE GANANCIAS EN ELECCIONES EN EE.UU. DURANTE RECESIONES

	RECESIÓN EN UN AÑO CALENDARIO DE ELECCIONES	POST-WWII
% DE VICTORIA DE PRES. EN EJERCICIO	40%	33%
% DE VICTORIA DE PARTIDO EN EL PODER	36%	20%
RECESIÓN TERMINA ANTES DE LAS ELECCIONES		
% DE VICTORIA DE PRES. EN EJERCICIO	43%	0%
% DE VICTORIA DE PARTIDO EN EL PODER	43%	0%
RECESIÓN EN UN AÑO CALENDARIO ANTES DE LAS ELECCIONES		
% DE VICTORIA DE PRES. EN EJERCICIO	33%	0%
% DE VICTORIA DE PARTIDO EN EL PODER	25%	0%

Fuente: NBER, Dave LEIP's Atlas

El poder económico ruso se está desvaneciendo... (para 2020, la economía de Florida era más grande que la de Rusia)

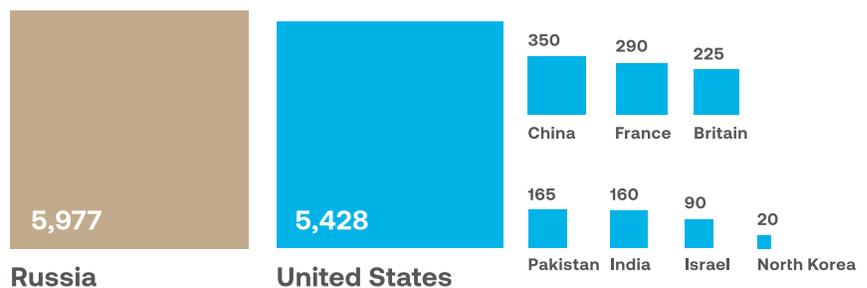


Fuente: IMF World Economic Outlook (October 2021), Bureau of Economic Analysis, & BCA Research

20%, respectivamente. En consecuencia, si nuestras proyecciones macroeconómicas son acertadas, los chances de Biden y del partido demócrata no lucen favorecedores para 2024. De hecho, si se materializa una recesión, Biden podría volverse un presidente “pato cojo”, o *lame duck* como se le conoce en inglés, y tendría que adoptar una política exterior más agresiva como consecuencia de su falta de opciones en el ámbito local. Pero dado que tanto la nación como el congreso están divididos tan equitativamente, los inversionistas deberían considerar la posibilidad de que Estados Unidos se enfrente a otra elección disputada. La falta de certeza para los próximos dos años probablemente evitará que los poderes extranjeros hagan compromisos irreversibles durante los próximos dos años y en el futuro cercano dada la polarización de Estados Unidos.

Ahora, llevemos nuestra atención a la persistente invasión de Rusia a Ucrania. Estando en contra de todo el pensamiento de estrategias políticas de los últimos años, Rusia potencialmente se enfrenta a una derrota humillante en Ucrania. Este primer gran conflicto en Europa en casi 80 años ha escalado hasta el punto de una amenaza nuclear que no había sido visto desde los momentos más volátiles de la Guerra Fría. De manera alarmante, muchos de los mecanismos disuasorios que habían sido establecidos durante la era soviética han sido desmantelados, o están atrofiados por falta de uso. Los estudiantes de historia reconocerán a varios de los personajes de hoy habiendo tenido un papel memorable durante la Guerra Fría, pero sus roles han cambiado sutilmente. En el eje Rusia-China, los roles se han revertido con Rusia siendo ahora el jugador más pequeño, estando subordinado

PIB como porcentaje del PIB de EE. UU.



Fuente: Federation of American Scientists

al creciente peso económico de China y su rápida militarización. De manera similar, la OTAN se enfrenta a jugadores conocidos en roles diferentes. **Estados Unidos sigue siendo una potencia hegemónica global, pero sus poderes de persuasión han disminuido. La caída relativa de poder de Estados Unidos es proporcional a la creciente influencia de China y partes del Sur Global.**

La guerra no comenzó el año pasado. Comenzó en 2014 cuando los acercamientos y coqueteos entre Ucrania y la OTAN se volvieron más serios. Rusia es un país formado en gran medida por su geografía. Se ubica en el corazón de Eurasia, y su región meridional es una llanura extensa con pocos impedimentos naturales para las invasiones. De hecho, la historia de Rusia está sumida en los intentos de actores extranjeros de atacar profundamente el centro geopolítico del país. Del mismo modo, existen estrechos lazos históricos entre Rusia y Ucrania. Según los últimos datos del censo de 2001, casi un tercio de los ucranianos hablan ruso como su lengua principal. En la región oriental del país, especialmente en regiones ubicadas cerca de disputas como Crimea, Luhansk, y Donetsk, los porcentajes se acercan a tres cuartos de la población. En efecto, el presidente ruso Vladimir Putin publicó un ensayo, “Sobre la unidad histórica de los rusos y los ucranianos”, en el que defendió el entrelazamiento histórico de los dos pueblos. Por supuesto, su interpretación de la historia es egoísta y muy polémica, pero es una visión directa y pura de la mente del dictador ruso y, por lo menos, de varios de los miembros del estado ruso, ya que actualmente hay alta evidencia de que Putin se ha rodeado de aduladores.

Al igual que Rusia, Ucrania se ha situado históricamente a ambos lados de la frontera entre el continente europeo y el centro de Eurasia. Pero esto no es una cuestión meramente geográfica, sino que también es una de cultura y de sociedad civil. **Un poder cada vez más antioccidental, como Rusia bajo el mando de Vladimir Putin, no podría soportar una Ucrania cada**

vez más antirrusa/proeuropea capaz de albergar tropas y armamento de la OTAN en su frontera. Piensen en la respuesta norteamericana cuando los soviéticos intentaron posicionar misiles en Cuba en 1962. Estados Unidos no lo iba a tolerar, y el mundo se acercó a un conflicto nuclear de talla global como nunca lo había hecho antes. Hoy, claramente, el presidente ruso sobreestimó sus capacidades militares y subestimó tanto la resistencia ucraniana como la resistencia de Occidente. Erróneamente creyó que podía llegar a Kyiv por medio de un blitzkrieg, y que sus tropas iban a ser recibidas como libertadores. **La OTAN ahora, también erróneamente, considera**

— “Un poder cada vez más antioccidental, como Rusia bajo el mando de Vladimir Putin, **no podría soportar una Ucrania cada vez más antirrusa/proeuropea capaz de albergar tropas y armamento de la OTAN en su frontera.**”

que pueden durar más que la determinación rusa en un asunto de seguridad tan crucial y cercano a sus fronteras. A menos de que los adversarios puedan reconocer los intereses y limitaciones inherentes a este conflicto, el mundo se arriesga a un escalamiento (no) intencional del conflicto.

En términos de importancia económica, Rusia ya no es un gran poder. El gráfico 20 muestra que, en términos económicos, se encuentra levemente por encima del estado de Illinois. Como lo sugiere el gráfico, el poder económico de Rusia se está desvaneciendo. Pero como se puede ver en el gráfico 21, su arsenal nuclear sigue siendo el más grande del mundo. El historiador holandés Jolle Demmers lo dijo mejor, cuando afirmó que “Es precisamente el declive y la contracción del poder ruso, junto con la posesión de

armas nucleares y un presidente represor atormentado, lo que plantea grandes riesgos”. Un estudio empírico de rivalidades estratégicas geopolíticas de 1816 hasta 1999 muestra que los estados actores se vuelven más beligerantes en la medida que su poder entra en declive, en comparación que cuando está en aumento.

Actualmente, Rusia está perdiendo de manera terrible e inesperada. Sus fuerzas convencionales han sido derrotadas por armamentos de nivel medio de la OTAN, perdiendo parte del territorio que habían ganado durante el primer ataque. Las fuerzas rusas están sufriendo al tener suministros insuficientes, una estrategia y coordinación pobres, baja moral y, tal y como se ha reportado, cierta disonancia en casa. A esta tasa

— “En suma, es muy probable que veamos un estancamiento o un conflicto congelado en Ucrania.”

de degradación de sus fuerzas militares, la única arma viable que Rusia tendría a su disposición sería su arsenal nuclear. En términos de disuasión nuclear, la OTAN debe tener mucho cuidado de no empujar a Rusia al límite. Al enfrentarse a una derrota inminente, sería probable que Moscú asuma esta situación como una amenaza real para su actual gobierno. Las cosas no terminaron bien para los líderes rusos que tuvieron fracasos en sus aventuras militares en el exterior; usualmente aparecieron muertos. Rusia querría escalar la guerra sustancialmente, probablemente por medio de armas nucleares tácticas, si sus fuerzas militares se enfrentaran a la expulsión de Ucrania. La economía conductual nos enseña que el efecto de posibilidad ocasiona que las funciones de utilidad tiendan a infinito en sus pendientes cuando se enfrentan con mayores posibilidades de pérdidas. En otras palabras, los actores

tienden a ser más tolerantes al riesgo cuando se enfrentan con una mayor probabilidad de pérdida y menores probabilidades de ganancias. Estas nociones están derivadas primariamente de uno de sus principios fundamentales – la teoría prospectiva. Esta muestra que los actores suelen desviarse de manera más sustancial de sus comportamientos racionales cuando se encuentran en situaciones extremas. Esta teoría prevé que la postura de riesgo de un actor va a variar dependiendo de en dónde se perciben con respecto a sus probabilidades de pérdidas y ganancias. En las simulaciones de juegos de guerra, es generalmente complicado lograr que los participantes crucen el umbral de los ataques nucleares pero, una vez lo hacen, se desata un intercambio nuclear en toda regla. En nuestra perspectiva, es más probable que Rusia recorte toda su producción y exportación de petróleo, lo que desataría un shock a los mercados petroleros mayor que el uso de armas nucleares. Y no tomaría ninguna de las dos decisiones al azar, ya que debe conservar socios y aliados diplomáticos.

En suma, es muy probable que veamos un estancamiento o un conflicto congelado en Ucrania. Rusia no va a ceder los territorios que anexó de buena gana, mientras que Europa no va a levantar las sanciones que le permitirían a Rusia reconstruir su arsenal de guerra. **Consideramos que los mercados financieros globales estarían satisfechos con un estancamiento del conflicto, pero debemos ser conscientes de la existencia de algunos escenarios más problemáticos que ya discutimos anteriormente. De manera subjetiva, le asignamos una probabilidad de que ocurra una guerra global nuclear en el rango del 5%.** Esto se encuentra un par de puntos porcentuales por debajo de donde estaba hace un par de meses, después de conocer que Rusia y Estados Unidos están considerando sostener diálogos con respecto a las armas nucleares por primera vez desde que Putin inició la invasión. Por lo tanto, este es un evento de baja probabilidad, pero de alto impacto en 2023.

¿Qué hacemos con este pronóstico? Desde un punto de vista personal, es altamente perturbador y tal vez aterrador. Pero desde una perspectiva meramente financiera, uno debería ignorar este riesgo en su totalidad. No debería ser considerado al momento de tomar decisiones de inversión. La mayoría de mercados accionarios caerían a cero y la mayoría de emisores de bonos, incluyendo a los gobiernos, entrarían en impago o intentarían desinflar sus obligaciones. En otras palabras, la composición de sus portafolios (o el efectivo que tengan debajo del colchón) no tendría ningún valor.

Mientras tanto, Irán y Estados Unidos todavía no han llegado a un acuerdo con respecto a qué hacer con el programa nuclear de la república islámica. A menos de que las protestas locales obliguen al líder Khamenei a aceptar la oferta del presidente Biden, podría surgir una nueva crisis en el Medio Oriente. Actualmente, Irán podría construir un dispositivo nuclear entregable en tan solo dos años, poniéndole un contador a un posible ataque militar israelí. La actual coalición de gobierno de derecha de Netanyahu hace, en nuestra opinión, más probable un ataque, ya que el gobierno ya ha demostrado un comportamiento menos sensible a los socios tradicionales. Con ese fin, Irán podría sabotear la infraestructura de energía en la región para advertir contra una posible acción unilateral israelí. De ser así, el Medio Oriente se mantendría como una fuente de incertidumbre el próximo año.

Finalmente, China es el único poder global con la capacidad de competirle a Estados Unidos en el largo plazo, aunque esperamos que se mantenga en segundo lugar con respecto a Estados Unidos en términos económicos y de hard power en el futuro cercano. Muchos de ustedes probablemente han oído hablar de la famosa “trampa de Tucídides”. Este es un término popularizado por el politólogo Graham T. Allison para describir una tendencia aparente hacia la guerra cuando un poder emergente amenaza con reemplazar

un poder existente mayor en términos de la hegemonía internacional. Este término está basado en una cita del antiguo historiador ateniense y general militar Tucídides, en la que postuló que la Guerra del Peloponeso entre Atenas y Esparta había sido inevitable debido a los temores espartanos del crecimiento del poder ateniense. Recientemente, ha sido utilizado para describir un conflicto potencial entre Estados Unidos y la República Popular China. La mayor parte de las discusiones al respecto apuntan hacia un ascenso de China en donde enfrentaría e intentaría deshacer el orden hegemónico global establecido por los EE. UU. después de la Segunda Guerra Mundial, que alcanzó su cenit después del colapso de la Unión Soviética. Es un orden basado en un intercambio comercial fluido, cooperación global por medio de organizaciones internacionales, un capitalismo laissez faire, democracia liberal y, en general, un sistema basado en reglas. Pero como lo mencionamos anteriormente, **es más probable que sea Estados Unidos (el poder en caída) y no China (el poder en aumento) la fuente del mayor riesgo geopolítico en el mundo según la evidencia histórica.**

El presidente Xi Jinping consolidó el poder a nivel local en el congreso de su partido en octubre, y el país ahora está proveyendo amplios estímulos en varios sectores como un intento de estabilizar la economía. Este acercamiento diplomático de China, especialmente al mundo fuera de Estados Unidos, es parte de su renovado énfasis en el crecimiento económico. Siempre y cuando China no invada a Taiwán, el libre comercio y flujos de capital deberían continuar inalterados. La necesidad de mantenerse atado al sistema global, junto con el carácter irremplazable de casi dos tercios de las fábricas de semiconductores del mundo ubicadas en la isla, son algunas de las razones por las que **creemos que es poco probable que China lance una guerra a gran escala contra Taiwán este año.** Los problemas de Rusia en Ucrania también instan a la moderación. En cambio, es más probable que Beijing imponga medidas punitivas a Taiwán sin llegar a la guerra, para perjudicar al partido en el poder antes de

— “Creemos que es poco probable que China lance una guerra a gran escala contra Taiwán este año.”

las elecciones en Taiwán de 2024, lo que debería mantener las tensiones en altos niveles. Hasta ahora, la administración de Biden ha acelerado los esfuerzos de su antecesor para limitar el crecimiento tecnológico, militar, y económico de China, incluyendo los controles a sus exportaciones y a los semiconductores. Si Biden empieza a imponer sanciones secundarias para que los aliados hagan cumplir estos controles, entonces el riesgo de un conflicto entre China y Estados Unidos podría aumentar abruptamente. **Sin embargo, consideramos que, en el largo plazo, el riesgo de una**

invasión es elevado, ya que la reunificación taiwanesa es un asunto existencial clave para el Partido Comunista Chino en sus fronteras cercanas, al tener en cuenta que Taiwán está haciendo esfuerzos por separarse tanto cultural como políticamente de China. Por desgracia, la dura realidad de la geografía se reafirmará.

Las dos conclusiones principales de este análisis han sido que los conflictos que surgieron en 2022 no tienen soluciones definitivas en el horizonte, y que Estados Unidos probablemente será la principal fuente de inestabilidad política e incertidumbre en el mundo, ya que se mantiene altamente polarizado a nivel local, al tiempo que su poder relativo se reduce. En un mundo que sistémicamente tiene mayor riesgo geopolítico, los inversionistas deben seguir actuando con cuidado y agregando protecciones como materias primas y oro a sus portafolios, a pesar de sus expectativas macroeconómicas o de mercado. ■

Análisis por clases de Activos

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

¹ Relativo a acciones globales en USD

² Relativo a mercados globales de renta fija en USD

³ Relativo al sector de materias primas

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/>

FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Asesores de Inversión de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera.

Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital.

La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.