



Todos los ojos puestos en los riesgos: navegando la incertidumbre geopolítica

Llamada Trimestral T4 | 2024



Ahmed Riesgo
 Director de Inversiones
 Insigneo

Resumen Ejecutivo

La economía estadounidense y sus mercados se mantienen sólidos - un consumidor que sigue gastando, un crecimiento de utilidades sano, y el inicio de un ciclo de flexibilización monetaria; sin embargo, está exhibiendo varias señales de advertencia, especialmente en el mercado laboral.

Los mercados de renta variable y de deuda corporativa han sido más optimistas que la deuda pública y las materias primas.

Regla general: cuando los mercados de acciones y bonos exhiben señales contrarias, lo mejor es confiar en el mercado de bonos.

El Politburó chino parece tener serias intenciones de estimular la economía, por lo que podría haber una oportunidad táctica surgiendo para que los mercados chinos tengan un mejor desempeño que los desarrollados en un horizonte de corto plazo.

Por lo general, los eventos de riesgo geopolítico tienden a desvanecerse tras el retroceso inicial del mercado.

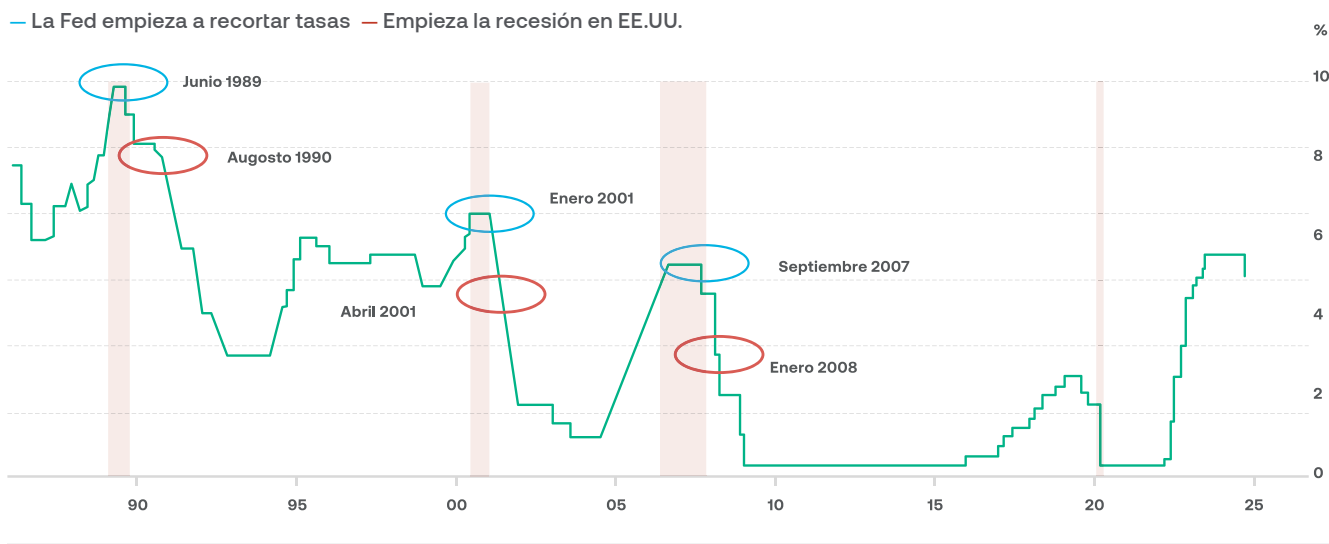
Introducción

Les damos la bienvenida mientras entramos en el cuarto y último trimestre de 2024. Hasta ahora, vamos bien. La economía estadounidense y sus mercados se mantienen sólidos, respaldados por un consumidor resiliente que continúa gastando, compañías que reportan un crecimiento de utilidades sano y, ahora, un ciclo de flexibilización que comenzó con un recorte de 50 puntos básicos por parte de la Reserva Federal. No obstante, está exhibiendo varias señales de advertencia, especialmente en el mercado laboral. Anticipamos este desarrollo y alentamos a los inversionistas a comenzar a reducir su exposición a acciones en julio. También les recomendamos adoptar una postura más defensiva en sus portafolios, sobreponderando los sectores de servicios públicos, salud y productos básicos de consumo a expensas de los sectores cíclicos. Desde que publicamos nuestro reporte trimestral del [3T el 8 de julio](#), los mercados accionarios de Estados Unidos están prácticamente inalterados al cierre de septiembre (por ejemplo, el S&P 500 ha subido solo un 3% y el Nasdaq ha caído un 2%), pero la volatilidad ha aumentado notablemente, con el índice VIX subiendo más de 37%.

¿Qué causó que los mercados cambiaran de rumbo a mediados del verano? El catalizador fue el reporte de empleo de Estados Unidos de julio, el cual alertó inicialmente a los inversionistas de que no todo estaba bien en el mercado laboral. Sin embargo, no todos los mercados ignoraron esta situación. Al cierre de septiembre, el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años cayó desde un máximo de 4.7% a niveles de 3.75%, al tiempo que el petróleo y el cobre retrocedieron más de 20% y 8%, respectivamente, desde sus máximos de mayo. De hecho, los mercados de renta

1. Recortes en la tasa de la Fed usualmente señalan que la recesión está a la vuelta de la esquina

Fuente: Reserva Federal, BCA Research



variable y de deuda corporativa han sido más optimistas que el mercado de deuda pública y el de materias primas. **Una regla general es que cuando los mercados de acciones y bonos exhiben señales contrarias, lo mejor es confiar en el mercado de bonos, siendo este en el que suelen participar inversionistas más informados.**

Fuera de Estados Unidos, las cosas han sido más sombrías durante el año. Alemania, la mayor economía de la UE, probablemente ya se encuentra en recesión, mientras que la economía china está tambaleándose. Los flujos comerciales podrían caer todavía más en los próximos meses, el crecimiento del crédito está en mínimos históricos, y el mercado inmobiliario sigue colapsando. Tanto los mercados europeos como los chinos han reflejado esta realidad fundamental. Pero, ahora que el Politburó parece tener serias intenciones de estimular la economía, ¿puede la economía cambiar de rumbo? De hecho, podría haber una oportunidad táctica surgiendo para que los mercados chinos tengan un mejor desempeño que los desarrollados en un horizonte de corto plazo.

Volviendo a Estados Unidos, nuestra perspectiva no ha cambiado significativamente durante el año, por lo que la vamos a recapitular de forma breve a manera de recordatorio. Hasta ahora, los panoramas macroeconómico y de mercado se están desarrollando como esperábamos, dadas nuestras preocupaciones con respecto a una desaceleración del crecimiento proveniente del mercado laboral en la segunda mitad del año. Como recordatorio, nuestro rango objetivo para el S&P 500 en un escenario de no recesión se ubicaba entre 5200 y 5400. Publicamos este objetivo en enero, cuando la mayoría de Wall Street estaba muy pesimista y el índice se negociaba alrededor de 4700. Nos mantenemos con esos objetivos por ahora, lo que implica una caída de entre 6 y 9% de los niveles de cierre de septiembre, pero que todavía dejaría al índice en terreno positivo para el año. Cabe resaltar que esperamos que los retornos anualizados para el S&P 500 para los próximos 10 años se ubiquen entre 8 y 9%. Desde 1927, este sería un nivel levemente inferior a su retorno histórico de 10%, pero bastante inferior a su retorno anualizado desde la Crisis Financiera Global hasta 2021.

Dada la estabilidad de nuestras perspectivas este año, en esta llamada trimestral quisimos enfocarnos principalmente en los varios riesgos geopolíticos que ocupan la mente de los inversionistas – las elecciones presidenciales en Estados Unidos, el conflicto en el Medio Oriente, la guerra entre Rusia y Ucrania, y algunos otros. ¿Cómo afectan las crisis geopolíticas a los activos financieros? ¿Qué deben hacer los inversionistas cuando se enfrentan a una? Si bien exploraremos algunas de estas preocupaciones contemporáneas pronto, vale la pena resaltar una conclusión importante de nuestras investigaciones sobre la historia de estos eventos: **para el inversionista astuto y con tolerancia al riesgo, vale la pena comprar después de que suenen los primeros disparos y los mercados se desplomen.**

Actualización macroeconómica y de mercado

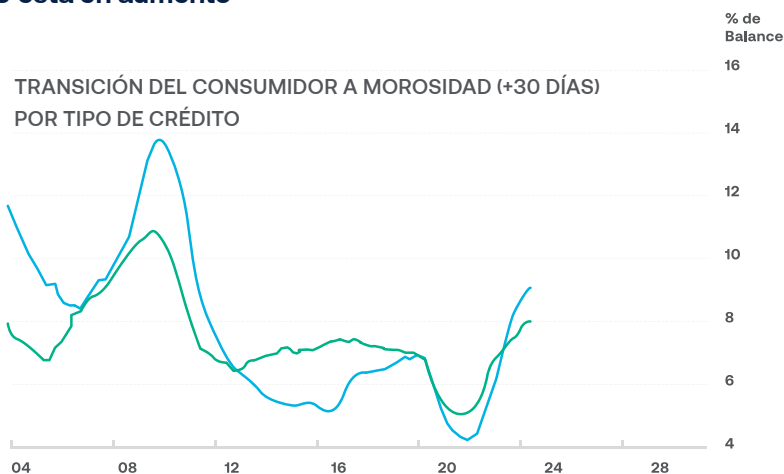
La reducción de 50 puntos básicos en la tasa de interés por parte de la Reserva Federal en septiembre generó cierto entusiasmo en los mercados accionarios, evocando reacciones similares a las observadas en enero

de 2001 y septiembre de 2007. En ambos casos, el optimismo inicial del mercado estuvo seguido por caídas significativas, lo que sugiere que la Reserva Federal pudo haberse demorado en responder a los problemas económicos subyacentes, un escenario que podría estar volviendo a ocurrir. Indicadores como la Regla de Sahm, que analizan las tendencias del desempleo, están señalando una posible recesión más adelante este año o a inicios de 2025. Algunos analistas están sugiriendo que el reciente aumento en la tasa de desempleo se debe a una razón – a saber, que hay más gente uniéndose a la fuerza laboral. El problema con este argumento es que el aumento en la tasa de desempleo no solo se debe a más gente entrando a la fuerza laboral; también es un signo de una menor demanda laboral y un aumento en las pérdidas de trabajos. Los puestos de trabajo disponibles han retrocedido hasta ubicarse cerca de los niveles previos a la pandemia, y nuevos retrocesos podrían desencadenar un ciclo de aumento en el desempleo. Otras medidas adicionales como la encuesta del Conference Board, la tasa de renuncias, y la tasa de contrataciones indican un debilitamiento de la demanda laboral. Adicionalmente, hay un número cada vez mayor de personas trabajando medio tiempo porque no pueden encontrar puestos de tiempo completo. Además, se

2. Morosidad de los consumidores en EE.UU está en aumento

Morosidad de más de 30 días - promedio móvil cuatro trimestres

- Tarjetas de crédito
- Crédito de vehículos



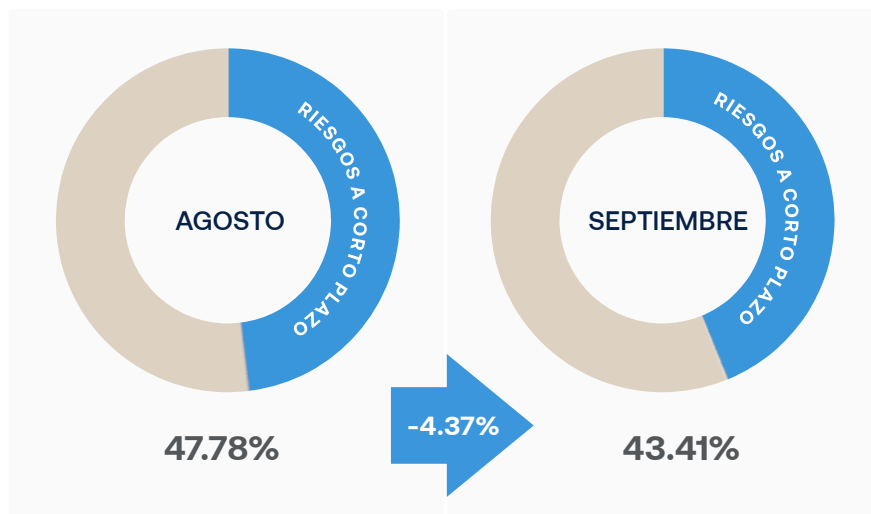
Fuente: Reserva Federal de Nueva York, BCA Research

3. Datos económicos de EE.UU. - Los riesgos a corto plazo disminuyen

Indicador Probit Recesionario de Insigneo-Forefront dos trimestres calendario hacia adelante.

Fuente: Insigneo-Forefront
Recessionary Indicator

INDICADOR LÍDER MACRO GENERAL



espera que el gasto de los consumidores se desacelere, ya que el aumento en la deuda de los hogares y la mayor tasa de morosidad en las tarjetas de crédito y los créditos de vehículos están llevando a los bancos a endurecer los estándares de sus préstamos y a aumentar las tasas de interés. Finalmente, el sector de manufactura está mostrando señales de contracción, con indicadores clave como el índice ISM de manufactura y las intenciones de invertir en capital debilitándose.

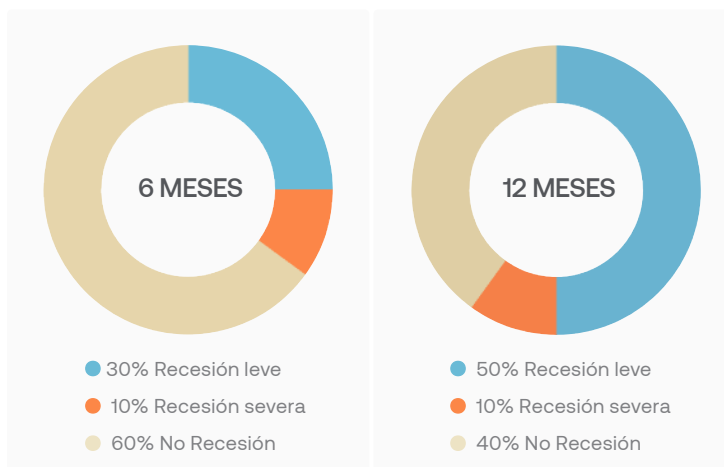
En China, problemas estructurales están frenando el crecimiento, a pesar de los esfuerzos del gobierno para estimular la economía. La efectividad de los estímulos monetarios es limitada, ya que los hogares y las empresas se resisten a endeudarse y a gastar, lo que lleva a una trampa de liquidez. Europa se enfrenta a sus propios retos, con los consumidores reacios a aumentar sus niveles de gasto a pesar de tener la capacidad financiera. El mercado laboral está mostrando señales de deterioro, y los indicadores de manufactura se mantienen débiles. Alemania, particularmente, está luchando con su competitividad, debido al mayor crecimiento de los salarios cuando se compara con otros países de la Zona Euro, y a una dependencia de un modelo de negocio, ahora obsoleto, centrado en las exportacio-

nes a China y la energía barata de Rusia. En general, los indicadores de la economía global apuntan hacia una desaceleración, con mayores riesgos de recesión influenciados por el debilitamiento de los mercados laborales, un menor gasto de los consumidores, y la efectividad limitada de las herramientas tradicionales de política monetaria y fiscal.

¿Podrá la Fed salvar la situación? En nuestra opinión, esto es poco probable. Antes de su última reunión, creíamos que la Fed debía haber empezado su ciclo de flexibilización monetaria en el verano, cuando el desempleo comenzó a aumentar notablemente. Por lo tanto, nos alegró ver a la Fed moverse agresivamente en septiembre. Por lo tanto, anticipamos una reducción en la probabilidad de una recesión en el corto plazo. De hecho, nuestro indicador de recesión, que analiza más de 40 series de tiempo económicas y que ha sido muy predictivo en los últimos 50 años (aunque no infalible), refleja la reducción en este riesgo. En un horizonte de seis meses, el indicador ha caído más de 4% desde el mes pasado. La razón principal para esta caída es la reciente publicación de datos macroeconómicos positivos y resilientes. La producción industrial aumentó en agosto, y las encuestas iniciales de las

4. Probabilidades subjetivas de recesión en los próximos 2-4 trimestres incorporando todos los factores

En nuestro árbol de decisión, una “Recesión leve” está definida como tasa de desempleo U-3 de $4\% \leq U3 \leq 6\%$



Fuente: Insigneo

regiones de la Fed han sido alentadoras. Si bien las ventas minoristas de agosto mostraron una tendencia mixta, la cifra general no sugiere una recesión inminente, y los inicios de construcción de vivienda exhibieron un rebote en agosto.

A pesar de estas señales positivas, todavía no estamos preparados para modificar nuestra proyección de una recesión en Estados Unidos en los próximos doce meses. Recortes agresivos en la tasa no cambian significativamente esta proyección porque la política monetaria opera con un rezago largo y variable. Adicionalmente, la reducción de 50pbs mantiene una política monetaria restrictiva, ya que la tasa de política monetaria se mantiene por encima de la estimación de la Fed de su tasa neutral. Utilizamos otro modelo que se basa en nuestro modelo probit e incorpora otros factores tales como la política monetaria y fiscal, potenciales shocks de oferta, conflictos armados, y otras consideraciones para realizar una evaluación integral. Este modelo también indica que los riesgos de una recesión en el corto plazo han disminuido, pero seguimos previendo una recesión en un horizonte cíclico de 12 meses por los motivos mencionados anteriormente.

Vale la pena resaltar que creemos que los riesgos de una recesión severa también han aumentado. El costo

de la reducción agresiva de tasas por parte de la Fed es una mayor probabilidad de una segunda ola de inflación. Una economía que se sobrecalienta en el corto plazo podría evitar una recesión en los próximos meses, pero podría enfrentarse a una recesión más profunda en el futuro si la Fed se ve obligada a implementar medidas más estrictas. Dado que la probabilidad de una recesión en los próximos seis meses ha disminuido, podríamos ver un aumento en las acciones en el corto plazo, ya que los inversionistas estarían descontando un aterrizaje suave. Sin embargo, dado que el S&P 500 estaba en máximos históricos a finales de septiembre, consideramos que este no es un momento ideal para realizar una nueva inversión en el mercado accionario de Estados Unidos. Incluso en el mejor de los escenarios – un aterrizaje suave, es poco probable que el índice se ubique por encima de sus niveles actuales. En otros escenarios, podríamos ver caídas importantes. La relación riesgo-retorno simplemente no es atractiva para los inversionistas en acciones estadounidenses, ya que los mercados parecen estar demasiado confiados con respecto a los riesgos relacionados con el crecimiento.

Quisiéramos concluir con algunas reflexiones sobre China. El reciente anuncio por parte del Politburó le ha dado fuerza a los mercados financieros, generando

— “...recomendamos ajustar la asignación a los **mercados emergentes desde ‘subponderar’ a ‘neutral’** dentro de un portafolio de acciones globales.”

un interés significativo en las acciones chinas y en inversiones relacionadas. Esto se da luego de una flexibilización por parte del Banco Popular de China. Los inversionistas ahora se preguntan si los cambios en la política de China implican un punto de inflexión significativo que apoyará la economía y los mercados financieros. Las medidas de política han inyectado un impulso optimista, lo que podría dar lugar a un periodo en el que las acciones chinas y los activos relacionados tengan un mejor desempeño que las acciones globales y de mercados emergentes debido a sus valoraciones bajas. Por lo tanto, recomendamos ajustar la asignación

a los mercados emergentes desde ‘subponderar’ a ‘neutral’ dentro de un portafolio de acciones globales. Adicionalmente, recomendamos sobreponderar las acciones chinas clase A. No obstante, el desempeño absoluto de los mercados emergentes y de las acciones chinas va a depender en gran medida del entorno global de riesgo. Si el sentimiento positivo del mercado persiste, estas acciones tendrían más espacio para subir. Sin embargo, somos escépticos con respecto a la duración de este *rally* más allá de los próximos meses. Los inversionistas aversos al riesgo podrían realizar una operación de valor relativo comprando acciones clase A de China, y acortándose en acciones indias. Como se observa en este gráfico, las acciones indias lucen muy caras en comparación con sus contrapartes chinas, y es probable que se dé una reversión a la media. Esta es una recomendación táctica. **En el largo plazo, creemos que los retornos de las acciones indias deberían superar los de las acciones chinas.** A pesar de los recientes anuncios de política, dudamos que dichas medidas lleven a una recuperación económica significativa en China durante los próximos seis meses. Indicadores tales como el crédito y el gasto fiscal sugieren que los riesgos del ciclo económico parecen ser más negativos, al igual que se espera una desaceleración en el crecimiento de las

5. Momento de comprar China / vender India

Precios de acciones en USD:
Acciones China Clase A
vs. Acciones Indias



Fuente: MSCI Inc., BCA

importaciones chinas. En conclusión, incluso si los recientes anuncios de política han mejorado la percepción de los inversionistas y podrían llevar a un mejor desempeño de las acciones chinas en el corto plazo, se necesitan medidas más estructurales para lograr una recuperación económica significativa en China.

¿Cómo deberían los inversionistas manejar el riesgo geopolítico?

Antes de que pasemos a las preocupaciones que ocupan la mente de la mayoría de los inversionistas hoy en el ámbito de la geopolítica, vale la pena discutir un marco adecuado para dichas consideraciones. Para comenzar, en el corto plazo, una asignación táctica tiene sentido para que los inversionistas apuesten en contra de las disrupciones del mercado causadas por los eventos geopolíticos cuando sea sensato hacerlo. Muchos inversionistas consideran a la geopolítica como un riesgo que da pie a la cautela y a la reducción de las posiciones más *bullish* en sus portafolios de inversión. No obstante, la evidencia histórica sugiere que, aunque

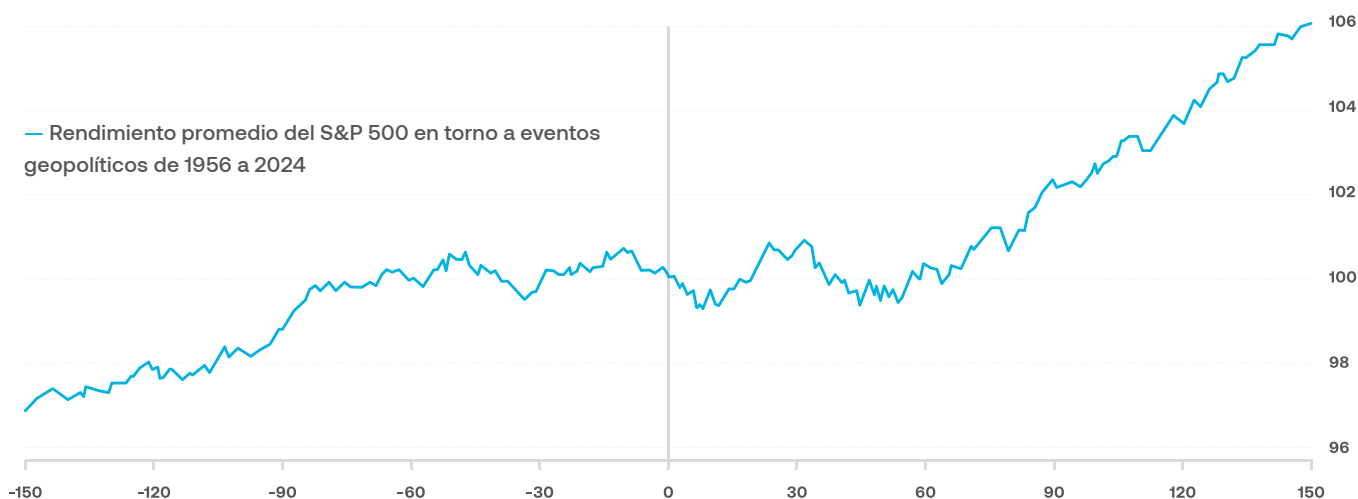
los eventos geopolíticos pueden impulsar temporalmente a los activos refugio como los bonos o el oro, estos efectos suelen ser de corta duración.

Los activos más riesgosos suelen rebotar más rápido de lo esperado luego de incidentes geopolíticos importantes. Si se analizan todos los eventos geopolíticos desde la revolución húngara de 1956 hasta los ataques de misiles iraníes contra Israel de 2024 y se evalúa el rendimiento del S&P antes y después de cada evento, los hallazgos son reveladores. Después del evento, la caída promedio del índice desde su mínimo hasta su máximo es de 10.62%, pero luego de uno, tres, seis, y doce meses, el índice se ubica, en promedio, en terreno positivo. De hecho, un año después, el S&P 500 se ubica en promedio 9.63% arriba desde 1956 después de cada evento geopolítico desde el fin de la Segunda Guerra Mundial. **Es por esto que los inversionistas se benefician de mantener la calma durante estos tiempos de conmoción.**

Parece haber tres razones principales por las que los activos de riesgo suelen ser más resilientes frente a los riesgos geopolíticos:

6. Compra cuando suenen los cañones

Fuente: Macrobond



1. Respuesta política: a menudo, las crisis geopolíticas suelen desencadenar políticas pro-crecimiento por parte de los bancos centrales y las autoridades fiscales, ya que los gobiernos buscan mitigar las repercusiones económicas. Estos cambios en la política pueden servir como catalizadores para la apreciación de los activos.
2. Aparición de limitaciones: a medida que las limitaciones materiales se hacen evidentes, se reduce el rango de los escenarios esperados inicialmente por los inversionistas. Incluso si las reacciones iniciales pueden estar centradas en una amplia gama de escenarios, con el tiempo, el entendimiento de lo que es probable se vuelve más claro, conllevando a una estimación más racional del mercado.
3. Finalmente, la desensibilización y el colapso de la prima de riesgo: los mercados tienden a ajustarse rápidamente a los riesgos existentes, por lo que los inversionistas se vuelven insensibles más rápido de lo esperado. Por lo tanto, la prima de riesgo adicional asociada con eventos geopolíticos disminuye, usualmente más rápido que la percepción humana.

Por lo tanto, los eventos geopolíticos pueden presentar tanto oportunidades como riesgos. La tendencia de los

medios y de los inversionistas promedio a exagerar los peligros geopolíticos por la dificultad de cuantificarlos crea una asimetría en la información. Los inversionistas más conocedores pueden aprovechar esta situación al apostar en contra de los peores escenarios, generando así retornos significativos a medida que las primas de riesgo exageradas desaparezan.

La situación actual en el Medio Oriente es ilustrativa. A pesar de las crecientes tensiones entre Israel e Irán, el precio del petróleo no aumentó como se esperaba. Esto, debido a las decisiones estratégicas de Irán que estuvieron influenciadas por limitaciones materiales, y a un mercado que se había desensibilizado ante los riesgos geopolíticos actuales. Irán ha evitado tomar acciones que interrumpen la oferta global de petróleo, en parte debido a su reciente distensión con Arabia Saudita y sus intereses en mantener una influencia regional sin provocar más conflictos. Usar un marco basado en limitaciones al analizar los riesgos geopolíticos le permite a los inversionistas evaluar mejor los resultados probables en vez de los meramente posibles. Este enfoque mantiene a los inversionistas disciplinados en medio de un flujo abrumador de noticias y les permite identificar oportunidades al considerar efectos de segundo y tercer orden en vez de solo tener en cuenta reacciones inmediatas. ■



Melissa Ochoa Cárdenas
Estratega de Inversión
Insigneo



Andrés Salamanca
Analista de Datos
Insigneo



Actualización elecciones Estados Unidos – De mercados alcistas, bajistas y encuestas

Las elecciones en Estados Unidos seguirán siendo el factor clave al momento de evaluar decisiones de inversión y asignaciones de portafolio y afectarán el rumbo de la economía global, independientemente de quién llegue a la Casa Blanca.

Tanto las encuestas como los mercados de apuestas reflejan una elección reñida que probablemente será decidida por los votantes de los estados bisagra.

La postura de Trump busca financiar las necesidades fiscales de la nación a través de aranceles, mientras que la estrategia de Harris se enfoca en generar ingresos a través de mayores impuestos.

Para estas elecciones, un gobierno dividido sería el resultado más neutral para el mercado, ya que un estancamiento legislativo complicaría la aprobación

de reformas sustanciales por parte de cualquiera de los dos candidatos.

Independientemente del resultado electoral, la incertidumbre fiscal dominará las discusiones de mercado en los próximos años, lo que representa un riesgo significativo al liderazgo de Estados Unidos en términos de la economía global.

Desde ahora hasta el 5 de noviembre, y probablemente hasta enero de 2025, las elecciones en Estados Unidos seguirán siendo el factor clave al momento de evaluar decisiones de inversión y asignaciones de portafolio. Por lo tanto, consideramos apropiado revisar cómo ha cambiado el panorama desde nuestra última llamada trimestral, cómo estos cambios han afectado al mercado y a los posibles resultados electorales, y qué esperar en el tramo final desde aquí hasta el día de las elecciones.

En estas elecciones atípicas, uno de los candidatos ya ha sufrido dos intentos de asesinato, mientras que el candidato Demócrata abandonó la carrera, nombrando a su sucesora solo meses antes de que se depositen

7. La ventaja de Harris sigue siendo estrecha, según las encuestas

— Trump
— Biden/Harris

Fuente: RealClearPolitics Poll Average |
Datos al 25 de septiembre de 2024



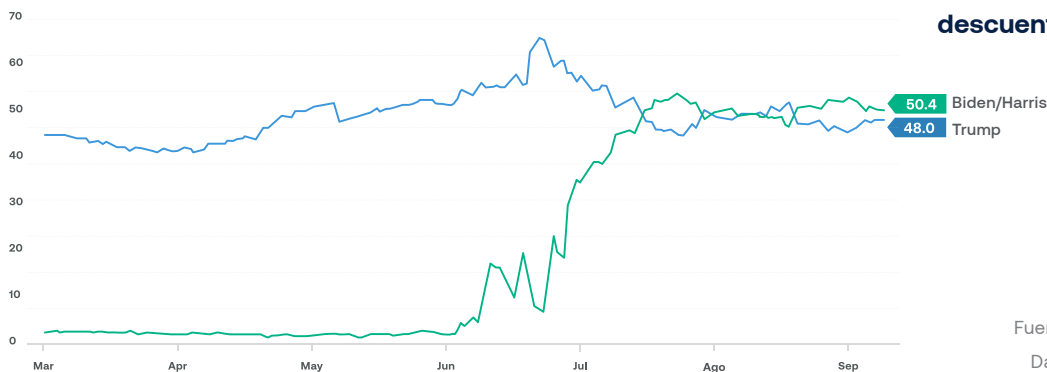
los votos. Curiosamente, el panorama no ha cambiado mucho desde la última vez que lo revisamos. Aun así, **las elecciones afectarán el rumbo de la economía global, sin importar quién entre a la Casa Blanca.**

Incluso si en ocasiones anteriores se han resaltado los defectos de las encuestas, sigue siendo útil revisarlas para evaluar el panorama político. Cuando el presidente Biden todavía estaba en la carrera electoral, las elecciones presidenciales parecían ser una victoria segura para los Republicanos, con Donald Trump liderando consistentemente la intención de voto por encima del presidente Biden, con dicha intención alcanzando su máximo justo después del primer debate presidencial. No obstante, el promedio de las encuestas cambió inmediatamente después de que el presidente Biden se retirara de la carrera presidencial y nombrara a

Kamala Harris como su sucesora para las elecciones de 2024. Aunque ella aceptó su nominación solo hasta el final de la Convención Nacional Demócrata, fue ganando impulso entre los votantes indecisos y los Demócratas que no estaban contentos con la candidatura de Biden, al tiempo que apeló más a los votantes independientes y moderados. Este impulso, en conjunto con una sólida campaña de recaudo de fondos, llevó a Harris a cerrar la brecha con Donald Trump. Al momento de este reporte, Harris está dos puntos por encima de Trump según el promedio de encuestas de RealClearPolitics; no obstante, **la ventaja de Harris es estrecha y la elección sigue siendo incierta.**

Por su parte, los mercados de apuestas exhibieron inicialmente una probabilidad más estrecha de que Trump ganara las elecciones, con esta brecha amplián-

8. Los mercados de apuestas también descuentan una elección reñida



Fuente: RealClearPolitics Poll Average
Datos al 25 de septiembre de 2024

9. El impacto fiscal sigue siendo el verdadero problema

(Expresado en miles de millones de dólares)

Propuestas de política de Trump	Impacto en el presupuesto - 10 años	Propuestas de política de Harris	Impacto en el presupuesto - 10 años
Aranceles		Ingresos	
› Arancel 60% en importaciones de China	150	Aumentar tasa corporativa de impuestos del 21% al 28%	1,157
› Arancel base 10% en todas las importaciones	2,000	Aumentar el impuesto selectivo sobre recompras netas del 1% al 4%	140
Subtotal - aranceles	2,150	Aumentar el impuesto LP en ganancias de capital del 20% al 28% (ingresos > USD 1mm)	217
Extensión de recortes tributarios existentes		Expansión del impuesto a los ingresos netos	621
› Extensión TCJA - recortes de impuestos individuales en ingresos	-3,820	Aumentar la tasa del impuesto sobre la renta individual en el tramo marginal superior	125
› Extensión TCJA - provisiones de impuestos corporativos	-586	Subtotal: ingresos	2,260
Subtotal - extensiones recortes de impuestos	-4,406	Gastos	
Nuevos recortes tributarios		Extender los recortes de impuestos sobre la renta individual - TCJA (ingresos menores a USD 400k)	-1,464
› Eliminar impuestos en beneficios de seguridad social	-1,328	Ampliar el crédito tributario por hijos	-1,970
› Eliminar impuestos en propinas	-122	Ampliar el crédito tributario por ingresos del trabajo	-140
› Eliminar impuestos sobre las horas extra	-236	Extender las primas del crédito tributario premium	-262
› Reducir tasa impuesto corporativa a 15%	-623	Ayuda a los compradores de primera vivienda	-138
Subtotal - nuevos recortes de impuestos	-2,309	Aumentar deducción de gastos de emprendimiento de USD 5k a USD 50k	-23
		Eliminar el impuesto en propinas	-122
		Subtotal: gastos	-4,119
Impacto en el presupuesto de EE. UU (suma 10 años)	-4,565	Impacto en el presupuesto de EE. UU (suma 10 años)	-1,859

Fuente: Citi Research, Penn Wharton Budget Model, TaxFoundation, Committee for a Responsible Federal Budget.

dose en conjunto con el aumento en la tasa de desaprobación del presidente Biden. El aumento en la popularidad de Harris también impulsó sus probabilidades en el mercado de apuestas, en el que alcanzó su máximo cuando aceptó la nominación presidencial; a partir de ese momento, el promedio de los mercados de apuestas calculado por RealClearPolitics ha favorecido en su mayoría a Harris. **Al momento de este reporte, el diferencial entre Harris y Trump se situaba en 2.0, resaltando lo reñidas que deberían ser estas elecciones.**

Según la mayoría de analistas, estas elecciones se definirán por los votantes de los llamados ‘estados bisagra’ o ‘swing states.’ Algunos han afirmado que este proceso electoral se ha convertido en una competencia por una colección de estados, en medio de un mínimo histórico de votantes indecisos. Lo anterior, podría ser visto como un fenómeno que podría aumentar la base potencial de votantes de Harris.

Las últimas encuestas en los estados bisagra al

momento de este reporte también mostraban una carrera pareja – Harris tenía una ventaja de uno o dos puntos como máximo sobre Trump en Michigan y Wisconsin, respectivamente, mientras que ambos candidatos estaban virtualmente empatados en Pensilvania. Por su parte, Trump contaba con una ventaja de seis puntos en Ohio, y una ventaja estrecha de un punto en Carolina del Norte.

Discusión de los programas

Ambas campañas han estado más enfocadas en ataques personales que en discusiones sobre políticas. Sin embargo, basándonos en la información disponible de ambos partidos, se proyecta que la agenda económica de Harris continuará con muchas de las iniciativas de la administración Biden, mientras que la agenda económica de Trump está enfocada en recortes de impuestos y aranceles globales.

Las principales políticas de Harris incluyen aumentar

10. Un gobierno dividido puede ser el mejor resultado para los mercados financieros

Estimaciones de referencia a partir de cambios en las políticas fiscales, impositivas y comerciales.

Fuente: Insigneo

	VICTORIA REPUBLICANA	VICTORIA DEMOCRATA	GOBIERNO DIVIDIDO TRUMP	GOBIERNO DIVIDIDO HARRIS
ACCIONES				
S&P 500	↑	↓	↓	↓
FX				
Euro	↓	↑	↓	↑
JPY	↓	↑	↓	↑
MXN	↓	↑	↓	↑
USD TWI	↑	↓	↑	↓
RF				
UST 10Y	↑	↑	↑	↓

la tasa del impuesto corporativo de 21% a 28%, así como incrementar los impuestos sobre las ganancias de capital, ingresos por inversiones y recompras de acciones. De otro lado, las principales propuestas de Trump incluyen un arancel global de 10% sobre todas las importaciones, así como un arancel específico de 60% para China, la extensión de los recortes fiscales introducidos bajo la Ley de Empleos y Reducción de Impuestos (“TCJA” por sus siglas en inglés), y la introducción de nuevos recortes fiscales.

En suma, la postura de Trump busca financiar las necesidades fiscales de la nación a través de aranceles, mientras que la estrategia de Harris se enfoca en generar ingresos a través de mayores impuestos.

Independientemente del camino propuesto – ya sea a través de recortes de impuestos o programas sociales – se espera que los planes de ambos candidatos ejerzan presión sobre el frágil panorama fiscal de Estados Unidos. Según analistas de Citi, las propuestas de Harris podrían aumentar el déficit fiscal de Estados Unidos en cerca de USD 1.9bn, mientras que las políticas de Trump podrían llevar a un deterioro de USD 4.6bn. Como resultado, es probable que las preocupaciones fiscales dominen las discusiones de mercado sin importar el resultado de las elecciones, especialmente en el caso de una victoria aplastante de cualquiera de los dos partidos.

Guía de mercados

Revisamos nuestro análisis anterior sobre los posibles movimientos de los precios de los activos en los cuatro escenarios electorales, y nuestra perspectiva se mantiene sin cambios.

El debate alrededor de estos cuatro escenarios gira principalmente en torno a los impuestos corporativos y a los aranceles globales. En este análisis nos centraremos en los escenarios de una victoria aplastante de los Republicanos o de los Demócratas, ya que estos son los más transformadores y los que probablemente generarían más cambios en las dinámicas de mercado. En contraste, un gobierno dividido sería más neutral para el mercado, ya que un estancamiento legislativo complicaría la aprobación de reformas sustanciales por parte de cualquiera de los dos candidatos.

En términos de acciones, la propuesta de Trump de reducir la tasa del impuesto corporativo al 15% debería impulsar las utilidades del S&P 500 en 4%, mientras que el plan de Harris de aumentar ese mismo impuesto al 28% reduciría las utilidades aproximadamente en 5%. Según los analistas de Citi, las reformas tributarias de Trump podrían impulsar el crecimiento de las utilidades por acción (UPA) del S&P del 12% al 18%, mientras que la postura de Harris debilitaría el creci-

miento de las utilidades por acción del 12% al 5%.

Una victoria Demócrata es considerada como el escenario más negativo para las acciones dado su impacto directo en las utilidades, el flujo de caja libre, y los balances corporativos. En este escenario, las acciones *large cap* deberían tener un mejor desempeño que las *small caps*, ya que las compañías más grandes tienden a generar una mayor parte de sus ingresos en el extranjero, lo que podría ayudarles a mitigar la mayor carga impositiva en Estados Unidos. Incluso si el aumento de impuestos corporativos propuesto por Harris no podrá resolver la brecha fiscal de Estados Unidos, sí ofrece una solución más sostenible para el déficit fiscal actual del país.

— “...un gobierno dividido sería más neutral para el mercado, ya que un estancamiento legislativo complicaría la aprobación de reformas sustanciales por parte de cualquiera de los dos candidatos.”

Para la renta fija, incluso si ambos escenarios tendrían un impacto negativo para los Tesoros, la magnitud de dicho impacto sería diferente dependiendo del partido. En el escenario de una victoria Republicana, los menores impuestos corporativos deberían traducirse en un aumento de los rendimientos, en conjunto con una curva más empinada como consecuencia de las

preocupaciones fiscales. Incluso si un menor recaudo fiscal perjudicaría los ingresos del gobierno, el arancel general de 10% compensaría parcialmente dicho impacto fiscal. Si se implementan las propuestas de aranceles globales, la deuda *high yield* de Estados Unidos debería tener un mejor desempeño que su contraparte grado de inversión, ya que las empresas que emiten deuda *high yield* generan más ingresos a nivel local en comparación con sus contrapartes grado de inversión. Adicionalmente, una menor tasa impositiva para las empresas podría reducir los incentivos para que las empresas emitan deuda en busca de beneficios fiscales, lo que podría resultar en una menor emisión de deuda – una consecuencia potencialmente positiva para el mercado de deuda corporativa.

En una victoria Demócrata, los mayores impuestos a las empresas podrían mejorar el panorama fiscal, pero las preocupaciones sobre el crecimiento de largo plazo – dada una posible caída en los empleos y los salarios – compensan el impacto positivo en los Tesoros. Los mercados descuentan un menor crecimiento, lo que limita las expectativas de inflación y modera los aumentos de tasas.

Para el dólar, se espera que el arancel de 10% sobre el comercio global fortalezca el dólar y debilite las monedas de los mercados emergentes. Incluso si los países pueden imponer aranceles a productos estadounidenses en retaliación, en general se anticipa que los aranceles serán beneficiosos para el dólar. Analistas de JP Morgan estiman una apreciación del dólar de 4% a 6% bajo el escenario del arancel global de 10%. En términos de mercados emergentes, el yuan chino y el peso mexicano son dos de las monedas más vulnerables a las políticas Republicanas. El yuan chino sería la moneda más afectada, ya que podemos experimentar una segunda guerra comercial con un arancel de 60% en las importaciones chinas. Para el peso mexicano, considerando que México se convirtió en el principal socio comercial de Estados Unidos,

un arancel de 10% afectaría el 80% del total de las exportaciones del país. Por el contrario, **una victoria Demócrata sería un factor en contra de la apreciación del dólar**, ya que la reducción en las primas de riesgo relacionadas con los aranceles globales y un escenario fiscal menos expansivo lo presionarían a la baja.

Finalmente, en el frente de las materias primas, **esperamos que los fundamentales sólidos del oro se mantengan intactos, ya que el metal sigue cumpliendo su función de cobertura contra la inflación, la inestabilidad política, y la incertidumbre fiscal.** El petróleo y los precios de la energía deberían mantenerse estables a pesar de las promesas de Trump de reducirlos mediante un aumento en la producción, principalmente debido al largo proceso que requieren estos cambios. El proceso de desregulación necesario para aumentar la producción necesitaría ser aprobado por el Congreso, así como importantes inversiones de capital por parte de compañías del sector de energía para poder lograr los niveles de producción deseados. Sin embargo, podríamos afirmar que Trump podría lograr algunos efectos

inmediatos al presionar el petróleo iraní o al facilitar una potencial solución a la guerra entre Rusia y Ucrania, lo que podría traer consigo la reintroducción de los suministros de gas ruso en el mercado. Más allá de estos escenarios no esperamos que haya cambios significativos para las materias primas en caso de una victoria Republicana. Por el contrario, **en una victoria Demócrata, los activos de energías renovables tendrían un mejor desempeño, impulsados por las iniciativas de Harris de transición energética.** Los otros activos permanecerían en gran medida estables.

Los escenarios descritos se enfocan únicamente en el impacto directo de la agenda económica de cada candidato, sin tener en cuenta otras variables macroeconómicas más amplias tales como inflación, desempleo, y las condiciones macroeconómicas generales. **Independientemente del resultado electoral, la incertidumbre fiscal dominará las discusiones de mercado en los próximos años, lo que representa un riesgo significativo al liderazgo de Estados Unidos en términos de la economía global. ■**



Mauricio Viaud

Estratega de Inversión *Senior*
y Manager de Portafolio
Insigneo

Anatomía del conflicto geopolítico: puntos críticos y posibles escenarios

El nivel actual de riesgo geopolítico alrededor del mundo no ha estado en niveles tan altos desde los días de la Guerra Fría.

Hay una clara dinámica en juego entre dos bloques de naciones: Occidente contra el “Eje de la Resistencia”.

El Medio Oriente, Europa del Este y el Mar de China Meridional son los tres puntos críticos que, si no se controlan, podrían desencadenar un conflicto mucho mayor.

La guerra nuclear, convencional e irregular son posibilidades de cómo podrían evolucionar estos conflictos. Creemos que la guerra nuclear tiene la probabilidad

más baja de ocurrir, mientras que la guerra irregular tiene la más alta.

El riesgo geopolítico alrededor del mundo no ha estado en niveles tan altos desde los días de la Guerra Fría. Partiendo de esta premisa, pensamos que sería útil explorar este riesgo en más detalle, desde sus diversos actores y puntos críticos hasta los posibles escenarios.

El Medio Oriente: la bendición contra la maldición

En un discurso el mes pasado en las Naciones Unidas, el primer ministro de Israel, Benjamín Netanyahu, mostró dos mapas. Uno de ellos era un mapa del Medio Oriente que mostraba a Irán, Irak, Siria y Yemen coloreados en negro. Este mapa, titulado “La maldición”, destacaba al grupo de cuatro países a los que Netanyahu se refirió como un “... arco de terror”. El otro era otro mapa del Medio Oriente, que mostraba a Israel, Jordania, Egipto, Arabia Saudita, Sudán, Bahréin, Emiratos Árabes Unidos e India coloreados en verde. Este mapa, titulado “La Bendición”, destacaba al grupo de países que Netanyahu describió como “Israel y sus socios árabes”.

Los dos mapas mostrados por Netanyahu resaltan el panorama siempre cambiante del Medio Oriente. En los últimos años, ha habido un creciente acercamiento entre Israel y muchos países del mundo árabe. Esto culminó con los Acuerdos de Abraham en 2020, donde muchos países árabes reconocieron oficialmente a Israel como un estado independiente, lo que llevó a una mayor cooperación económica y de seguridad en la región. Desde entonces, Estados Unidos, Israel y Arabia Saudita han estado en diálogos para llegar a un acuerdo sobre lo que podría convertirse en un triunvirato único en la región.

No es de extrañar que Irán se oponga vehementemente a unos lazos más fuertes entre estas tres naciones. Desde su creación, la República Islámica de Irán ha tratado de forjar su propia esfera de influencia en el Medio Oriente. Un entendimiento entre sus tres principales rivales desestabilizaría su posición en la región, sirviendo para contrarrestar un Irán nuclear, respaldado por Rusia y China. Una poderosa nación israelí, respaldada por Estados Unidos y que coopera con otras naciones árabes, es una amenaza para la influencia de Irán en la región. A medida que los gobernantes del país intentan permanecer en el poder, estos continúan expandiendo su influencia a través de sus muchos grupos representantes que incluyen a Hamás, Hezbolá y los Houthis en Yemen. Fomentar la inestabilidad en el Medio Oriente garantiza la supervivencia de los que mantienen el poder en Irán.

— “...si alguna de las partes ataca abiertamente a la otra de manera significativa, la situación podría salirse rápidamente de control.”

Casi un año después del ataque del 7 de octubre, nos encontramos en uno de los momentos más precarios de la historia reciente en cuanto a la escalada bélica en el Medio Oriente. Después de haber degradado severamente la capacidad de Hamas para continuar sus operaciones como organización paramilitar, Israel ha recurrido a su frontera norte con el Líbano para enfrentar a otro representante iraní más poderoso, Hezbolá. A través de una serie de operaciones militares

dirigidas a decapitar a Hezbolá, Israel ha eliminado metódicamente a los líderes de esta organización, incluido el asesinato de su líder, Hassan Nasrallah. Israel parece estar teniendo éxito en la destrucción de las operaciones de comando, control y comunicaciones de la organización, todas necesarias para llevar a cabo con éxito las operaciones militares. Al haber degradado significativamente a Hezbolá en cuestión de semanas, Israel ha dejado claro que puede atacar a cualquiera, en cualquier lugar, en cualquier momento. La pregunta ahora es, ¿cómo responderá Irán?

Por un lado, Irán no parece querer un conflicto convencional y directo con Israel. No porque carezca de la voluntad de hacerlo, sino porque carece de la capacidad. No en términos del tamaño de sus fuerzas armadas, sino en términos de sofisticación militar y limitaciones geográficas. A menos de que se produzca un ataque directo entre Israel e Irán, es probable que este último continúe luchando a través de una guerra irregular, ya sea a través de su propio ejército o de sus muchos grupos representantes. Como dijo inteligentemente un alto funcionario retirado de la CIA durante una reciente entrevista televisiva: “Se sabe que Irán lucha hasta el último grupo representante”. Si las próximas iteraciones de este conflicto se mantienen en el ámbito de la guerra irregular, es poco probable que se produzcan escaladas significativas. Sin embargo, si alguna de las partes ataca abiertamente a la otra de manera significativa, la situación podría salirse rápidamente de control.

China – Apostando a largo plazo

“En China, el tiempo no es una progresión lineal de eventos, sino una serie de ciclos”. Estas fueron las palabras de Henry Kissinger, conmemoradas en su libro titulado *On China*. Ampliamente considerado como el padre de la política exterior de Estados Unidos hacia China, Kissinger entendía la percepción del tiempo

desde la perspectiva de la cultura china. Como ciudadanos de occidente, tendemos a percibir el tiempo como una serie de eventos cortos, impulsados por la inmediatez de los resultados. En contraste, China percibe el tiempo como un ciclo largo y continuo, impulsado por expansiones y contracciones a largo plazo. Reconocer esta diferencia es clave para comprender la visión actual de China sobre su posición en el mundo, así como sus posibles intenciones.

Creemos que China se encuentra actualmente en un ciclo expansivo a largo plazo que probablemente comenzó hace 50 años, cuando China volvió a relacionarse con otras naciones. Hoy en día, China es un proveedor líder de tecnología de bajo costo para el resto del mundo, por lo que es difícil refutar que también se encuentra profundamente entrelazada con la economía global. Ahora China está experimentando otra etapa en su ciclo expansivo, la expansión de su influencia geopolítica por todo el mundo.

En un artículo titulado *El orden alternativo de China*, publicado en *Foreign Affairs*, la autora Elizabeth Economy, investigadora principal de la Institución Hoover de Stanford, afirma que “... China se ha referido a un ‘nuevo concepto de seguridad’ que abarca normas como la seguridad común, la diversidad de sistemas y la multipolaridad.” En otras palabras, China está tratando de presentar una alternativa al actual sistema de alianzas en el orden global. Está tratando de hacer esto a través de lo que la Sra. Economy denomina “Los Cuatro Pilares”; a saber, la Iniciativa de la Franja y la Ruta, la Iniciativa de Desarrollo Global, la Iniciativa de Seguridad Global y, más recientemente, la Iniciativa de Civilización Global. A través de estas iniciativas separadas, pero vinculadas, Beijing está tratando de conseguir apoyo para su nuevo orden mundial proporcionando ayuda económica, de desarrollo y de seguridad a muchos países alrededor del mundo, en particular a los países de los mercados emergentes que se sienten excluidos de la actual economía mundial. El plan de

China está ganando impulso, especialmente entre los países del Sur Global, donde Beijing está realizando inversiones significativas en infraestructura, tanto con fines comerciales como militares.

Si bien China sigue construyendo bases en todo el mundo, también está expandiendo significativamente su presencia militar en el Mar de la China Meridional. El país se considera el legítimo propietario de los territorios dentro de lo que denomina la Línea de los nueve puntos y se está preparando para defender este territorio mediante la construcción de bases militares en muchas islas de la zona. Curiosamente, Taiwán se encuentra dentro de la línea de nueve puntos. China ha considerado durante mucho tiempo a Taiwán como parte de su propio territorio. Ahora, más que nunca, Beijing tiene un incentivo para reclamar esta nación insular. En primer lugar, volver a poner a Taiwán bajo su sombrilla nacional jugaría un papel importante en el plan de China de permanecer en su ciclo expansivo. Y lo que es más importante, Taiwán alberga el mayor productor de chips semiconductores del mundo. El control sobre un suministro tan concentrado de este eslabón crucial de la cadena de valor de fabricación de semiconductores le daría a China una importante ventaja competitiva económica, así como un alto grado de influencia geopolítica.

Otra dinámica importante es el continuo desarrollo de la armada naval de China, que pasa de ser de defensa a ser de ataque, lo que se alinea con el ciclo expansivo de este país en el escenario mundial. La combinación de bases militares en todo el mundo con la proyección de poder naval le daría a China el alcance global que busca, al mismo tiempo que le permitiría representar una seria amenaza para los países de Occidente. Así como la Unión Soviética intentó contrarrestar la influencia occidental a través de su bloque regional del Este, China está intentando hacer lo mismo, esta vez no a través de un bloque regional, sino uno global de naciones. **Sin embargo, China tiene dos cosas que la Unión**

Soviética nunca tuvo: poder económico y tiempo. Más concretamente, este país tiene una estrategia basada en objetivos a largo plazo, que puede alcanzarse tanto por medios militares como económicos. Esta dinámica por sí sola convierte a China en un oponente serio que Occidente no puede permitirse ignorar.

Rusia: un intento de aferrarse al pasado

Han pasado más de dos años desde que tanques rusos entraron en Ucrania. Sin embargo, la incursión de Rusia en su vecino comenzó hace una década, tras la invasión y anexión de la península ucraniana de Crimea. Aunque Rusia negó inicialmente estar detrás de la invasión de Crimea, luego afirmó que era necesario para proteger a sus ciudadanos que viven en el este de Ucrania, haciendo una afirmación similar como pretexto para la invasión a gran escala de Ucrania una década después. La verdadera razón de la invasión rusa de Ucrania es objeto de debate. En nuestra opinión, se trata de una respuesta multifacética.

Durante muchos años, Rusia ha estado tratando de abrir una brecha dentro de la OTAN. Esto fue particularmente cierto después de que muchos países que habían estado detrás de la Cortina de Hierro de la antigua Unión Soviética “cambiaron de bando” después del colapso de la URSS. Como último amortiguador que le quedaba a Rusia entre ella y la OTAN, Rusia no podía permitirse que Ucrania se convirtiera en miembro de la OTAN. Tanto Rusia como China se han hecho eco de este sentimiento como la verdadera razón de la invasión rusa de Ucrania. Sin embargo, las verdaderas razones pueden no terminar ahí. La carrera de Vladimir Putin alcanzó su apogeo en el corazón de la Unión Soviética durante el apogeo de la Guerra Fría. Como resultado, sus lazos con los ideales de la antigua URSS son profundos. No sería sorprendente que la razón

estratégica de la invasión se basara en una ideología para recuperar el antiguo Imperio Soviético, de una forma u otra. Independientemente de las razones de la invasión, si no se controla, ¿se detendría el avance ruso con la invasión de Ucrania? En nuestra opinión, la respuesta es no. Sin embargo, aunque Rusia puede tener la voluntad de un nuevo conflicto fuera de Ucrania, su capacidad para participar de forma convencional en un conflicto de este tipo es muy limitada.

Durante años, la doctrina militar rusa se ha basado en el uso de grandes batallones de tanques, apoyados por el uso intensivo de artillería y misiles. Esta táctica se utilizó durante la fase inicial de la invasión, pero Rusia no esperaba una fuerte resistencia de Ucrania. Sin embargo, Ucrania resultó ser un enemigo formidable, contraatacando con el uso de tecnología superior suministrada por Occidente para causar estragos en los tanques rusos, así como en la artillería y las instalaciones de comando, control y comunicación detrás de las líneas enemigas.

Un tratado o un alto al fuego podría ser una posible solución, ya que la capacidad de Rusia para continuar una campaña prolongada es cuestionable. A pesar de que Rusia sigue hablando del uso de armas nucleares, creemos que esta es una opción poco probable, dado que sabe que tal medida también aseguraría la destrucción de su propio país. **Sin embargo, es difícil predecir lo que un gobernante impredecible, empeñado en aferrarse al pasado, podría hacer si se siente acorralado por la falta de opciones.**

Posibles escenarios: guerra nuclear, convencional e irregular

En un mundo plagado de riesgos geopolíticos, es prudente explorar los posibles escenarios que podrían evolucionar con el tiempo. Nos vienen a la mente tres posibles escenarios bélicos: la guerra nuclear, la guerra

convencional y la guerra irregular o asimétrica.

La guerra nuclear es claramente el más peligroso de estos escenarios. Sin embargo, aunque no está fuera de las posibilidades, creemos que es algo que todos los países tratan de evitar. La mayoría de las naciones utilizan la amenaza de una guerra nuclear como elemento disuasorio para un conflicto convencional. La doctrina de la Destrucción Mutua Asegurada - o MAD por sus siglas en inglés-, es en esencia lo que impidió que Estados Unidos y la Unión Soviética se involucraran en un conflicto de este tipo. Creemos que esta es una opción que incluso los países más belicosos del mundo quieren evitar.

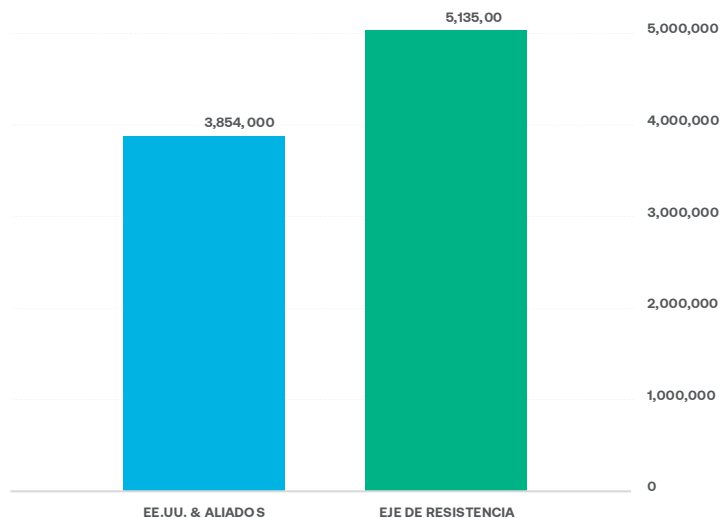
Una guerra convencional es una posibilidad muy real. De hecho, ya estamos viendo este tipo de conflictos en Ucrania y el Medio Oriente. Sin embargo, los países que buscan este tipo de enfrentamiento deben asegurarse de tener la habilidad de llevar a cabo una guerra rápida, así como la capacidad de perseverar a través de una guerra prolongada. Los gráficos a continuación comparan a Estados Unidos y a sus principales aliados frente a un grupo de países denominado el “Eje de la Resistencia”, a saber, China, Rusia,

Irán, Corea del Norte, Bielorrusia, Venezuela, Cuba y Siria. El primer gráfico muestra los ejércitos permanentes en términos de soldados de ambos bloques, donde se puede ver claramente que las potencias del Eje tienen casi un tercio más de soldados que los países aliados. Sin embargo, el segundo gráfico presenta un panorama diferente. Este gráfico muestra los presupuestos combinados de defensa nacional para ambos bloques, donde podemos ver que el presupuesto combinado de las naciones aliadas es más de tres veces superior al de los países del Eje. Estos dos gráficos nos dicen que, aunque las potencias del Eje tienen ejércitos más grandes, los países aliados tienen una tecnología y un entrenamiento mucho mejor. Esta dinámica ha sido evidente en el conflicto ruso-ucraniano donde, mediante el uso de mejores armas y entrenamiento, Ucrania ha logrado frustrar a una fuerza rusa mucho mayor. Esto no quiere decir que la guerra convencional no sea una posibilidad, pero sugiere que es menos probable que las potencias del Eje estén dispuestas o sean capaces de entrar y soportar un conflicto convencional.

La tercera opción, el uso de la guerra irregular o asimétrica, es potencialmente la más probable. En su libro

11. Fuerzas Armadas

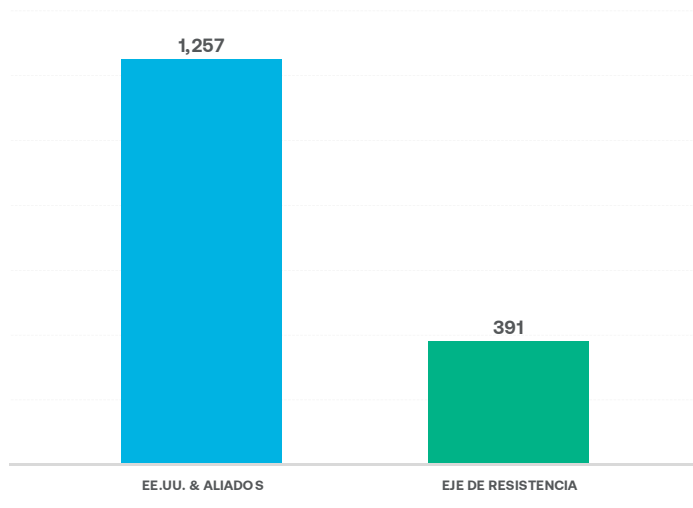
(en términos de soldados)



Fuente: Insigneo, George S. Takach, *Cold War 2.0*; desde 2023

12. Presupuesto de Defensa

(en billones de USD)



Fuente: Insigneo, George S. Takach, *Cold War 2.0*; desde 2023

Three Dangerous Men: Russia, China, Iran, and the Rise of Irregular Warfare, el autor Seth G. Jones define la guerra irregular como “[...] actividades que no sean de guerra convencional y nuclear [...] incluyendo operaciones de información, operaciones cibernéticas, apoyo a socios estatales y no estatales, acción encubierta, espionaje y coerción económica”. Menos costosa y más fácil de implementar, esta forma de guerra es la preferida de las potencias del Eje. Francamente, esta ya está siendo implementada por muchos actores de este bloque, incluidas las campañas de piratería y desinformación, el terrorismo patrocinado por el Estado y la coerción económica. Dada la experiencia y las ventajas que tienen las potencias del Eje en este ámbito de la guerra, su continuación y escalamiento es el

escenario más probable en el futuro cercano. Sin embargo, es crucial vigilar la guerra irregular, ya que un paso en falso podría escalar fácilmente a otros tipos de guerra más severos.

La guerra nuclear, convencional e irregular son posibilidades de cómo podrían evolucionar estos conflictos. Creemos que la guerra nuclear tiene la probabilidad más baja de ocurrir, mientras que la guerra irregular tiene la más alta, ya que pensamos que la mayoría de los países prefieren participar en el ámbito de la guerra irregular. Sin embargo, Europa del Este ya está experimentando una forma de conflicto convencional, mientras que el Medio Oriente corre el riesgo de una escalada. La contención y la desescalada serán clave. ■

Análisis por clases de Activos

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

¹ Relativo a acciones globales en USD

² Relativo a mercados globales de renta fija en USD

³ Relativo al sector de materias primas

Important Legal disclaimer

Insigneo Financial Group, LLC comprises a number of operating businesses engaged in the offering of brokerage and advisory products and services in various jurisdictions, principally in Latin America. Brokerage products and services are offered through Insigneo International Financial Services, LLC, headquartered in Puerto Rico, and through Insigneo Securities, LLC, headquartered in Miami. Both are members of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC) <https://www.sipc.org/>. 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 Asesor Internacional S.A, Insigneo Gestor Internacional S.A, 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 nine 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 Prestadores de Servicios Financieros 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.