



El almanaque del inversionista de Insigneo para 2024: navegando un mar de cambio

Llamada Trimestral T1 | 2024



Ahmed Riesgo

Director de Inversiones
Insigneo

Resumen Ejecutivo

El optimismo de la primera mitad del año empezará a cederle gradualmente el espacio a la precaución, mientras navegamos mercados complejos y nos preparamos para un potencial debilitamiento económico en 2024.

No obstante, el cambio de postura de la Fed en diciembre de 2023 nos da cierto optimismo de que van a poder lograr ese elusivo aterrizaje suave.

Durante los próximos seis meses, estimamos que la probabilidad de que no ocurra una recesión es del 85%, de una recesión leve es del 10%, y de una recesión severa es solo del 5%. En un horizonte de 12 meses, la probabilidad de una recesión leve aumenta hasta 45%, el escenario de no recesión cae hasta 45%, y el escenario de una recesión severa aumenta levemente hasta 10%.

Aunque esperamos que la inflación continúe disminuyendo, persisten los riesgos de un resurgimiento y estos no pueden descartarse por completo.

Con un aterrizaje suave, el valor justo del S&P 500 se ubica en el rango de 4,900 a 5,100, mientras que el valor justo del Tesoro a 10 años debería ubicarse entre el 3.6% y el 3.9%. En una recesión leve, esperaríamos que el índice cotice entre 3,500 y 3,700, mientras que el Tesoro debería cotizar entre el 2.85% y el 3.15%.

Las rentabilidades de los activos financieros estadounidenses se deberían mantener a la vanguardia de los portafolios mundiales durante algún tiempo.

En los últimos 40 años, tanto la renta variable como la renta fija han registrado rentabilidades positivas en los siguientes 6, 12 y 24 meses tras la última subida y el primer recorte de tasas.

Se anticipa que las elecciones presidenciales de 2024 profundizarán la división política de la nación, poniendo a prueba la democracia del país, potencialmente debilitando la posición de Estados Unidos a nivel global.

Definiendo el Rumbo a través de Cambios Políticos y Corrientes Geopolíticas

Mientras nos embarcamos en otra jornada en el mundo altamente rentable, a veces turbulento, pero nunca aburrido de las inversiones, siempre es sabio hacer una pausa, reflexionar, y preguntarnos “¿Qué ha cambiado? ¿Qué hay de nuevo?” Así como un viejo capitán suele leer su sextante periódicamente, navegando celestialmente usando el sol, la luna o las estrellas para medir

— “... El optimismo de la primera mitad del año empezará a cederle gradualmente el espacio a la **precaución, mientras navegamos mercados complejos...**”

su latitud y longitud, nosotros también verificamos regularmente nuestra posición cuando recibimos nueva información para mantener la ruta adecuada. En este almanaque del inversionista para 2024, ofreceremos un análisis detallado de las tendencias económicas globales y pronósticos para diferentes mercados. Un punto clave es que, por más de que los mares de la inversión estén despejados hoy, se observan aguas más turbias en la segunda mitad del año, a medida que retos monetarios, riesgos geopolíticos y altas valoraciones de activos nublan nuestro camino. Discutiremos diferentes tendencias en varios sectores incluyendo la renta variable, renta fija, monedas, materias primas, y mercados emergentes, resaltando el impacto de las consideraciones geopolíticas, política fiscal, y el comportamiento de los consumidores en estos sectores. **El optimismo de la primera mitad del año empezará a cederle gradualmente el espacio a la precaución, mientras navegamos mercados complejos y nos preparamos para un potencial debilitamiento económico en 2024.** Según varias medidas, este sigue siendo el panorama de inversiones más complicado de nuestra vida. Ciertamente, hay espacios seguros llenos de oportunidades, pero debemos navegar habilidosamente dado que hay aguas borrascosas a nuestro alrededor.

¿Se Equivoca el Consenso Otra Vez?

El año pasado no fue un buen año para los profesionales de las proyecciones. Los reportes anuales para 2023 estaban cargados con proyecciones de recesión en Estados Unidos y muchas otras economías desarrolladas alrededor del mundo, en conjunto con expectativas bajistas para varios activos financieros. De hecho, por primera vez desde que hay datos, el consenso de expectativas de Wall Street realizado por Bloomberg apuntaba a que el S&P 500 iba a terminar el año en niveles muy negativos. Nos alegramos de haber tomado la posición contraria. No solo no pronosticamos una recesión, sino que también esperábamos un año positivo para el índice en general. Pero incluso nuestras proyecciones optimistas estuvieron por debajo de la exuberancia del mercado. Esperábamos que el S&P 500 exhibiera un retorno entre el 8 y el 13% el año pasado, bastante por encima del consenso. Bueno, el índice aumentó más de 26%, impulsado principalmente por una expansión de múltiplos de 1,800 puntos básicos al tiempo que las expectativas de la tasa de interés se reducían drásticamente en el último trimestre. Ciertamente, gran parte de las ganancias estuvieron concentradas en un par de nombres relacionados con la inteligencia artificial, tales como Nvidia y Meta, que llevaron a una gran dispersión entre los retornos generalizados del índice y los de una acción promedio. Consecuentemente, solo el 32% de los administradores activos estuvieron por encima de sus *benchmarks* el año pasado, siendo este un nivel de desempeño inferior no observado antes. Parece que la combinación saludable entre un exceso de ahorros de los consumidores estadounidenses y un mercado laboral sólido fueron lo suficientemente fuertes para mantener controladas a las fuerzas de recesión.

Bueno, este año, las expectativas del mercado apuntan en la dirección contraria. Todo el mercado espera un “aterrizaje suave” de la economía estadounidense y los

activos financieros ya descuentan este escenario. Como era de esperarse, las estimaciones del consenso han recuperado su sesgo positivo y la mayoría de las principales casas de Wall Street esperan que el S&P 500 termine el año por encima de los 5,000 puntos por primera vez en su historia. La mayoría de las proyecciones de recesión, como el pájaro dodo, han desaparecido. Partiendo de los hechos mencionados anteriormente, ¿tiene sentido volver a adoptar la posición contraria? ¿Deberíamos predecir una recesión y reducir el riesgo en nuestros portafolios?

Contexto Macroeconómico

El mercado laboral estadounidense se mantiene como el pilar más sólido sobre el cual descansa gran parte de este nuevo optimismo. Para entender el porqué, es importante ahondar en un concepto muy recordado por todos los economistas: la curva de Phillips. Es una teoría que plantea una relación inversa entre la tasa de desempleo y la inflación dentro de una economía. Desarrollada por el economista A.W. Phillips en 1958, la teoría sugiere que con el crecimiento económico llega la inflación, que a su vez trae consigo más puestos de trabajo y menos desempleo. Esta relación se basó inicialmente en observaciones empíricas que mostraban que la inflación tendía a aumentar cuando el desempleo era bajo, y viceversa. En el corto plazo, la curva de Phillips se mantiene, dados los impactos inmediatos en la inflación y el empleo. Sin embargo, eventualmente esta relación deja de mantenerse, ya que otros factores influyen en el comportamiento de la inflación. De hecho, algunos economistas como Milton Friedman han cuestionado la Curva de Phillips original, afirmando que solo funciona a corto plazo porque las expectativas de inflación se ajustan con el tiempo. A medida que los trabajadores y las empresas ajustan sus expectativas de inflación, el equilibrio entre el empleo y la inflación eventualmente desaparece. Especialmente durante periodos de estanflación (a

saber, cuando simultáneamente hay altos niveles de inflación y desempleo), el modelo se encontró con cierta resistencia, que conllevó al desarrollo de una versión con expectativas incorporadas, que ofrece una visión más matizada. Esta sugiere que cualquier compensación entre inflación y desempleo es temporal, y está influenciada por las expectativas de las personas. En suma, su utilidad depende del contexto económico específico y del periodo en consideración. En el corto plazo, a veces puede ayudar a predecir el equilibrio entre inflación y desempleo. Eventualmente, pierde utilidad.

Un mayor refinamiento de la teoría de la curva de Phillips tiene en cuenta la no linealidad. En otras palabras, esto significa que el equilibrio entre inflación y desempleo puede no ser constante en los diferentes niveles de desempleo. Por ejemplo, el impacto en la inflación puede ser diferente al pasar de un 5% a un 4% de desempleo que si se compara con el paso del 10% al 9%. El concepto es sencillo: cuando hay exceso de mano de obra disponible en el mercado laboral, los empleadores no necesitan aumentar los salarios de manera significativa, manteniendo así la inflación bajo control. Sin embargo, en un escenario de pleno empleo, las empresas compiten por la mano de obra ofreciendo mayores salarios, empujando la curva de oferta de trabajo. Esta no linealidad puede ser interpretada como un “doblez” en la curva. También podría implicar que hay ciertos umbrales o puntos de desempleo en los que el comportamiento de la inflación cambia de forma más dramática. Por ejemplo, cuando el desempleo se ubica por debajo de un cierto nivel (como la tasa natural de desempleo), la tasa de inflación puede aumentar a un mayor ritmo. De hecho, este modelo ha explicado de manera efectiva las tendencias económicas recientes en Estados Unidos desde que comenzó la pandemia en 2020. La pandemia también alteró la composición de la demanda, con un desplazamiento de servicios a bienes, y viceversa, lo que afectó a la inflación y la

Mercado Laboral en EE. UU se está enfriando

Fuente: BCA Research

Diferencia entre demanda y oferta de empleo



producción de maneras inesperadas. Los factores del lado de la oferta, como la reducción de la participación de la fuerza laboral y la posterior expansión, también desempeñaron un papel importante en esta dinámica.

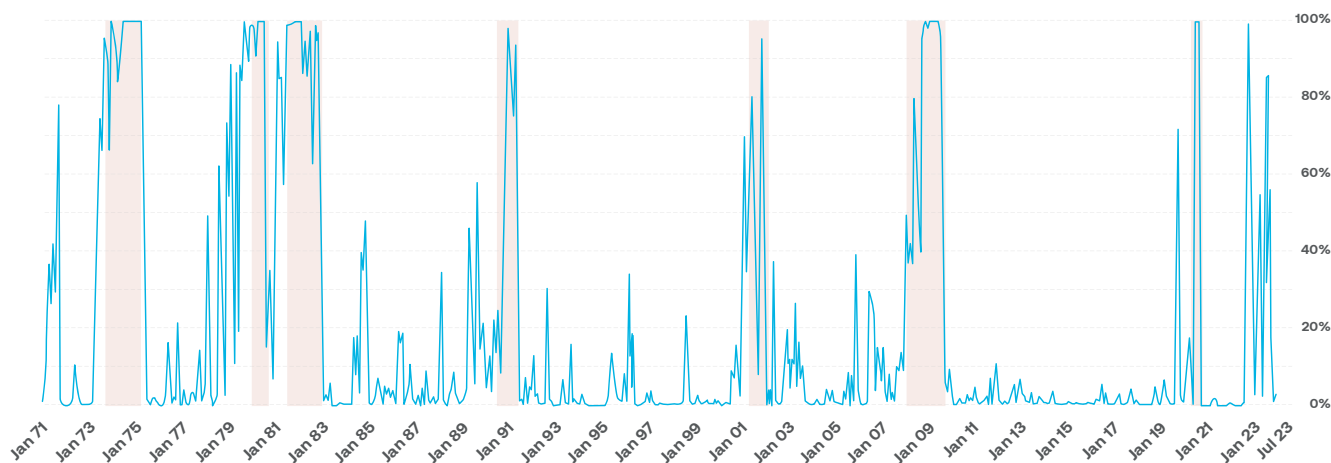
Contrario a la historia reciente, la próxima recesión puede que simplemente resulte de la continua implementación de una política monetaria más contractiva. La economía podría pasar de crecimiento a recesión una vez que los puestos de trabajo se reduzcan de manera significativa, un cambio que podría sorprender a los inversionistas. Podríamos estarnos acercando a este punto más pronto de lo que creemos. Como se observa en el gráfico anterior, durante el pico después de la pandemia, la brecha entre trabajos y trabajadores (es decir el número de puestos de trabajo disponibles por trabajador empleado) alcanzó un máximo de casi cuatro en 2022. Desde entonces, la tendencia claramente ha caído y, en la actualidad, probablemente se encuentra cerca de 1.5. Si sigue retrocediendo a su ritmo actual, esperamos que llegue a cero a mitad de este año. Esto marcaría una transición en la economía estadounidense, una que pasaría de déficits en la mano de obra a superávits. Como sugiere este gráfico, esta transición está altamente correlacionada con el inicio

de una recesión porque los trabajadores que pierden su trabajo consideran que es complicado volver a encontrar empleo.

Este marco del mercado laboral estadounidense se ajusta perfectamente a nuestro modelo *Probit* de recesión *Insigneo-Forefront*. Actualmente, este refleja apenas un 3% de probabilidad de una recesión en Estados Unidos durante los próximos seis meses, lo cual no es una preocupación mayor y que permitiría aumentar la exposición al riesgo durante ese periodo. Sin embargo, en un periodo de 12 meses, la probabilidad aumenta a 52%, lo que es más preocupante a medida que nos acercamos a los meses de verano, pero aún lejos de niveles elevados de precaución. La Fed considera que estará en la capacidad de traer la inflación de regreso a su meta a mitad de 2024, al tiempo que evitará una recesión. La implicación de esto es que la Fed no necesita volver a aumentar su tasa de interés más allá de lo que ya lo ha hecho. Incluso si estamos de acuerdo con que la Fed pueda, temporalmente, lograr un aterrizaje suave, somos escépticos de que pueda mantener ese aterrizaje por mucho tiempo. La razón es que una vez la economía alcance el pleno empleo, cualquier cosa que impulse el crecimiento por

Probabilidad de una Recesión en EE. UU. según Nuestro Modelo Probit

Próximos seis meses ~ 3% (Pseudo-R2 = 53.01%) | Próximos doce meses ~ 52% (Pseudo-R2 = 55.12%)
 (Áreas sombreadas representan recesiones según la NBER)



Fuente: Indicador de recesión Insigneo-Forefront

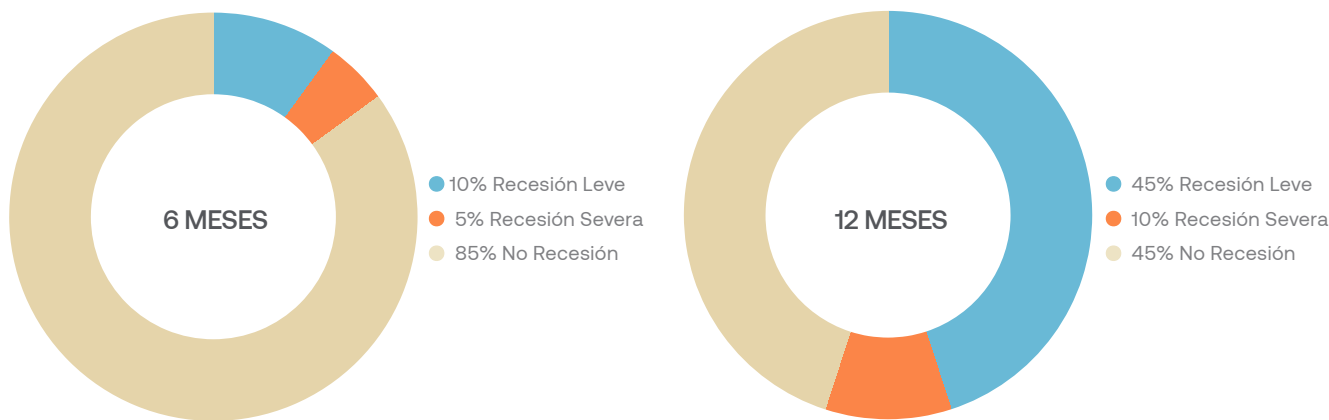
encima de su potencial podría avivar la inflación, mientras que cualquier cosa que impulse al crecimiento por debajo de su potencial podría llevar a un aumento en el desempleo. Una vez que el desempleo comience a subir, usualmente seguirá haciéndolo como consecuencia de ciclos de retroalimentación positiva. Una caída en el empleo tiende a mantenerse a medida que los trabajadores, tanto los que han sido despedidos como los que tienen miedo de serlo, dejan de gastar a medida que se vuelven más temerosos.

No obstante, el cambio de postura de la Fed en diciembre de 2023 nos da cierto optimismo de que van a poder lograr ese elusivo aterrizaje suave, incluso si este requerirá cierto nivel de ajuste antes de que pueda ser visto. Al poner nuestro modelo *probit* de recesión junto con árboles de decisión que tienen en cuenta cosas como la calibración de la política monetaria y/o posibles errores, así como shocks exógenos – positivos y negativos – al sistema, establecemos nuestro sistema de probabilidades subjetivas. **Durante los próximos seis meses, estimamos que la proba-**

bilidad de que no ocurra una recesión es del 85%, de una recesión leve es del 10%, y de una recesión severa es solo del 5%. En un horizonte de 12 meses, la probabilidad de una recesión leve aumenta hasta 45%, el escenario de no recesión cae hasta 45%, y el escenario de una recesión severa aumenta levemente hasta 10%. Para aclarar, definimos una recesión leve como aquella en que la tasa de desempleo se ubica por encima del 4%, pero se mantiene por debajo del 6%. ¿Por qué esperaríamos una recesión así de leve? Porque el mercado inmobiliario de Estados Unidos, que se caracteriza por una vacancia de propietarios baja y por unos niveles de deuda hipotecaria sanos, está preparado para responder positivamente a los recortes de tasas de la Reserva Federal. Además, la ausencia de exceso de gasto de capital y la normalización de los inventarios manufactureros son señales favorables. Las hojas de balance de los consumidores y de las empresas parecieran estar estables, y los grandes bancos de Estados Unidos están en excelente forma. En otras palabras, no observamos desequilibrios significativos en la economía que empeorarían o

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

prolongarían cualquier recesión. Ya que nuestras probabilidades de recesión y no recesión están tan parejas, les daremos una guía de mercado en la siguiente sección que refleja esta dicotomía.

Unas palabras finales sobre inflación. Varios indicadores de tiempo real que seguimos, particularmente aquellos que están relacionados con los arriendos, indican que debería haber una caída no menor en la inflación de vivienda. La inflación básica de bienes ha estado en terreno negativo desde junio y debería permanecer contenida. Finalmente, un menor crecimiento de los salarios, el principal causante de la inflación de servicios, probablemente seguirá disminuyendo ya que la tendencia en los puestos de trabajo disponibles, el ratio de renuncias, el ratio de contrataciones, las encuestas de salarios y todas las respuestas a encuestas señalan hacia un debilitamiento del mercado laboral. Por lo tanto, la expectativa debería ser una mayor desinflación. **Sin embargo, aunque esperamos que la inflación continúe disminuyendo, persisten los riesgos de un resurgimiento y estos no pueden descartarse por completo.** Mientas que se espera que la inflación total disminuya el próximo año, un cambio en la mentalidad inflacionaria debería

mantener a la inflación básica global alrededor del 3%. Las expectativas adaptativas importan, y debemos monitorear las expectativas de inflación de largo plazo con cuidado por su valor predictivo. Por ahora, la tendencia benigna de precios se mantiene.

Esta tabla resalta nuestro resumen de proyecciones para los bloques económicos más importantes. Dichos números sugieren que anticipamos una ralentización en el crecimiento global, que se ubicaría por debajo de su

Pronósticos Macroeconómicos de Insigneo

PIB Real, 2024 T4/T4

PAÍS/REGIÓN	PORCENTAJE, DATO ANUAL
Estados Unidos	1.4%
China	4.5%
Zona Euro	0.5%
Japón	0.9%
Mundo	2.5%

Fuente: Insigneo

potencial en términos generalizados. Esta tendencia se le atribuye al impacto continuo de políticas monetarias estrictas y al aumento de los rendimientos. En Estados Unidos, se espera que diversos factores, incluyendo la política monetaria aún restrictiva y la reducción del apoyo fiscal, desaceleren el crecimiento económico por debajo de su tendencia habitual en 2024, aunque lejos de niveles preocupantes en ausencia de una recesión. En China, esperamos que continúe una recuperación gradual en la primera mitad de 2024, seguida de un retorno a tasas de crecimiento normales en la segunda mitad del año. La inflación baja probablemente persistirá en este país, como consecuencia de preferencias políticas que favorecen la producción por encima del consumo.

Implicaciones de Mercado y Asignación de Activos

Desde nuestra perspectiva, **los indicadores de mercado actuales de renta variable y otros activos de alto riesgo lucen más preocupantes que en comparación con el año pasado.** Las valoraciones actuales se encuentran altas, con una volatilidad históricamente baja. La incertidumbre geopolítica y política también se suman a los riesgos. Como consecuencia, aunque el sentimiento del mercado se está volviendo alcista, estamos adoptando un enfoque más cauteloso, especialmente para la segunda mitad del año. Históricamente, las acciones han alcanzado su punto máximo unos seis meses antes del comienzo de una recesión. Si la recesión prevista comienza a finales de 2024, es posible que veamos unos meses más de rentabilidad positiva del mercado antes de una posible recesión. Las altas valoraciones y la disminución de los márgenes netos podrían exacerbar cualquier recesión. Esta tabla refleja nuestras proyecciones actuales de dos indicadores clave del mercado en EE. UU. bajo dos escenarios igualmente probables en nuestro marco:

una recesión leve y un aterrizaje suave. Obviamente, a medida que avanza el año y observamos más datos económicos, la probabilidad de un escenario debería aumentar a costa del otro. **Con un aterrizaje suave, el valor justo del S&P 500 se ubica en el rango de 4,900 a 5,100, mientras que el valor justo del Tesoro a 10 años debería ubicarse entre el 3.6% y el 3.9%. En una recesión leve, esperaríamos que el índice cotice entre 3,500 y 3,700, mientras que el Tesoro debería cotizar entre el 2.9% y el 3.2%. Las acciones tipo *large cap* y de *growth* suelen tener un mejor desempeño durante las recesiones económicas.** Por último, la renta variable estadounidense suele superar a sus homólogas internacionales durante las recesiones. Sin embargo, debido a las elevadas valoraciones actuales, esta rentabilidad superior puede ser menos pronunciada en la próxima recesión. **En largo plazo, las acciones estadounidenses han tenido un rendimiento superior debido a un crecimiento superior de las utilidades y las ventas, una tendencia que debe cambiar para que las empresas no-estadounidenses tomen la delantera.** Más adelante abordaremos esta cuestión en más detalle.

En general, nuestro modelo sugiere que una de las mejores inversiones para 2024 sigue siendo comprar bonos del Tesoro de EE. UU. a más largo plazo de manera táctica. La trayectoria a largo plazo de los

Principales Pronósticos de Mercado - 2024

¿Podrá la Fed lograr un aterrizaje suave?

	ESTIMADO 2024 SIN RECESIÓN	ESTIMADO 2024 CON RECESIÓN
S&P 500	4900 a 5100	3500 a 3700
Tesoro 10 Años	3.6% a 3.9%	2.85% a 3.15%

Fuente: Insigneo

rendimientos de los bonos está influenciada por varios factores. Los factores que apuntan a tasas más altas incluyen: el fin del desapalancamiento de los hogares en EE. UU.; el aumento del gasto de capital y los cambios demográficos, como los *baby boomers* gastando su riqueza acumulada. Dentro de los factores la baja se resaltan las posibles presiones deflacionarias de la recesión económica de China y la proliferación de la Inteligencia Artificial como los principales causantes. Por lo tanto, se puede deducir que los rendimientos actuales de los bonos en el mundo desarrollado parecen estar alineados con sus modelos de valor justo. Esto significa que los inversionistas podrían, en el peor de los casos, contar con el *carry trade*. Dicho esto, debemos ser cautelosos con los cambios estructurales a largo plazo en las tasas de interés de equilibrio reales. Como muestra el siguiente gráfico, estas se encuentran a punto de incrementarse según las proyecciones econométricas. **Esto significa que, una vez superemos tácticamente este periodo recesivo (es decir, deflacionario), el mercado bajista estructural a largo plazo de las tasas que comenzó en 2020 y se afirmó con fuerza en 2022, podría reafirmarse.** En el futuro, aconsejaremos cuando vuelva a presentarse la oportunidad de reducir duración. En la actualidad,

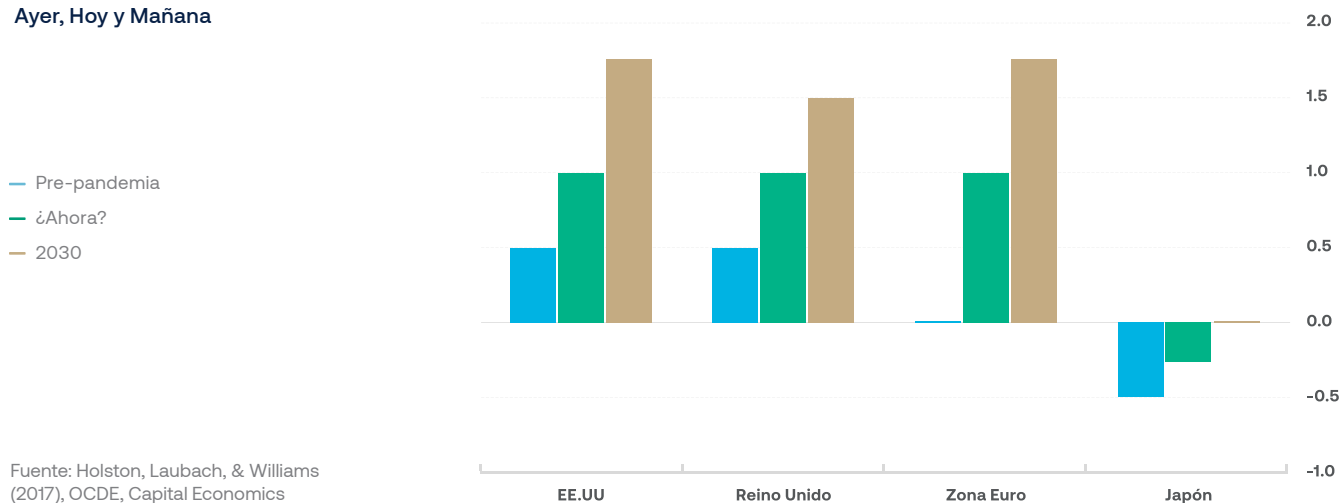
los diferenciales de bonos corporativos *high yield* de EE. UU. no reflejan plenamente la probabilidad de una recesión, y las tasas de impago podrían aumentar. Por lo tanto, **en este entorno aconsejamos a los inversionistas a favorecer los diferenciales de grado de inversión dentro de un portafolio de renta fija.**

La trayectoria del dólar estadounidense ha seguido en gran medida los diferenciales de las tasas de interés. Sin embargo, los acontecimientos recientes, como el pico de inflación en EE. UU. y la relativamente débil reapertura de China han influido en la fortaleza del dólar. **Esperamos que el dólar vuelva a fortalecerse una vez se produzca la recesión mundial, aunque no de forma tan significativa como durante la crisis financiera mundial.**

En el complejo de las materias primas la dinámica del mercado del petróleo ha cambiado, con la producción estadounidense en máximos históricos, lo que podría afectar el control de precios de la OPEP; sin embargo, **consideramos que el crudo actualmente está subvalorado.** Con respecto a los metales industriales, es probable que los precios del cobre aumenten debido a las limitaciones de la oferta. **A largo plazo, los**

Tasas de interés reales de equilibrio

Ayer, Hoy y Mañana



Fuente: Holston, Laubach, & Williams (2017), OCDE, Capital Economics

metales industriales en general deberían beneficiarse de la transición a los vehículos eléctricos y las energías renovables, los bajos inventarios y las incertidumbres políticas que afectan a las inversiones mineras en el mundo desarrollado.

Por último, los precios del oro se han mantenido resilientes a pesar del aumento de los rendimientos reales, posiblemente debido al aumento de las compras de los bancos centrales. Si bien el oro es caro, su valor está respaldado por las tendencias de compra de los bancos centrales. **Por lo tanto, seguimos siendo estructuralmente optimistas con respecto al oro,** ya que también lo favorecemos por su papel como cobertura contra el riesgo geopolítico que se encuentra en una trayectoria alcista a largo plazo.

Excepcionalismo en Estados Unidos: ¿Durará?

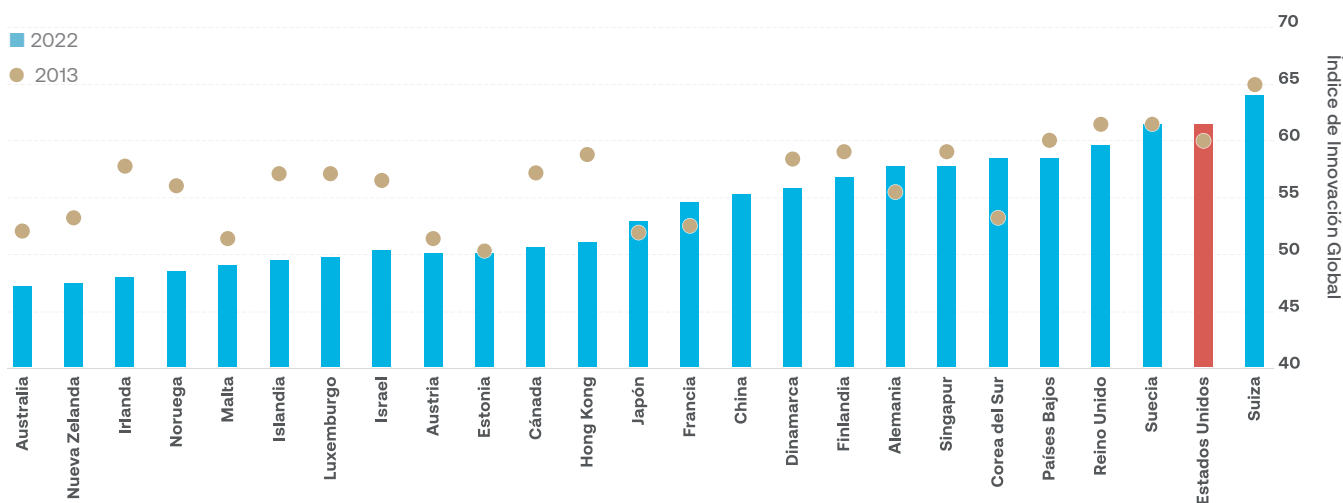
Los activos estadounidenses han tenido una increíble

trayectoria en la última década. Desde 2013, el S&P 500 ha exhibido una rentabilidad anualizada del 13%, frente al 12% del TOPIX japonés, el 8% del Euro Stoxx 600 y el 6% del MSCI Asia ex-Japón. A pesar de muchos alarmistas, el dólar conserva su privilegio imperial como la moneda de reserva mundial indiscutible que comprende el 60% de las reservas mundiales, participando en casi el 90% de todas las transacciones monetarias mundiales y el 50% de toda la facturación comercial mundial. Mientras tanto, el crecimiento del PIB de EE. UU. sigue superando al de otros mercados desarrollados. ¿Podrá Estados Unidos mantener su ritmo de dominio financiero y económico durante la próxima década?

Un factor para evaluar al momento de contestar esta pregunta es proyectar la capacidad del país para seguir innovando. La rentabilidad superior de la renta variable estadounidense se vio impulsada, al menos en parte, por los avances en la inteligencia artificial generativa y otras tecnologías, que impulsaron la productividad y el crecimiento de Estados Unidos. Como muestra el siguiente gráfico, **Estados Unidos ha aumentado su**

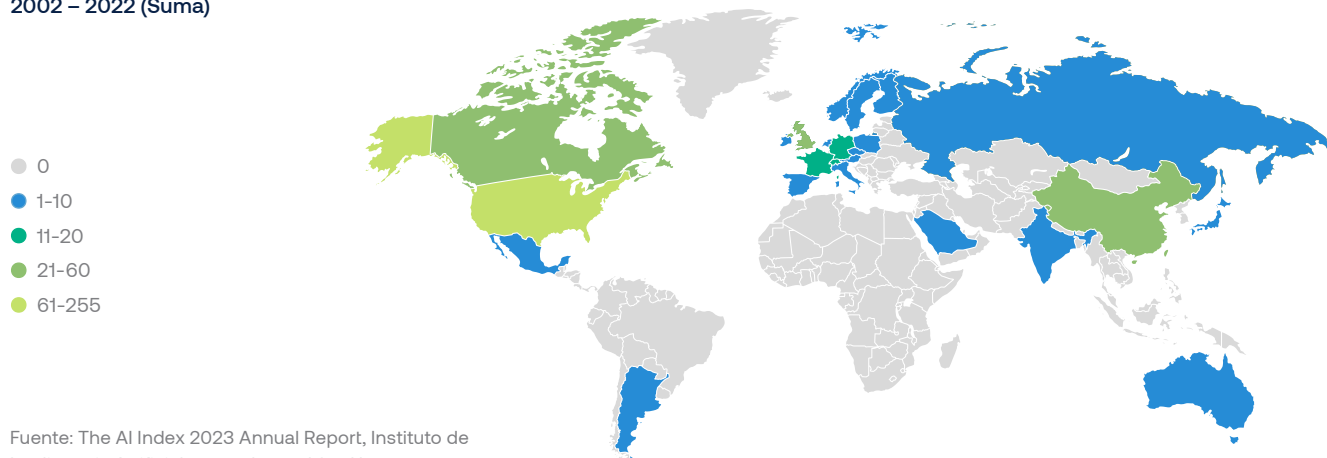
Excepcionalismo en Estados Unidos: #2 a nivel global, subiendo desde el #5 en 2013

Medido por los insumos (facilitadores y habilitadores) y resultados (resultados de actividades innovadoras) del factor de innovación. Fuente: Índice de Innovación Global, Goldman Sachs



Número de Sistemas Significativos de *Machine Learning* por país

2002 – 2022 (Suma)



Fuente: The AI Index 2023 Annual Report, Instituto de Inteligencia Artificial centrada en el Ser Humano, Universidad de Stanford (Abril 2023)

capacidad de innovación en los últimos diez años, pasando del #5 en el mundo al #2 en la actualidad, solo por detrás de la pequeña nación de Suiza. Si mantiene esta posición, es una buena apuesta que seguirá haciéndolo. Un indicador de esta tendencia podría ser la adopción de tecnologías de inteligencia artificial. Tampoco en este caso Estados Unidos tiene un equivalente a nivel global. El mapa anterior muestra que Estados Unidos despliega el mayor número de sistemas significativos de *machine learning* a nivel mundial. Canadá, el Reino Unido y China están colectivamente un nivel por debajo. Esto significa que las empresas e instituciones estadounidenses deberán seguir aprendiendo mejor y más rápido, lo que lleva a brechas de innovación constantes con otras naciones. La prohibición de los chips y equipos semiconductores más avanzados a China debería mantener o ampliar la brecha actual. De hecho, las perspectivas de crecimiento de ninguna otra economía en el mundo deberían beneficiarse tanto como las de EE. UU., dados los impulsos potenciales de la inteligencia artificial y la demografía favorable en comparación con otras economías importantes.

Por supuesto, no debemos simplemente dejarnos llevar, ya que también existen algunas preocupaciones. Si bien la adopción de la inteligencia artificial puede favorecer al país, los cambios geopolíticos y las presiones demográficas podrían afectar los retornos de la renta variable estadounidense, especialmente si hay una reducción en el enfoque por parte de las juntas directivas en el valor para los accionistas o un aumento de la política regulatoria y fiscal. Además, la situación fiscal de EE. UU. sigue siendo preocupante, en particular el déficit primario. En la actualidad, existen desafíos de valoración, ya que los índices estadounidenses se mantienen caros en relación con sus homólogos mundiales. Además, la fuerte dependencia de unas pocas grandes empresas y la competencia de otras clases de activos en el entorno de tasas altas podrían limitar un mayor desempeño en el futuro. Hay otros competidores regionales, ya que se espera que los mercados emergentes crezcan más rápido.

En resumen, es probable, aunque no seguro, que las rentabilidades de los activos financieros estadounidenses se mantengan a la vanguardia de los portafolios mundiales durante algún tiempo. ■



Andrés Salamanca
Analista de Datos
Insigneo

El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros... ¿O sí?

A lo largo de este informe argumentamos que, si bien los mares están tranquilos ahora, las tormentas pueden estar apareciendo en el horizonte. Nuestra tesis es que es más probable que se dé una recesión mundial a finales de 2024 de lo que sugiere el consenso actual de mercado, justo cuando la mayoría de los inversionistas puedan haber llegado a la conclusión de que se ha logrado un aterrizaje suave. Esto invita a cierta cautela porque, si bien los activos de riesgo pueden subir durante los próximos meses, podrían enfrentarse a

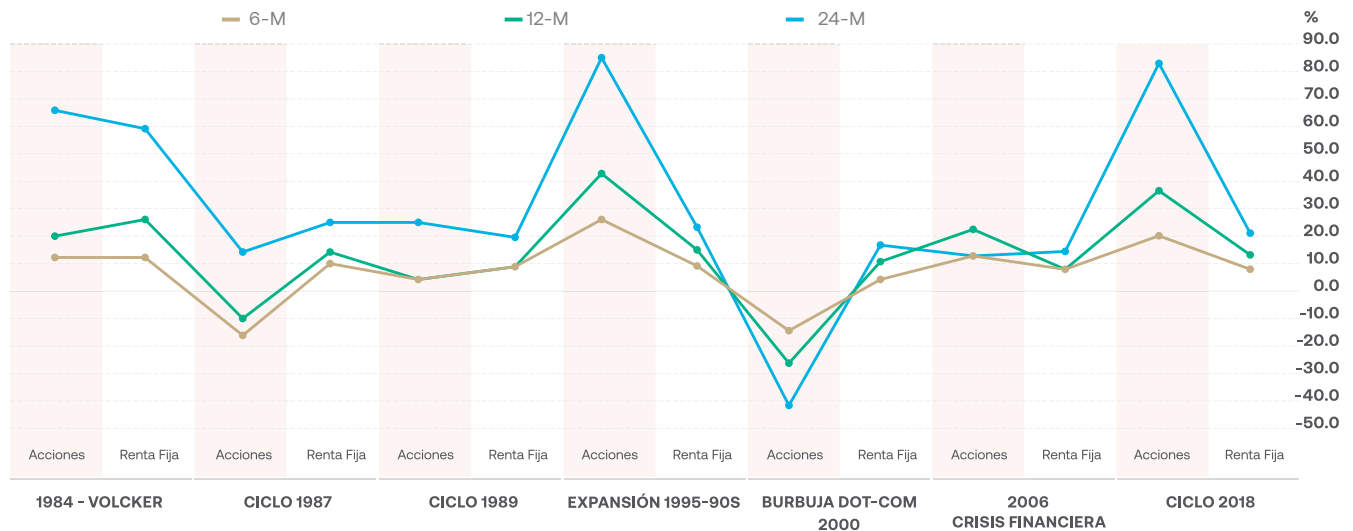
algunos vientos en contra a medida que finalicemos el año. Nuestro modelo se basa en la noción de que los fundamentales macroeconómicos prevalecen sobre cualquier otra consideración a la hora de tomar decisiones de portafolio. Pero ¿y si la historia nos dice lo contrario?

A estas alturas todos sabemos que, en los últimos 20 meses, los mercados experimentaron el ciclo de subidas de tasas más agresivo de los últimos 40 años. De marzo de 2022 a julio de 2023, la tasa de la Fed pasó de solamente un 0.25% a un máximo del 5.50%. Ante estos antecedentes, debemos preguntarnos qué ocurrió en el pasado cuando la Fed dejó de subir y empezó a recortar tasas. Si bien las perspectivas macroeconómicas se mantienen turbias y, en última instancia, el crecimiento puede dictar el camino de los mercados, esta misma historia da a los inversionistas razones para ser optimistas. Si nos fijamos en los datos de mercado de los últimos 40 años, tanto la renta variable como la renta fija han tenido un buen comportamiento después de que la Fed detuviera sus ciclos de endurecimiento de la política monetaria y comenzara a relajar las tasas. **Ambas clases de activos han registrado rentabilidades positivas en los siguientes 6, 12 y 24 meses tras la última subida y el primer recorte de tasas.** Claro, cada ciclo es diferente y tiene su propia idiosincrasia, pero los agregados nos permiten hacernos una idea de lo que podríamos esperar razonablemente hacia adelante.

Dicho esto, hagamos un análisis más detallado de cada ciclo de la Fed. Desde los inicios de la década de 1980, con Paul Volcker como presidente de la Fed, la economía estadounidense se encontraba en medio de la “Gran Inflación”. Después de casi cinco años de ajustes en la política monetaria, la Fed hizo una última subida en agosto de 1984. Durante este tiempo, la renta fija superó a la renta variable en promedio, y los bonos del Tesoro registraron una asombrosa rentabilidad del 69.7% durante el periodo de 24 meses posterior a la pausa.

Rendimiento promedio por tipo de activo después de la última subida de tasas

Fuente: Insigneo, Bloomberg

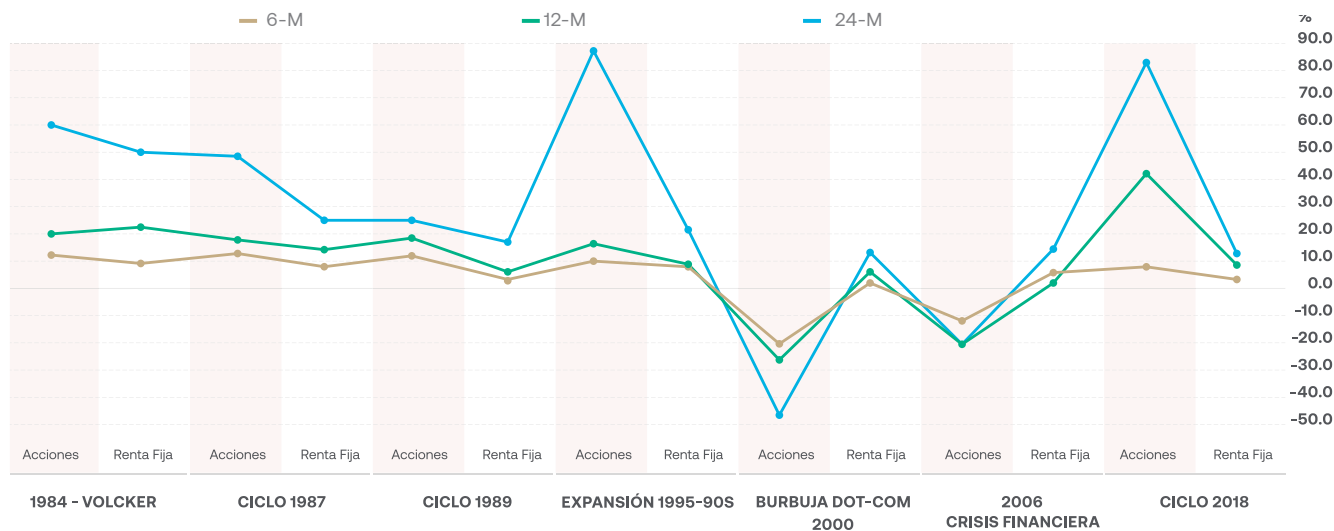


Después de los años de Volcker, Greenspan asumió el cargo de presidente de la Fed en agosto de 1987 y ejecutó un ciclo de subidas moderado en un intento de luchar contra la inflación. Este ciclo contractivo se detuvo solo unas semanas antes de la caída del mercado de accionario del Lunes Negro, un evento que hizo que la Fed bajara las tasas solo un mes después. Si bien la renta fija registró rendimientos positivos durante los siguientes 24 meses, no es sorprendente que la renta variable tuviera un rendimiento inferior en los meses siguientes, con el Nasdaq retrocediendo casi un 16% en los siguientes 6 meses. Después de un breve período de recortes tras la caída del Lunes Negro, la Fed inició un ciclo de subidas para luchar contra la inflación, que terminó en febrero de 1989. Cuatro meses después, la Fed bajó las tasas cuando el país entró en la “recesión de la Guerra del Golfo”. Con los precios del petróleo disparados durante la invasión iraquí a Kuwait y la crisis simultánea de ahorros y préstamos, la renta variable logró superar a la renta fija durante los meses siguientes, impulsada principalmente por un aumento de los impagos de los bonos corporativos *high yield*.

Después de una recesión de corta duración, Estados Unidos experimentó un periodo de expansión, en el que el PIB real aumentó hasta un 4% en 1994. Con los precios disparados, Greenspan lideró un agresivo ciclo de endurecimiento durante 1995 para alcanzar un “aterrizaje suave” de la economía. La tasa de la Fed casi que se duplicó en febrero de 1995 y se mantuvo sin cambios hasta junio del mismo año. Esta postura agresiva permitió a Estados Unidos controlar la inflación manteniendo el ritmo de crecimiento económico experimentado durante el inicio de la década. El S&P 500 y el Nasdaq registraron un asombroso rendimiento del 84% en los dos años siguientes, superando ampliamente a los activos de renta fija.

Con el Nasdaq subiendo un 400% entre 1995 y 2000, la Fed intervino para controlar la inflación una vez más, subiendo las tasas de junio de 1999 a mayo de 2000. Tras el estallido de la burbuja de las puntocom, la Reserva Federal comenzó a recortar las tasas en enero de 2001, y las acciones retrocedieron en promedio 48% en los siguientes 24 meses. Mientras que la renta fija registró rentabilidades positivas de un solo

Rendimiento promedio por tipo de activo después del primer recorte de tasas



Fuente: Insigneo, Bloomberg

dígito durante los dos años siguientes, la deuda *high yield* registró rentabilidades negativas. Después de estos sucesos, la economía estadounidense experimentó una fuerte recuperación impulsada por las bajas tasas de interés que elevaron el crecimiento del PIB hasta el 3.9% durante 2004 y 2005. La Fed adoptó un enfoque similar al observado anteriormente, subiendo las tasas de junio de 2004 a junio de 2006. Con la amenaza de la Crisis Financiera Global, la Reserva Federal comenzó a reducir las tasas nuevamente en septiembre de 2007, llegando casi al 0%. Los activos de renta fija registraron rentabilidades bajas de un solo dígito en los meses posteriores al primer recorte, mientras que la renta variable retrocedió en promedio 19% en los dos años siguientes.

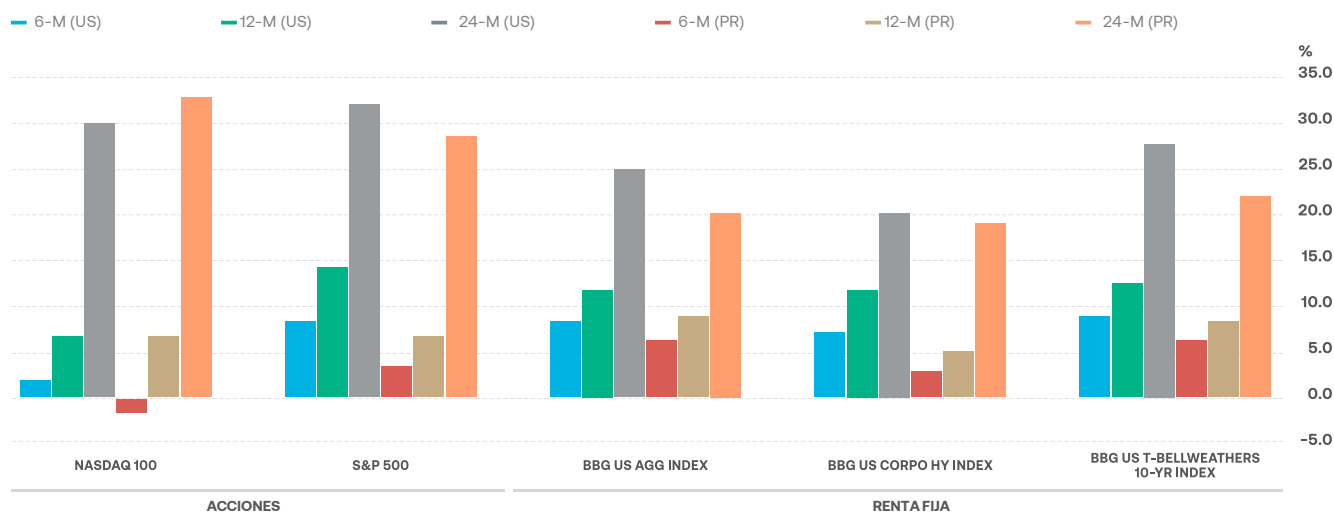
Después de la crisis financiera, las tasas se mantuvieron bajas hasta diciembre de 2015, cuando la Fed comenzó un ciclo de alzas moderadas bajo Janet Yellen. Con la economía creciendo al nivel objetivo de la Fed, Jerome Powell realizó un ajuste suave en agosto de 2019 para evitar cualquier posible shock producido por las “guerras comerciales” con China. En este

periodo de expansión moderada, la renta variable superó ampliamente a la renta fija, registrando rentabilidades superiores al 80% en los siguientes 24 meses tras la última subida y el primer recorte de tasas, mientras que la renta fija registró rentabilidades del 19% y el 8%, respectivamente, durante el mismo periodo.

Si observamos estos ciclos de la Fed en los últimos 40 años, tanto la renta variable como la renta fija se comportaron mejor tras la última subida de tasas que tras el primer recorte. En promedio, la renta fija se comportó mejor que la renta variable durante los primeros 6 y 12 meses después de un movimiento de tasas, y la renta variable finalmente exhibiendo un rendimiento superior. Además, **el bono del Tesoro a 10 años superó a casi todos los demás índices de renta fija, independientemente de la naturaleza del ciclo de la Fed.** Incluso si eliminamos el período de Volcker, en el que los bonos del Tesoro registraron un rendimiento del 69% a 24 meses, los bonos a 10 años superaron a todos los demás índices al registrar un rendimiento promedio del 14%.

Retorno promedio por índice después del primer recorte (PR) y la última subida (US) de tasas

Fuente: Insigneo, Bloomberg



Por el contrario, los bonos *high yield* tuvieron un rendimiento inferior al del resto del grupo en casi todos los periodos posteriores a un cambio de la política de la Fed. Aunque, en teoría, los bonos *high yield* son los activos con mayor margen de recuperación una vez que comiencen los recortes de tasas, en la práctica estas inversiones necesitan el entorno adecuado para obtener una rentabilidad superior. Hasta este punto, la deuda *high yield* superó a otros índices de renta fija durante el ciclo de 1995, en medio del crecimiento económico y las subidas controladas de tasas. En otras palabras, si los movimientos de las tasas se implementan por las razones equivocadas, las empresas con fundamentales crediticios débiles tienden a exhibir un rendimiento inferior.

Por otro lado, la renta variable se comportó mejor tras la última subida de tasas que tras la primera, una dinámica que puede explicarse principalmente por el impulso, ya que los recortes de tasas se han producido tradicionalmente en respuesta a una dislocación del mercado o a una recesión. El S&P 500 ha obtenido un rendimiento promedio del 15.8% en ambos tipos de

ciclos de política monetaria superando al Nasdaq, que ha reportado un desempeño negativo durante los seis meses posteriores al primer recorte de tasas. En general, las rentabilidades de la renta fija han sido más consistentes que las de la renta variable en torno a estos puntos de inflexión en los últimos 40 años. Su rendimiento superior es aún más notable si tenemos en cuenta que hemos utilizado variables de rentabilidad total para este análisis, teniendo en cuenta que esta métrica incluye el pago de cupones y dividendos.

Como mencionamos al principio de este artículo, la historia ha dado a los inversionistas razones para ser optimistas. **Si bien el efectivo ha funcionado como un activo refugio en los últimos 12 meses, es importante tener en cuenta que tanto la renta fija como la renta variable han superado a las alternativas de liquidez en los últimos 40 años de ciclos de política monetaria.** Si bien es imperfecto comparar la situación económica actual con los periodos descritos anteriormente, la historia nos ha demostrado que no necesariamente necesitamos ser optimistas sobre la economía para esperar rendimientos positivos. Mantenerse

invertido pensando en el largo plazo es la clave del éxito de la inversión.

Sorprendente Fuente de Riesgo Geopolítico

Estados Unidos, a pesar de mantener su fortaleza militar y económica, está experimentando fuertes disfunciones políticas. **Se anticipa que las elecciones presidenciales de 2024 profundizarán la división política de la nación, poniendo a prueba la democracia del país, potencialmente debilitando la posición de Estados Unidos a nivel global.** Mientras nos acercamos a noviembre, esperamos que la contienda se vuelva más ajustada. Como parte de las elecciones, se espera que el gobierno estadounidense implemente políticas para fomentar la participación electoral, incluyendo medidas para reforzar la frontera con México. Globalmente, las naciones se están preparando para la posibilidad de un segundo periodo presidencial de Donald Trump, situación que podría significar la reaparición de las “guerras comerciales” y las dudas sobre la OTAN. Internacionalmente va a haber mucho interés en el resultado de las elecciones, particularmente considerando el posible impacto de una victoria de Trump. Se espera que, el presidente Joe Biden trate de atraer votantes indecisos mediante el apoyo a inversiones en petróleo y gas, al igual que la continuación de la construcción del muro fronterizo. Sin embargo, la administración de Biden puede enfrentar retos asegurando el apoyo del congreso para fundear el conflicto de Ucrania, llevándolo a usar alternativas de apoyo con

fondos previamente autorizados. Independiente del resultado, las elecciones van a intensificar las divisiones internas de Estados Unidos. Ambos escenarios ahondarán las divisiones políticas, aumentando las probabilidades de violencia y disturbios civiles.

Las implicaciones de las elecciones en la política exterior son significativas. Mientras que una victoria de Biden implicará la continuidad de la política exterior actual, una victoria de Trump puede conllevar a un cambio en varios aspectos clave. Esto incluye el retiro de Estados Unidos de los acuerdos de París y la caída del apoyo a Ucrania en el conflicto con Rusia. Es probable que la política de comercio de Trump se centre en reducir el déficit comercial y aumentar las amenazas arancelarias contra la Unión Europea y China.

Los países de Europa, ante una eventual victoria de Trump, podrán presionar por una mayor autonomía estratégica y por una menor dependencia militar de Estados Unidos. Este cambio en la dinámica transatlántica podría ser especialmente evidente en países como Francia. Rusia, por otra parte, podría percibir una presidencia de Trump como una oportunidad para negociar un final favorable al conflicto en Ucrania.

Con respecto a China, una administración de Trump traería diferentes retos comparados con una administración de Biden, con un mayor énfasis en las cuestiones comerciales y arancelarias, en lugar de amenazas estratégicas producto de los avances tecnológicos de China. ■

Análisis por clases de Activos

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