

INSIGNEO | Comentarios de Mercado

Comentarios de Mercado

Edición Q4

Octubre 2020

44 2020: Un año por ahora extraordinario, y todavía falta un trimestre.

Lo que sigue a continuación es una transcripción de la Insigneo Quarterly Call ocurrida el Jueves 8 de Octubre de 2020.

Este será analizado, diseccionado, examinado y discutido en los próximos años, debido a las respuestas a la pandemia, tanto las correctas como incorrectas, pero también, y quizás lo más importante, por sus implicaciones a largo plazo para el crecimiento, la deuda, el comportamiento de los consumidores y los movimientos geopolíticos que dejaron en su estela. Sin embargo, como inversionistas, no podemos esperar a la autopsia y debemos desplegar nuestro capital de manera inteligente, respaldados por data, inteligencia de mercado y, al mismo tiempo, guiados por las enseñanzas de la historia.

*El historiador y antropólogo francés Fernand Braudel, de quien soy un ávido estudiante, usó el término *longue durée*. Fue su marco analítico y enfoque para el estudio de la historia, enfatizando la prioridad de las estructuras históricas a largo plazo sobre la historia impulsada por eventos, la escala de tiempo a corto plazo que cae bajo el dominio del cronista. Como dijo una vez, "la tierra, como nuestra propia piel, está destinada a llevar las cicatrices de antiguas heridas". Es una perspectiva de la historia que se extiende más allá en el pasado de lo que el registro histórico, el registro arqueológico e incluso la memoria humana pueden alcanzar. Incorpora climatología, demografía, geología y oceanografía, y traza los efectos de eventos que ocurren tan lentamente que son imperceptibles para quienes los experimentan, ya sea el derretimiento de los glaciares o el aumento del coeficiente intelectual en los últimos 150 años, lo cuales algunos consideran una tendencia en reverso.*



AHMED RIESGO

*Jefe de Estrategia de Inversión
Insigneo Financial Group*

Esta era de Covid está acelerando muchas de las fuerzas tectónicas subyacentes que ya estaban en marcha. Los cambios de paradigmas de nuestro tiempo (desglobalización, desigualdad de ingresos, multipolaridad, retorno de la inflación) no han sido marginados. Es la venganza de la geografía. Estos son los temas que los inversionistas deben acertar al predecir los movimientos del mercado, en lugar de adivinar sus impulsores diarios. Pero por ahora, dirijamos nuestra atención a los problemas más inmediatos del día en los mercados y economías globales.

De Economías y Mercados

Desde abril, hemos registrado una tendencia alcista moderada en las acciones y otros activos de riesgo. Ojalá nos hubiéramos vuelto agresivamente más alcistas en ese entonces, ya que ahora creemos que un nuevo mercado alcista comenzó el 23 de marzo cuando el S&P 500 alcanzó su mínimo pandémico.

En abril, analizamos datos de alta frecuencia en tiempo real que nos sugirieron que el virus había legado mucho antes que las autoridades se dieron cuenta y que la tasa de mortalidad por coronavirus no era muy alta fuera de ciertos grupos con comorbilidades elevadas, como los muy ancianos, y por lo tanto no requerirían cuarentenas nacionales prolongadas para evitar la sobrecarga de los sistemas hospitalarios. Eso nos llevó a predecir el final de las cuarentenas generalizadas antes que la mayoría.

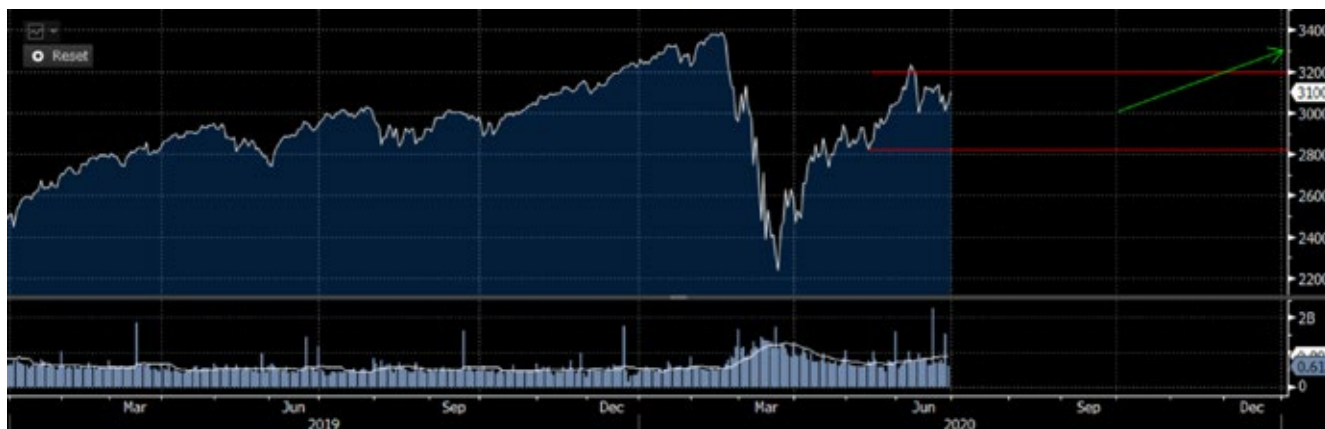
Posteriormente, nos dimos cuenta de que los niveles de estímulo monetario y fiscal eran verdaderamente

históricos. Niveles no vistos fuera de tiempos de guerra hace muchas generaciones. Desde ese punto de vista, supusimos correctamente que los activos de riesgo eran atractivos dados sus niveles deprimidos. En ese entonces, les dijimos que si nos equivocábamos, era probable que el mercado terminase comportándose más fuerte de lo que esperábamos, en lugar de más débil.

Sigo creyendo que este rango de 2,800 a 3,200 o, alternativamente, de 2,900 a 3,300, es el valor razonable del índice hasta que se resuelvan los riesgos que impiden el siguiente tramo más alto. Le daremos nuestra expectativa de como debe cerrar el índice en 2020 en un momento.

Nuestra opinión relativamente benigna sobre las perspectivas económicas mundiales **sugiere una postura favorable hacia los activos de riesgo durante los próximos 12 a 18 meses**. Los mismos pilares de apoyo que vimos en ese entonces (y en abril también) siguen siendo válidos hoy. De hecho, aparte del menguante apoyo fiscal en Estados Unidos, estos pilares son más sólidos ahora que en abril.

Nivel esperado del S&P 500 (de la Presentación del Q3)



Fuente: Bloomberg

En nuestra opinión, este nuevo mercado alcista debería durar al menos 2 años, probablemente más, asumiendo que se cumpla una o ambas de las siguientes condiciones:

- 1. tenemos una vacuna disponible para el público a principios de 2021, o**
- 2. el estímulo fiscal y monetario sigue siendo históricamente acomodativo. O ambos, obviamente.**

No obstante, estamos conscientes que existen muchos riesgos y la volatilidad debería permanecer elevada en el corto plazo. En consecuencia, aparecerán correcciones episódicas a lo largo de la trayectoria, generalmente ascendente, que marcarán los activos de riesgo.

En nuestro *Comité de Inversiones* trimestral recientemente concluido, no modificamos nuestras inclinaciones moderadamente alcistas durante los próximos tres meses, a pesar que consideramos agregar coberturas a la cartera en torno a los riesgos de las elecciones estadounidenses y el estímulo fiscal en los Estados Unidos. Pasando de un viento de cola a otro en contra. En última instancia, optamos por el status quo y decidimos reunirnos de nuevo justo antes de las elecciones para reevaluar el panorama del mercado. Ahora bien, eso no significa que no debamos hacer nada con sus carteras.

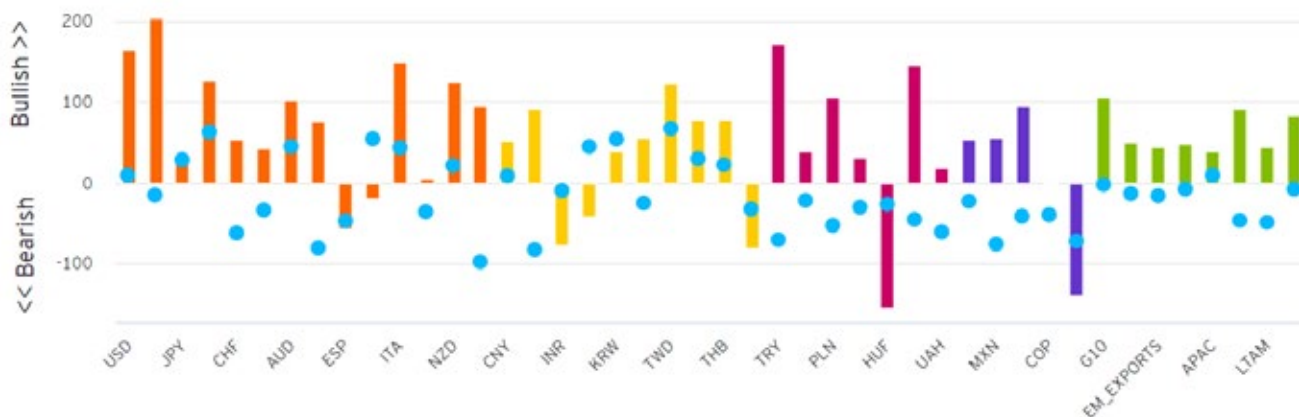
Como indudablemente notaron todos los fanáticos del fútbol aquí presentes, la foto de portada de nuestra presentación muestra un momento durante un partido cuando un jugador ingresa al juego por otro. Tendrá que hacer lo mismo con sus carteras, ya que no es probable que los “ganadores de la recuperación económica” sean los mismos que los “ganadores de la pandemia”. En otras palabras, sigues jugando solo que con diferentes jugadores. También discutiremos esta rotación interna más adelante.

Pero volviendo a las deliberaciones de nuestro comité, ¿por qué acordamos proceder en consecuencia? Por un lado, agregar una cobertura u otras formas de estrategias equivalentes a “pólizas de seguros”, en este momento, es una propuesta costosa, que podría impedir la plena cosecha de beneficios. Todos temen las elecciones y, por lo tanto, el costo de la cobertura, ya sea comprando USD, comprando opciones de venta, etc., es elevado. Nuestra experiencia nos ha enseñado a no seguir al rebaño. Tendría más sentido protegerse, si nadie estuviera preocupado y, como veremos más adelante, los profesionales se han equivocado en gran medida y se han perdido este naciente mercado alcista. Pero, quizás, lo más importante es que los pilares fundamentales sobre los que se asienta nuestra tesis alcista aún apuntan a más ganancias en el futuro.

— “En nuestro *Comité de Inversiones* trimestral recientemente concluido, no modificamos nuestras inclinaciones moderadamente alcistas durante los próximos tres meses. Ahora bien, eso no significa que no debamos hacer nada con sus carteras.”

En otras palabras, es más probable que agreguemos riesgo si hay una corrección del mercado en torno a las elecciones que eliminar el riesgo. Sería una oportunidad. ¿Por qué? Porque, en última instancia, la política fiscal y monetaria mundial seguirá siendo lo suficientemente flexible como para contrarrestar esos riesgos. A pesar de las amenazas a corto plazo, los activos de riesgo siguen siendo atractivos durante un horizonte de inversión a 12 meses.

Índice de sorpresa económica por region, Citigroup



Fuente: Citigroup, del 10/02/20

Un corolario de nuestra opinión sobre la renta variable y el producto diferencial es que el dólar entró en un mercado bajista estructural, mientras que la renta variable, las materias primas y otros activos con riesgo comenzaron su mercado alcista. Ambas tendencias deben probarse (de hecho, las correcciones son condiciones necesarias para los movimientos sostenibles, incluso si no se sienten tan bien cuando estás en medio de una), pero la tendencia subyacente finalmente prevalecerá.

La contracción económica en el G-10 y China fue menos severa que las agudas revisiones a la baja iniciales hechas a principios de este año. Asimismo, la recuperación también ha sido más rápida, a pesar del estancamiento reciente en algunos sectores debido a la propagación de infecciones de segunda y tercera ola en todo el mundo.

Como demuestra el siguiente gráfico, el Índice de sorpresa económica de Citigroup está sorprendiendo a todo el mundo. Este índice refleja la evolución de los datos económicos en relación a las previsiones

de consenso de los economistas de mercado. Se definen como desviaciones estándar históricas ponderadas de las sorpresas de datos (es decir, publicaciones reales frente a la mediana de la encuesta de Bloomberg). Como pueden ver, casi todas las regiones están por encima de los niveles en los que estaban en septiembre de 2019, representados por el punto azul.

Hay varias razones para ser optimista:

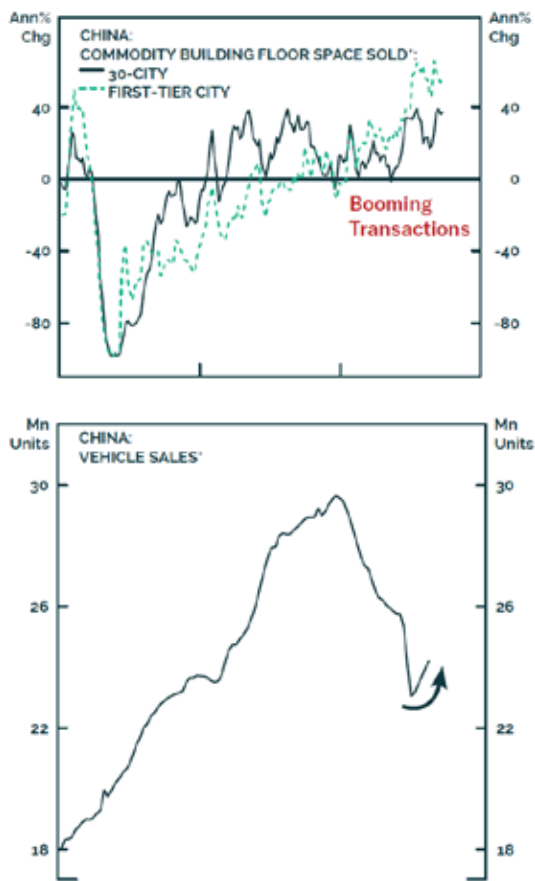
En primer lugar, la demanda acumulada y el ciclo de inventario normal y regular siguen al colapso tanto del gasto cíclico como de la producción al final del primer trimestre.

En segundo lugar, la economía china está en auge nuevamente después de la agresiva respuesta de estímulo del gobierno y la respuesta efectiva a la pandemia. Como los próximos gráficos muestran, las ventas de bienes raíces han aumentado casi un 40% anual y las ventas de vehículos se han disparado. Dado que China ha sido el principal impulsor del crecimiento mundial durante más de 10 años, el fuerte rebote de China continental repercutirá e

impulsará el ciclo económico mundial. La producción industrial y el gasto de capital de China requieren una gran cantidad de materias primas, una de las razones por las que somos tan optimistas con las materias primas durante los próximos 12 meses.

limitado del patrimonio neto permitirán a los consumidores conllevar esta tormenta mejor que aquella. No es sorprendente que el gasto del consumidor se esté recuperando más rápido de lo esperado en abril.

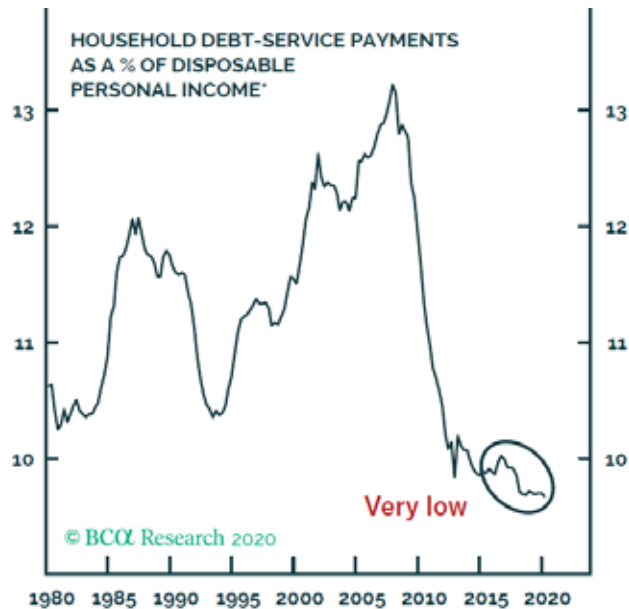
La economía China está en expansión



Fuente: BCA Research

En tercer lugar, los balances privados son tan sólidos como lo han sido en una generación. A diferencia de la crisis financiera de 2008, el bajo nivel de deuda de los hogares y el impacto

Los consumidores americanos están en buen estado



Fuente: BCA Research

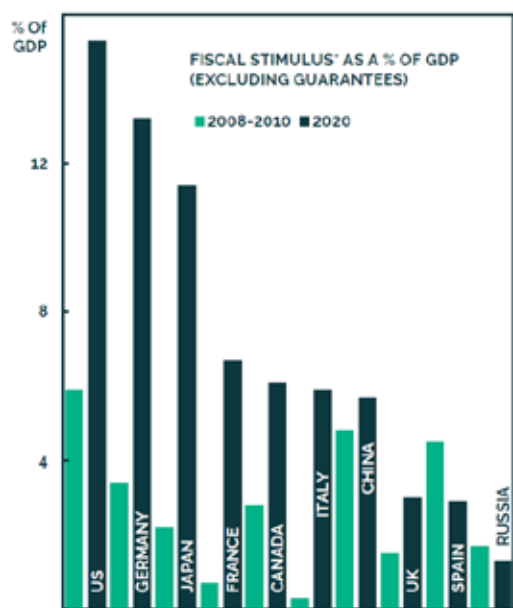
Por último, y quizás lo más importante, a diferencia de lo que sucedió en la crisis financiera, los responsables de la formulación de políticas no esperaron para desatar sus fiscales hasta mucho después de que comenzara la crisis. Los gobiernos no han visto déficits presupuestarios tan amplios desde la Segunda Guerra Mundial. Para no quedarse atrás, los bancos centrales también actuaron con rapidez y decisión para flexibilizar la política monetaria.

En los Estados Unidos, La Reserva Federal ha adoptado un régimen de metas de inflación promedio en el

que no subirán las tasas hasta que la inflación se mantenga por encima del 2% durante algún tiempo. Solo para ver la diferencia, bajo este marco, la Fed nunca habría comenzado el ciclo de subida de tasas que hizo en el ciclo anterior de 2018 a 2019. El banco central de Estados Unidos permanecerá en espera hasta al menos 2023, y esperamos que el BCE converja con la política de Estados Unidos en el corto plazo.

Dicho todo esto, también hay algunas razones para preocuparse, pero siempre habrán sea cual sea la situación. Si bien el tercer trimestre se va ver mucha fortaleza en las cifras económicas, el crecimiento retrocederá en el 4to trimestre. Ya estamos empezando a ver parte del traspaso de datos. La pregunta importante es ¿cuánto? La promulgación de nuevos estímulos en Estados Unidos sigue siendo el mayor obstáculo para los activos de riesgo en los próximos meses.

Respuesta fiscal robusta y rápida



Fuente: BCA Research

El crecimiento de la oferta monetaria generalizada entre las economías avanzadas ha aumentado exponencialmente, la emisión de bonos corporativos globales se sitúa en un récord de 2.6 trillones de dólares y el exceso de liquidez apunta a una fortaleza continua del sector industrial. Los mercados emergentes se beneficiarán y los fondos fluyen hacia sus economías, lo que apunta a una estabilización de la producción industrial mundial.

Un detalle que la mayoría de los participantes del mercado ha pasado por alto es que los ingresos personales de Estados Unidos han aumentado un 11% este año.

Los ingresos personales están más altos en el 2020 que en el pasado



Fuente: BCA Research

Pero cuando se eliminan las transferencias fiscales, cayó un -8%. Así de impactante ha sido el estímulo. La tasa de ahorro también subió en una porción

significativa, pero sin un estímulo adicional, las perspectivas de consumo a corto plazo son precarias porque los consumidores no pueden seguir aprovechando esos ahorros al mismo ritmo que lo han hecho desde agosto, cuando terminaron los controles de estímulo. Según un estudio realizado por BCA, **el estímulo fiscal adicional de Estados Unidos debe ser de al menos \$ 800 billones para que el gasto del consumidor alcance el zenit de -3% alcanzado durante la crisis financiera.** En otras palabras, si no hay un estímulo adicional, sin duda tendremos una recesión de doble caída, y es probable que el apoyo tuviera que estar en el rango de \$ 1.5 trillones para que el crecimiento se mantenga en estos niveles. Con suerte, habrán algunos políticos estadounidenses en esta llamada. O por lo menos en la llamada en inglés. Las elecciones estadounidenses también son un riesgo,

por estas pérdidas de empleo sin apoyo fiscal adicional.

Finalmente, el Covid-19 obviamente no ha desaparecido (nunca lo esperábamos) y muchos países que parecían tener la pandemia bajo control, como las principales naciones europeas y los Estados Unidos todavía están experimentando una segunda y tercera oleada de infecciones. Si bien muchos sectores se han adaptado bien y algunos incluso han prosperado durante la pandemia, sigue siendo un alto riesgo para los sectores del turismo, la alimentación, hoteles y viajes. Muchos de estos sectores emplean a gran cantidad de personas. En los Estados Unidos, por ejemplo, las industrias mencionadas representan aproximadamente solamente el 10% del PIB, pero representan de manera desproporcionada el 25% del empleo. Si los gobiernos endurecen las reglas de

— “En otras palabras, si no hay un estímulo adicional, sin duda tendremos una recesión de doble caída.”

pero tal vez no por las razones que podría pensar. Me referiré a algunos de ellos en una sección separada más adelante.

Otro riesgo es que la pérdida de puestos de trabajo se vuelva permanente. Si estuvo en esta llamada el trimestre pasado, recordará que la naturaleza temporal de la pérdida de puestos de trabajo fue uno de los indicadores para el cual solíamos esperar una recuperación rápida. Bueno, a pesar de la fuerte caída en la tasa de desempleo de casi el 15% al 8% en septiembre, el número de empleos permanentes perdidos ha aumentado silenciosamente a más de 4 millones el mes pasado. Con las continuas reclamaciones de seguro de desempleo permaneciendo obstinadamente elevadas, tenemos una razón más para preocuparnos

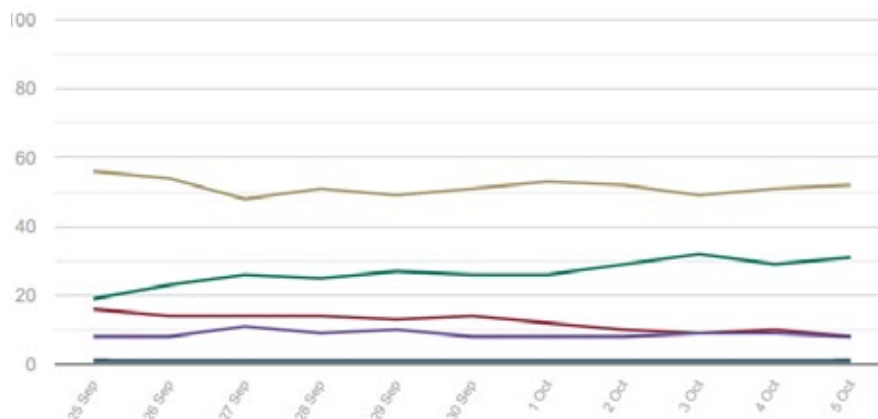
distanciamiento social e implementan cuarentenas localizadas (que es nuestro caso base, en lugar de las cuarentenas nacionales de marzo / abril), entonces este sector debe recibir apoyo.

Además, como muestra el siguiente gráfico, aproximadamente **el 60% de los científicos y profesionales creen que al menos 25 millones de personas serán inoculados en los Estados Unidos antes de mayo de 2021, y más del 90% cree que eso sucederá en el tercer trimestre de 2021.** En consecuencia, esperamos que la inmunidad colectiva en el mundo desarrollado se produzca a finales de 2021.

Entonces, hasta ahora hemos conversado sobre algunas de las razones para ser optimistas y algunas

¿Cuándo estará disponible la vacuna?

- A: Before 4 November 2020
- B: Between 4 November 2020 and 20 January 2021
- C: Between 21 January 2021 and 31 May 2021
- D: Between 1 June 2021 and 30 September 2021
- E: Not before 1 October 2021



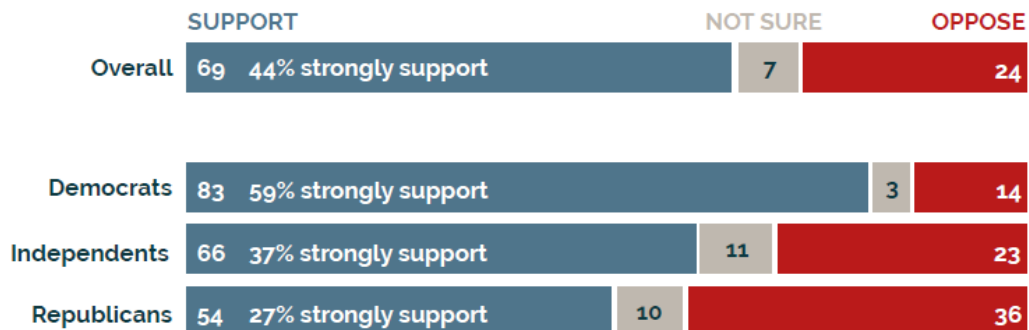
Fuente: Good Judgment, Inc.

de las causas de preocupación. ¿Por qué pensamos que ganarán los factores más positivos? En última instancia, creemos que se aprobará un paquete fiscal de aproximadamente \$ 1.5 trillones o más en los Estados Unidos para fines del primer trimestre de 2021, independientemente del resultado de las elecciones. O una caída del mercado de valores o un gran deterioro en el crecimiento económico serán el catalizador para que se produzca **un acuerdo porque es necesario y, lo más importante, existe un amplio apoyo popular para uno**. Además, el estímulo fiscal también seguirá siendo generoso fuera de Estados Unidos. Europa, Japón e incluso las economías de mercados emergentes recibirán más apoyo ya que los costos de endeudamiento son muy bajos, gracias a la abundante financia-

ción en dólares estadounidenses proporcionada por la Fed. En última instancia, en las democracias, los políticos tendrán que aumentar el estímulo fiscal, y las autoridades monetarias ya nos han dicho que seguirán siendo extremadamente acomodaticios indefinidamente.

Como refleja el siguiente gráfico, cuando se les preguntó si el beneficio de desempleo adicional de \$600 debería extenderse más allá del vencimiento del 31 de julio, más del 69% de los encuestados apoyaron la extensión del beneficio y el 44% lo apoyó firmemente. Esto muestra el desglose por afiliación política. Si los demócratas toman las 3 ramas del gobierno, el impulso puede ser altísimo.

Los políticos van con la corriente en un sistema democrático



Fuente: Navigator.com

Si el Congreso y el presidente no prevén un estímulo fiscal adicional probablemente conducirá a una recesión de doble caída. Sin un apoyo adicional a los ingresos de los hogares por parte del Congreso, al menos del orden de \$800 billones, el gasto de los consumidores decepcionará enormemente las expectativas durante los próximos 6 a 12 meses. Por eso es prácticamente seguro que suceda. Las consecuencias son demasiado graves si no lo logran. El ritmo de la recuperación económica se desacelerará desde su tórrido ritmo del tercer trimestre, pero el gasto cíclico seguirá siendo dinámico en el cuarto trimestre. En resumen, el crecimiento global se enfrenta a algunas preocupaciones a corto plazo desde el lado fiscal y al resurgimiento del coronavirus. Sin embargo, ambos problemas deben resolverse cuando haya una vacuna disponible y la política fiscal vuelva a ser generosa, reviviendo el crecimiento al próximo año después de la pausa del cuarto trimestre.

Para concluir, esperamos que el crecimiento mundial sea de alrededor del 7% en 2021, una cifra que está muy por encima de las estimaciones del consenso de Bloomberg, que solo apuntan a un crecimiento en el rango del 5.5%. En los mercados emergentes, el panorama es más incierto. China está funcionando a toda máquina, como mencionamos anteriormente, pero la recuperación aún se encuentra en sus primeras etapas en lugares como India, Sudáfrica y la mayor parte de América Latina.

¿Cuáles son las implicaciones para los inversionistas? **Seguimos prefiriendo la renta variable global a los bonos soberanos y otros activos sin riesgo durante un horizonte de 12 meses**, sin embargo, también mantendríamos posiciones de efectivo ligeramente por encima de la neutralidad en caso de que algunos de los riesgos delineados de antemano se materialicen y la corrección continúe.

Es importante destacar que comenzaríamos a rotar de

los *“ganadores de Covid”* y el *“comercio pandémico”* al *“regreso a la normalidad económica”* o *“reapertura del comercio”*. La principal conclusión aquí se expresa de manera sucinta en la analogía del fútbol que abunda en esta presentación: “permanecer en el juego, pero sustituir a los jugadores”.

El optimismo sobre la llegada de la vacuna debería dar paso a la realidad de la inoculación masiva a mediados del próximo año, al menos en el mundo desarrollado. En ese entorno, los valores cíclicos deberían superar a las acciones defensivas, las acciones internacionales deberían superar de forma similar a sus homólogas estadounidenses, y las acciones categorizadas como “Value” también debería irles mejor que a las de crecimiento “growth”.

Las acciones de **“Value”**, son particularmente atractivas, ya que ahora se negocian con el mayor descuento registrado en relación con las acciones de crecimiento en la historia. De hecho, los inversionistas que buscan invertir en Value y que son más tolerantes al riesgo deberían centrar su atención en acciones internacionales de baja capitalización.

También nos gusta el tan difamado sector bancario. Debido al abrumador apoyo monetario, las pérdidas crediticias en las grandes SIFI (bancos sistemáticamente importantes) deberían ser mucho más bajas de lo que sugieren sus valoraciones actuales. Han tenido un rendimiento inferior al de los índices más amplios desde abril, pero los bancos estadounidenses, especialmente, han experimentado un crecimiento constante de los préstamos y un aumento de los ingresos netos por intereses y los ingresos netos.

Fuera de Estados Unidos, **La renta variable japonesa** parece especialmente atractiva durante los próximos trimestres. El mercado de valores japonés tiene una sobreponderación estructural hacia los nombres industriales, automotrices y de consumo discrecional,

El crecimiento potencial a largo plazo es mayor en Estados Unidos y China que en Europa y Japón



Fuente: Consensus Economics, Goldman Sachs

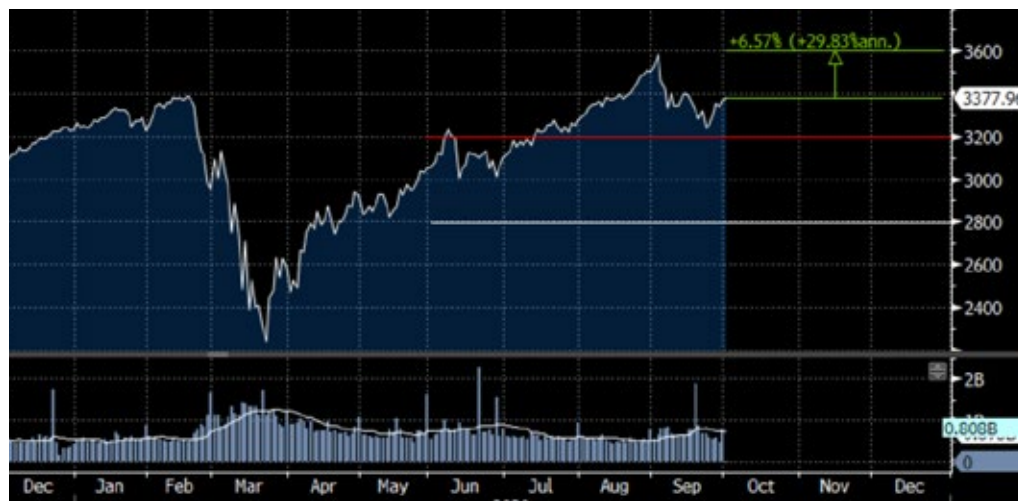
y depende menos de la tecnología. Este es un juego a corto plazo porque Japón tiene una productividad estructuralmente más baja y una deflación persistente en comparación con sus contrapartes estadounidenses, y ambos problemas reducen la rentabilidad corporativa general.

Como demuestra este gráfico, **el potencial de creci-**

miento a largo plazo es mayor en China y los Estados Unidos que en Europa o Japón, aunque las tasas de crecimiento están cayendo en todos los ámbitos en las 4 regiones. Incluso ajustando esta diferencia en el potencial de crecimiento secular, las valoraciones todavía parecen un poco baratas en Europa frente a los Estados Unidos, pero la brecha no es sustancial. Sin embargo, la renta variable europea no debería tener un rendimiento sistemáticamente inferior al de Estados Unidos en la medida en que lo ha hecho durante la última década. A corto plazo, Europa puede incluso superarlo si la ayuda del Fondo Europeo de Recuperación resulta ser el momento de consolidación fiscal tan esperado y necesario de Europa.

El S&P 500 debería acercarse a 3,600 para fin de año, lo que representa una ganancia modesta de aproximadamente 6.5% desde los niveles del 1 de octubre, pero el camino podría ser muy volátil y el riesgo de otra corrección sigue siendo elevado. ¿Cómo obtenemos esta cifra? Estamos calculando una cifra de \$170 EPS para 2021, un 30% más que la cifra de este año. El uso de un múltiplo de 21x, que creemos que es razonable dado dónde están las tasas y el nuevo régimen de la Fed, nos lleva a aproximadamente 3,600 en el índice.

Nivel esperado del S&P 500 a fin de año



Fuente: Bloomberg

— “Un crecimiento global más fuerte y un déficit comercial cada vez mayor son un mal augurio para la moneda. El USD es un activo de alto movimiento, donde la debilidad engendra aún más debilidad, y la fortaleza conduce a más fortaleza.”

En el lado soberano, los rendimientos deberían aumentar modestamente desde estos niveles, aunque es difícil ver que los bonos estadounidenses a 10 y 30 años coticen por encima del 1% y 2%, respectivamente, durante los próximos 6 meses porque los rendimientos mucho más altos perjudicarán acciones de crecimiento de forma desproporcionada, lo que lleva consigo el índice más amplio. Este choque deflacionario desinflaría los mayores rendimientos que conllevaron a dicha deflación, en primer lugar. Mantenga la exposición de duración por debajo de los niveles medios a largo plazo en este entorno y favorezca los instrumentos vinculados a la inflación frente a los bonos nominales.

Es posible que la inflación continúe aumentando hasta finales de año, principalmente debido a los efectos de base y algunas fuerzas inflacionarias que impulsan los costos que emanan del lado de la oferta, pero es probable que disminuya en 2021. Por lo tanto, manténgase en TIPS largos frente a los bonos del Tesoro nominales por ahora, pero **esté preparado para quitar algunas ganancias de esa operación a fines de 2020 o principios de 2021.**

El producto de diferenciales debería seguir obteniendo mejores resultados en un horizonte de 12 meses, aunque es probable que hayamos visto la mayor parte

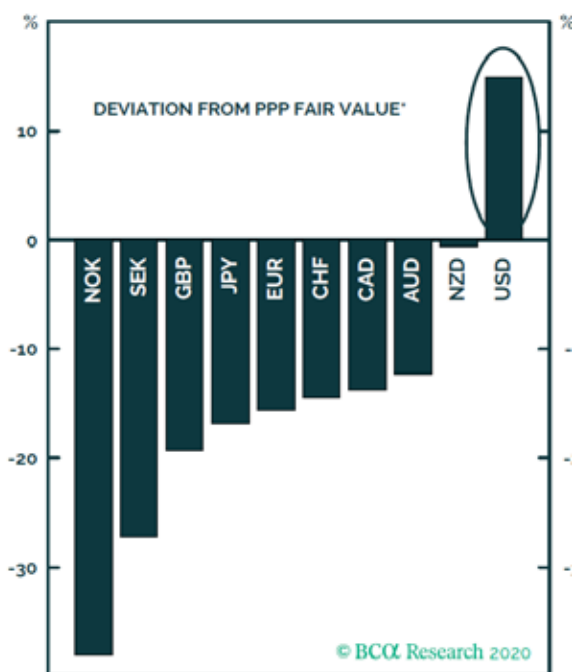
de la compresión de los diferenciales en el universo de grado de inversión.

Los bonos de alto rendimiento son un poco más complicados. Sí, también tienden a tener un desempeño superior en una recuperación económica, pero los niveles elevados de deuda y la baja cobertura de garantías podrían presagiar algunas pérdidas en el futuro en sectores particularmente afectados por la pandemia. Mantenga la exposición en los rangos crediticios superiores, como los doble Bs, pero reduzca selectivamente las tenencias por debajo de la escala crediticia aunque la rápida intervención del banco central debería suavizar la ola de incumplimiento normalmente asociada con contracciones como la que acabamos de ver.

Como mencionamos en el pasado, creemos que el USD entró en un mercado bajista estructural que debería durar al menos otros 12 meses. Cualquier fortaleza del billete verde debería venderse como el resultado en los diferenciales de tipos de interés. Un crecimiento global más fuerte (ya que el dólar estadounidense es un activo contracíclico) y un déficit comercial cada vez mayor son un mal augurio para la moneda. El USD es un activo de alto movimiento, donde la debilidad engendra aún más debilidad, y la fortaleza conduce a más fortaleza.

Este gráfico refleja cómo el dólar sigue siendo caro sobre la base de la paridad del poder adquisitivo. Nuestras compras preferidas en su contra son la corona noruega, la corona sueca y la libra esterlina británica. Tenga cuidado porque el USD está sobre-valorado a corto plazo, técnicamente y sujeto a un retroceso. Cualquier oferta temporal en USD debe utilizarse como rampa de salida.

El dólar sigue siendo caro en términos de su capacidad adquisitiva, comparado a otras monedas



Fuente: BCA Research

Finalmente, me gustan más las acciones que los soberanos, y las materias primas más que ambos. El aumento de la demanda y la disminución del apoyo deberían impulsar los precios del petróleo, y la rápida recuperación china elevará los precios de los metales industriales. El oro sigue siendo una parte importante de nuestra asignación general de activos, ya que actúa como cobertura contra el riesgo de inflación a largo plazo.

Elecciones estadounidenses: ¿dónde están los riesgos y las oportunidades?

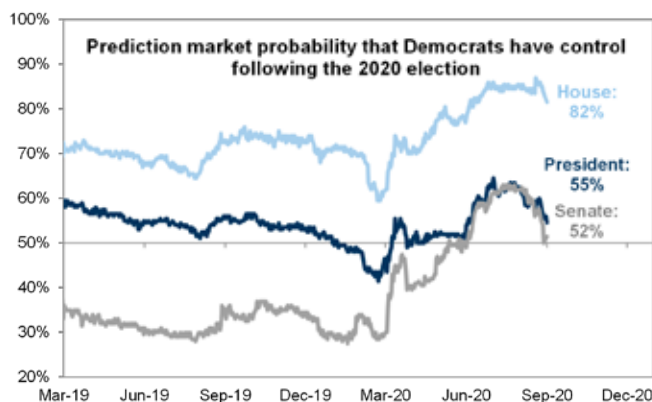
Bueno, eso concluye mi paseo alrededor del mundo en menos de 30 minutos. Y ahora llegamos al tema que está en la mente de todos... las elecciones estadounidenses.

2020 ha sido un año impredecible, entonces, ¿por qué esta elección debería ser de otra manera?

Desde la pandemia hasta los elevados niveles de malestar social y la reciente infección por Covid-19 del presidente Trump, esta es difícil de pronosticar, pero lo intentaremos.

Al día de hoy, el resultado más probable de las elecciones del 3 de noviembre en Estados Unidos es **una "ola azul" o control demócrata de la Cámara, el Senado y la Casa Blanca**. Este no es nuestro pronóstico; es nuestra suposición dados los datos de las encuestas y los mercados de predicción.

Una "ola azul" es el caso base pero no por gran margen



Fuente: Predictit.org & Goldman Sachs 9as of October 1st, 2020

La respuesta inmediata a esta suposición es que las encuestas estaban equivocadas en 2016, así que no deberíamos volver a caer en ese juego. Si bien estamos de acuerdo en que las encuestas apuntaban a una victoria de Clinton en 2016, Trump no fue el ganador “que salió de la nada”, “ el vencedor más improbable” que la gente tiende a creer. Previo a la elección, solo en Michigan, Wisconsin y Pensilvania el presidente Trump estaba perdiendo por fuera del margen de error estadístico, invalidando posteriormente las encuestas en dichos estados. Después de 2016, las empresas encuestadoras hicieron ajustes a sus modelos y redujeron algunos de los sesgos que les impedían obtener el apoyo de Trump entre los votantes blancos menos educados que lo impulsaron más allá de los 270 votos electorales necesarios para ganar la presidencia.

Esto no es una mera conjetura. Durante las elecciones de mitad de período de 2018, las encuestas hicieron un gran trabajo al predecir los resultados. Por supuesto, el presidente Trump no estaba en la boleta electoral en 2018, pero sin embargo sería imprudente de nuestra parte ahora ignorar las encuestas que esperan una repetición de 2016. Es posible que gane, seguro, pero no es el resultado más probable. La cifra del 55% de los mercados de predicción, donde el dinero real está en juego, son las probabilidades más razonables, en nuestra opinión. Es probable que Trump supere sus cifras de las encuestas, y Biden debería tener un rendimiento inferior al suyo, pero no será suficiente para superarlo en los estados clave y decisivos que finalmente decidirán las elecciones.

Biden está mejor posicionado en esas encuestas en campos de batalla que la Sra. Clinton, y no se han movido mucho en los últimos meses, incluso se han movido a su favor recién. Sin embargo, las probabilidades están lo suficientemente cerca, en el límite del 50/50, de que deberíamos considerar todos los escenarios posibles y sus implicaciones para los mercados.

Dado el entorno actual de gobierno dividido, una ola azul probablemente generaría resultados mixtos. En el lado negativo, los impuestos corporativos más altos afectarían las ganancias y la reversión de las medidas desreguladoras de Trump podría ser un viento en contra, pero una política fiscal más expansiva y un riesgo geopolítico reducido podrían respaldar el crecimiento en el corto plazo. A nivel de cada sector, los materiales se beneficiarán debido a una mayor infraestructura, y el consumidor discrecional tendrá un desempeño superior debido a un salario mínimo más alto. A nivel regional, las monedas y los mercados asiáticos de mercados emergentes deberían disfrutar de tensiones comerciales reducidas.

— “2020 ha sido un año impredecible, entonces, ¿por qué esta elección debería ser diferente?”

Una barrida republicana parece muy poco probable dada la gran cantidad de escaños que necesitan recuperar en la Cámara, por lo que descartaremos ese escenario como un evento de muy baja probabilidad. A continuación, un gobierno dividido implicaría que el Congreso conserve su complejidad actual.

Aquí, una Casa Blanca de Biden aún debería beneficiar a los mercados asiáticos, mientras que una victoria de Trump probablemente aumentaría las primas de riesgo geopolítico en la región, ya que ahora no tendrá restricciones y no tendrá que pasar por otro ciclo electoral.

Recuerde, los movimientos negativos del mercado durante la guerra comercial tuvieron un efecto de enfriamiento en los peores impulsos políticos de Trump. Si Trump gana la reelección y el Congreso mantiene en el statu quo, eso alteraría dos aspectos de nuestra tesis. Primero, el S&P 500 debería cotizarse por encima de nuestro objetivo de 3,600. Podría llegar a 4,000 para fin de año. En segundo lugar, el USD no resultaría tan débil como esperábamos aunque se mantuviera su tendencia general a la baja.

Cualquiera que sea el resultado de la elección, es poco probable que descarrile nuestra tesis alcista general, a menos que se cumpla una o ambas de las siguientes condiciones:

1. la elección está tan disputada que se convierte en una crisis constitucional a toda marcha con un malestar social prolongado (aunque es poco probable, la probabilidad de que esto ocurra es más alta en nuestra estimación que lo que actualmente está siendo valorado por los mercados). Y/o

2. que amenaza con la aprobación de nuevos estímulos fiscales.

Por lo tanto, parece que el posicionamiento óptimo de cara a las elecciones es permanecer a largo plazo, pero agregar una pequeña cobertura para protegerse contra la posibilidad de un resultado electoral prolongado y controvertido.

No nos cubriríamos con bonos del Tesoro estadounidense porque los rendimientos son bajos; en su lugar, recomendamos tener opciones de compra de JPY, oro y S&P 500 con un precio de ejercicio de 2,800 o 2,900. Esperaríamos ver una mayor rotación de crecimiento a valor y una rotación a cíclicos, los mismos temas que abrazamos anteriormente durante la presentación.

En conclusión, mantenemos un riesgo prolongado porque no creemos que ninguno de los resultados potenciales sea suficiente para descarrilar el mercado alcista. Sí, algunos sectores y regiones se beneficiarán mientras que otros no, y los puntos finales pueden ser diferentes, pero la dirección general del mercado permanece intacta a pesar de la incertidumbre a corto plazo. En nuestra opinión, cubrir un resultado muy disputado es la mejor manera de jugar al resultado.

Por último, tenga en cuenta que el presidente necesita que el Congreso promulgue una buena parte de su agenda política (aunque no asuntos comerciales o regulatorios), por lo que los resultados de las elecciones al Senado son tan importantes como quién gana la Casa Blanca.

Al final, **la llegada de la vacuna, la recuperación económica, monetaria y, sobre todo, la política fiscal importará más para los activos de riesgo que la persona que termine siendo el próximo presidente.**

Análisis por clases de activos

Acciones Estado Unidenses¹

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
NEUTRAL (DESDE INFRAPONDERADO)	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
<ul style="list-style-type: none"> › La visión a largo plazo sigue siendo constructiva sobre los pilares del apoyo histórico monetario y fiscal, el deseo de evitar cierres a gran escala y la mejora de la recuperación económica › La visión a largo plazo ha mejorado dada la rápida caída desde de los máximos de febrero › El apoyo fiscal y monetario es expansivo y debería facilitar la liberación de la demanda agregada acumulada en H2 	<ul style="list-style-type: none"> › La vista a corto plazo es más turbia y depende de evolución de la pandemia en los EEUU y con qué rapidez la economía puede reabrir › Las elecciones de noviembre siguen siendo una fuente de riesgo, pero menos ahora que el ortodoxo Biden es el supuesto candidato demócrata; habrá perdedores pero también habrá ganadores, si Biden gana 	

Acciones Europeas

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
<ul style="list-style-type: none"> › Una vez que el crecimiento comienza a recuperarse en H2, la beta más alta de los mercados europeos podrían beneficiarse de esta tendencia. › El estímulo monetario del BCE ha sido rápido y efectivo; 	<ul style="list-style-type: none"> Eurozona: apoyo fiscal equivaldrá al 10% o 15% del PIB. › El fondo de recuperación de 750 000 millones de euros debería reducir sistemáticamente las primas de riesgo de ruptura en todo el continente 	

Acciones Japonesas

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
<ul style="list-style-type: none"> › La propagación de la pandemia en Japón ha sido mínima en comparación con otras áreas, por lo que los bloqueos serán 	<ul style="list-style-type: none"> menos severo también. Sin embargo, el estímulo fiscal y monetario japonés ha sido robusto 	

Acciones de mercados emergentes

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
NEUTRAL (DESDE INFRAPONDERADO)	SOBREPONDERAR	NEUTRAL (DESDE INFRAPONDERADO)
<ul style="list-style-type: none"> › En general, la respuesta EM ha estado detrás de la respuesta DM por varias semanas › No todos los EMs son iguales: China, Corea del Sur, Europa central y el sudeste asiático deberían superar a LATAM (ex-Brasil), India y Asia del Sur 	<ul style="list-style-type: none"> › Posteriormente, la actividad EM permanecerá moderada por más tiempo dado este retraso › La respuesta fiscal y monetaria EM será menor que DM debido a puntos de partida más bajos, niveles de deuda más altos y capacidad fiscal limitada 	

Acciones de China

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
SOBREPONDERAR (DESDE NEUTRAL)	SOBREPONDERAR	NEUTRAL (DESDE INFRAPONDERADO)
<ul style="list-style-type: none"> › Con respecto a la pandemia, China es FIFO (primero adentro, primero fuera) pero se recuperará en un mundo mucho más débil de demanda que previamente esperado › Los políticos han desatado el arsenal de palancas monetarias y fiscales en la lucha contra los efectos de la paralización 	<ul style="list-style-type: none"> › El sector industrial ha vuelto a su capacidad total, mientras que los servicios están mejorando pero aún entre el 50 y el 60% de los niveles de actividad previa al virus › A largo plazo, el reequilibrio de la economía china será más difícil de alcanzar 	

Renta Fija grado de inversión

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
SOBREPONDERAR (DESDE NEUTRAL)	SOBREPONDERAR	NEUTRAL (DESDE INFRAPONDERADO)
<ul style="list-style-type: none"> › La compra de bonos corporativos de grado de inversión por parte de la Fed es un cambio de juego para el sector › Los balances corporativos no están en buen estado dado el 	<ul style="list-style-type: none"> deterioro del macroambiente, pero las compras de la Fed mantendrá una tapa sobre los diferenciales › Próxima ola de downgrades hacia alto rendimiento 	

Tesoros del gobierno americano²

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
NEUTRAL (DESDE INFRAPONDERADO)	INFRAPONDERAR	NEUTRAL (DESDE INFRAPONDERADO)
<ul style="list-style-type: none"> › La Fed permanecerá cerca de la banda cero durante al menos un año, probablemente más › El balance de la Fed continuará expandiéndose mientras los impactos de la pandemia se sienten 	<ul style="list-style-type: none"> › Las presiones de inflación permanecen silenciadas debido a la carencia de demanda agregada › La visión a largo plazo de máximos más altos y mínimos más altos en las tasas debería mantenerse mientras la inflación sube en los próximos 3 a 4 años 	

Renta Fija de alto rendimiento

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR	NEUTRAL (DESDE INFRAPONDERADO)
<ul style="list-style-type: none"> › La entrada indirecta de la reserva federal, comprando ETF's, pondra presión a los diferenciales de rendimiento › La incertidumbre en torno al sector energético mantendrá 	<ul style="list-style-type: none"> › Los rendimientos excesivos ajustados al riesgo son ahora un poco más atractivos frente a los bonos del gobierno 	<ul style="list-style-type: none"> › los diferenciales bajo presión

Deuda soberana de países emergentes

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
NEUTRAL	NEUTRAL	NEUTRAL
<ul style="list-style-type: none"> › Los diferenciales EM se beneficiarán de la postura acomodaticia de la Fed › La fuerza relativa de la demanda en mercados desarrollados y estímulo en China deberían puntalar una recuperación en las tasas de crecimiento EM en H2 y H1 2021, pero muchas historias idiosincrásicas siguen siendo un desafío dado perfiles de deuda 	<ul style="list-style-type: none"> › Mucha variación entre países y regiones › En última instancia, muy relacionado al alcance y la escala del estímulo chino › La fortaleza del dólar mantendrá la presión sobre el equilibrio de los balances corporativos, pero su eventual inversión será un buen augurio para ellos 	<ul style="list-style-type: none"> › En última instancia, muy relacionado al alcance y la escala del estímulo chino

Dólar americano

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
INFRAPONDERAR (DESDE NEUTRAL)	INFRAPONDERAR	NEUTRAL (DESDE INFRAPONDERADO)
<ul style="list-style-type: none"> › Siendo la moneda anticíclica de preferencia, el dólar debería apreciarse en un entorno de desaceleración del crecimiento global 	<ul style="list-style-type: none"> › Los diferenciales de la tasa de interés real se han reducido haciendo que el USD ceteris paribus sea menos atractivo 	<ul style="list-style-type: none"> › Los diferenciales de la tasa de interés real se han reducido haciendo que el USD ceteris paribus sea menos atractivo

Sector Energía³

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
NEUTRAL	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
<ul style="list-style-type: none"> › OPEP 2.0: ¿sobrevivirá el cartel a la guerra de precios entre Arabia Saudita y Rusia? › Arabia Saudita (precio de equilibrio fiscal de \$ 80 / \$ 90 por barril, pero más altas reservas) y Rusia (precio de equilibrio fiscal de \$ 40 por barril, pero menores reservas) se enfrentan a un "juego de pollo". ¿Quién parpadeará primero? 	<ul style="list-style-type: none"> › Consideraciones geopolíticas y presiones internas probablemente dicten el resultado › No subestimes la capacidad de Trump para forzar la conformidad, especialmente en Arabia Saudita 	<ul style="list-style-type: none"> › Consideraciones geopolíticas y presiones internas probablemente dicten el resultado

Metales preciosos

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
SOBREPONDERAR (DESDE NEUTRAL)	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
<ul style="list-style-type: none"> › Los riesgos geopolíticos y los factores técnicos respaldan los precios del oro › Estado de refugio seguro › A largo plazo, vemos que la inflación sobrepasa el objetivo 	<ul style="list-style-type: none"> › de la Fed bastante bruscamente a medida que se inyecta más estímulo en una economía que debería recuperarse a los niveles previos a la pandemia a fines de 2021 › Atractivo como cobertura de cartera en muchos escenarios 	

Efectivo

TÁCTICO (3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)	ESTRATÉGICO (12 A 36 MESES)
SOBREPONDERAR	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
› Mantenga algo de efectivo disponible para desplegar el riesgo de compra si el escenario macro inmediato empeora temporalmente		

¹ Relativo a acciones globales en USD

² Relativo a mercados globales de renta fija en USD

³ Relativo al sector de materias primas

Divulgaciones legales importantes

Insigneo Securities, LLC (Insigneo o la Firma) es un corredor / distribuidor registrado en la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (Securities & Exchange Commission - SEC) y miembro de la Autoridad Reguladora de la Industria Financiera (Financial Industry Regulatory Authority - FINRA) y de la Corporación de Protección de Inversores de Valores (Securities Investor Protection Corporation - SIPC). Insigneo está afiliado a dos asesores de inversión registrados en EE. UU., Insigneo Wealth Advisors, LLC (IWA) e Insigneo Advisory Services, LLC (IAS).

Colectivamente, nos referimos a Insigneo, IAS e IWA como el Grupo Financiero Insigneo. Para obtener más información sobre su negocio, incluidos sus conflictos de intereses y prácticas de compensación para el agente de bolsa, visite www.insigneo.com/en/disclosures y cualquier conflicto relacionado con sus servicios de asesoramiento, consulte su formulario ADV y el folleto que puede encontrar se encuentra en el sitio web de Divulgación pública del Asesor de inversiones (<https://adviserinfo.sec.gov/>).