



Comentarios de Mercado
Abril 2023

Versión Español

El auge de los disruptores

Llamada Trimestral 2T

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

insigneo



Ahmed Riesgo
 Director de Inversiones
 Insigneo

Introducción

Los protagonistas de nuestra segunda llamada trimestral del año tendrán una cosa en común – todos serán disruptores. La primavera es un tiempo de disrupción, una ruptura del control helado del invierno sobre la naturaleza y un renacimiento. Para los cristianos de occidente, la Pascua suele celebrarse el primer domingo después de la primera luna llena de la primavera o del equinoccio vernal. La pascua ortodoxa ocurre el domingo después de la primera luna llena después de la Pascua Judía. Para ambos, esta celebración es la más importante y con mayor significado religioso del calendario. Pero la pascua también contiene muchos símbolos y tradiciones de origen pagano. De hecho, la Pascua, en inglés “Easter”, deriva su nombre de la palabra “Ēastre” del inglés antiguo, un festival

pagano también asociado con el equinoccio de primavera que honraba a la diosa sajona Eostre, que a su vez estaba relacionada con la primavera, renovación, y la fertilidad. Varias otras facetas de la celebración moderna también tienen sus raíces en creencias paganas precristianas, como el uso de liebres y huevos como símbolos de fertilidad y renacimiento por parte de los romanos, persas y egipcios. Estos sistemas de creencias reconocen que este fue un periodo de liminalidad porque marcó una transición entre diferentes estados del ser – del invierno a la primavera, de la desesperación a la esperanza, de la muerte a la vida. En esta conferencia trimestral abordaremos temas disruptivos como la inteligencia artificial y la fusión nuclear. ¿Cuáles son las oportunidades, y cómo podemos invertir en ellas? ¿Cuáles son algunos de los peligros potenciales? Antes de concentrarnos en el segundo trimestre y en algunos de estos temas disruptivos, echemos un breve vistazo, en retrospectiva, al primer trimestre.

Resumen Ejecutivo

1. No esperamos que la reciente tormenta bancaria evolucione en un evento comparable con la Gran Crisis Financiera.
2. En el corto plazo, una recesión en Estados Unidos no es nuestro escenario base. Sin embargo, en un horizonte de más largo plazo (a saber, en un periodo de 6 a 12 meses) la probabilidad de una recesión ha aumentado materialmente y ese aumento es nuestro escenario base.
3. Incorporando todos los factores, nuestras probabilidades subjetivas de recesión en Estados Unidos son las siguientes:
 - i) En un horizonte de seis meses, 50% de probabilidad de una recesión leve, 40% de probabili-

dad de no recesión, y 10% de probabilidad de una recesión severa.

ii) En un horizonte de 12 meses, 70% de probabilidad de una recesión leve, 20% de probabilidad de una recesión severa, y 10% de probabilidad de no recesión.

4. Con las expectativas de inflación de largo plazo bien ancladas y ubicándose alrededor de 2.25%, la Fed debería tener la capacidad de recortar las tasas en respuesta a una perspectiva macroeconómica deteriorándose.
5. Mantenemos nuestra postura neutral tanto en acciones como en bonos para el segundo trimestre del año, pero nuestra siguiente movida probablemente sea la de reducir acciones y aumentar la exposición a bonos en la segunda mitad del año.
6. Geográficamente, favorecemos las acciones fuera de Estados Unidos por encima de sus pares norteamericanos.

Resumen del 1T y de las perspectivas

En nuestra llamada anual, escribimos que “el portafolio 60/40 no está muerto” y que “2023 podría inducir un resurgimiento, ya que anticipamos un mucho mejor año para la renta fija, particularmente para los bonos grado de inversión y para los soberanos, como consecuencia de un entorno de tasas más benigno.” De acuerdo con el plan, el primer trimestre vio un resurgimiento de los mercados financieros. Las acciones globales surgieron 7.4%, mientras que los bonos globales subieron 3%. En ese mismo reporte anual, también escribimos que “los riesgos al crecimiento global se encuentran asimétricamente inclinados al alza con respecto a las expectativas moderadas.” Con certeza,

las lecturas de crecimiento de China han superado a las expectativas, y el mercado ha comenzado a olfatear el fin del ciclo contractivo de política monetaria en el mundo desarrollado, siendo estos dos impulsos para los retornos. Las acciones europeas fueron el mercado de mejor desempeño durante el trimestre, dado que tienden a estar más amarradas al crecimiento global, y se beneficiaron de ser uno de los mercados más baratos en el mundo según diferentes métricas.

También pensábamos que el crecimiento global estaría por encima de las estimaciones, y que proveería un nivel moderado de apoyo para los activos más riesgosos. Además del optimismo por el crecimiento chino, el otro supuesto clave de nuestra perspectiva era que reducir más nuestra exposición al riesgo no era prudente a pesar de la incertidumbre alrededor de la ocurrencia de la próxima recesión en Estados Unidos. Si esta venía antes (en el verano), entonces íbamos probablemente a tener un año tipo “V”, con debilidad en la primera mitad, estando seguido de un *rally* en el segundo semestre. Si la recesión llegaba más tarde, entonces tendríamos un año con forma de “A”. De nuevo, esta es una cita de nuestro reporte anual: “Sin embargo, si la recesión no comienza el próximo año (quizás a principios de 2024...), entonces el mercado podría recuperar algo de terreno a principio de año solo para retrocederlo en la segunda mitad.” Tal y como lo verán en nuestras probabilidades de recesión, una recesión en Estados Unidos no ha comenzado, pero se mantiene en el horizonte y la reciente tormenta bancaria solo podría acelerarla. La historia nos deja saber que las acciones estadounidenses generalmente han tenido un buen comportamiento cuando la Fed deja de subir tasas, siempre y cuando la economía no entre en una recesión al final del ciclo de subidas. Desde 1982, en más del 80% de las instancias en las que la Fed por lo menos instauró una pausa y la recesión no era inminente, el S&P 500 ha presentado un *rally* en promedio 8% por encima en los siguientes tres meses a la finalización del ciclo de subidas. Y en

esos casos en que la recesión está al alcance de la mano, los retrocesos del mercado tienden a ser sutiles, con un potencial de caída entre 10 y 15%. En el corto plazo, una recesión en Estados Unidos no es nuestro escenario base.

Sin embargo, en un horizonte de más largo plazo (a saber, en un periodo de 6 a 12 meses) la probabilidad de una recesión ha aumentado materialmente y ese aumento es nuestro escenario base. Esto significa que nuestra siguiente movida, probablemente en el tercer trimestre, sea reducir aún más la exposición a riesgo de los portafolios. Esto implica sobreponderar bonos y subponderar acciones, en un contraste importante con nuestras recomendaciones de los últimos años. En términos de nuestra distribución global de activos, mantenemos nuestras posiciones neutrales en la mayoría de tipos de activos que hemos exhibido desde principio de año, mientras que nos mantenemos tácticamente posicionados de esta manera para los próximos tres meses, pero probablemente no por más tiempo. Estamos contentos por haber participado en el rally de activos hasta ahora, pero no queremos sobreextender nuestra estadía. De hecho, recomendaríamos a los inversionistas que tengan una baja tolerancia a

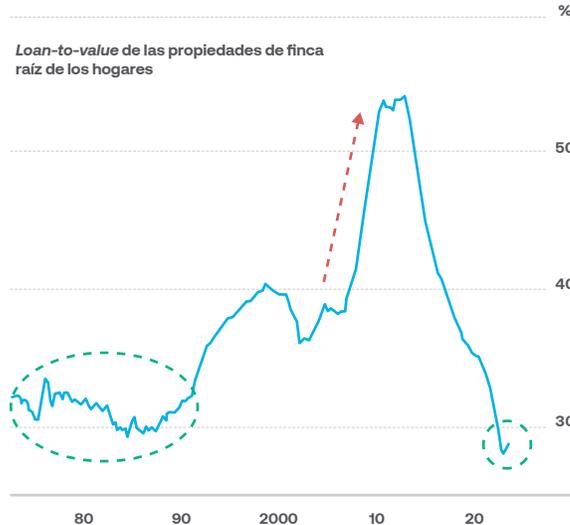
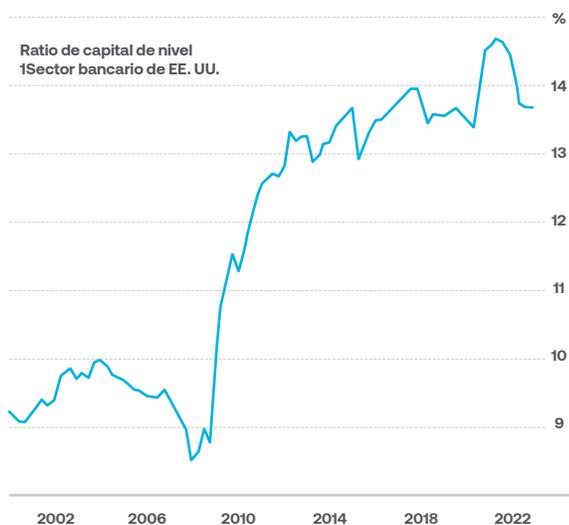
la volatilidad, que incrementen sus posiciones en efectivo y cuasidineros en este momento.

Pronósticos Macroeconómicos: Recesión evitada, mas no cancelada

El colapso de Silicon Valley Bank y Signature Bank en Estados Unidos, en conjunto con la fusión forzada entre UBS y Credit Suisse en Europa, han llevado a algunos a preguntarse si el mundo está al borde de una nueva crisis financiera. No estamos de acuerdo, y no esperamos que la reciente tormenta bancaria evolucione en un evento comparable con la Gran Crisis Financiera. No solo los bancos están mejor capitalizados que en 2008, también la calidad de sus carteras es mucho mayor. Este gráfico nos muestra que los ratios de capital de nivel 1 están más de 50% por encima de sus niveles previos a la Crisis. Adicionalmente, los estándares de préstamo son más estrictos. El *loan-to-value* por debajo del 30 % de la propiedad raíz en EE. UU. no se ha ubicado por debajo en más de 50 años. Ambas medidas deberían ser amortiguadores para varios

Bancos de EE. UU.: Esto no es 2008. Balances de bancos y hogares están en mejor estado que durante la Crisis Financiera

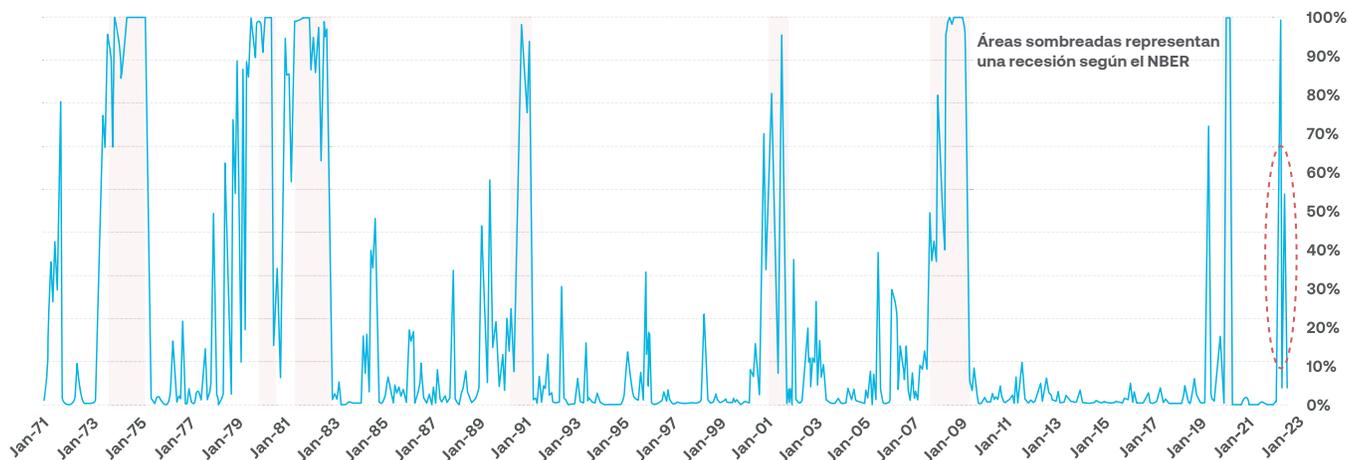
Fuente: BCA Research



Probabilidad de una recesión en EE. UU. en los próximos 6 meses usando nuestro modelo probit

próximos 6 meses usando nuestro modelo probit es ~ 3% (Pseudo-R² = 54.57%)
 próximos 12 meses es ~ 65% (Pseudo-R² = 56.58%)

Fuente: Insigneo-Forefront Recessionary Indicator



bancos y deberían prevenir que esta crisis se convierta en un colapso. De otro lado, la Fed y otras agencias gubernamentales han demostrado la efectividad de sus herramientas para mitigar el pánico al garantizar implícitamente los depósitos bancarios y permitir que los bancos utilicen sus valores en cartera como garantía a par en lugar de a precio de mercado.

Ciertamente, la crisis bancaria va a tener un efecto negativo en la economía al restringir aún más el crédito, y de manera desproporcionada va a afectar a los bancos regionales más pequeños que desempeñan un papel fundamental en los préstamos inmobiliarios comerciales, residenciales e industriales y los préstamos de consumo en Estados Unidos. *Ceteris paribus*, esto debería conllevar a un menor crecimiento y debería acelerar el comienzo de la siguiente recesión. Pero las cosas normalmente no ocurren bajo el supuesto de “todo lo demás igual.” El inminente fin del ciclo contractivo de la Fed está bajando las tasas en todos los nodos, potencialmente incluso compensando el impacto de la disminución de la disponibilidad de crédito.

Hay un paralelo histórico interesante. En septiembre de 1998, el colapso del fondo Long-Term Capital Management desató un rescate de USD 3.6 billones por parte de un consorcio de bancos e instituciones financieras para evitar una crisis financiera más amplia. La Fed respondió recortando las tasas en 75pbs y el S&P 500 aumentó casi un 70 % antes de finalmente sucumbir a la primera burbuja tecnológica de principios de la década de 2000. Sin duda, la economía de Estados Unidos estaba mucho mejor a fines de la década de 1990 (la inflación estaba baja y las ganancias en productividad eran robustas) de lo que está hoy, por lo que no estamos esperando ese tipo de retornos al final de este ciclo contractivo. Como se mencionó anteriormente, esperamos subponderar acciones pronto, ya sea cuando el S&P alcance el límite superior de nuestro rango objetivo de fin de año de 4100/4300 o en los próximos meses, lo que pase primero. En cualquier evento, con las expectativas de inflación de largo plazo bien ancladas y ubicándose alrededor de 2.25%, la Fed debería tener la capacidad de recortar las tasas en respuesta a una perspectiva macroeconómica deteriorándose.

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

Fuente: Insigneo-Forefront Recessionary Indicator



A principios de marzo de 2023, nuestro indicador de recesión Insigneo-Forefront refleja apenas cerca de 3% de probabilidad de que la economía de Estados Unidos experimentará una recesión en los próximos seis meses. Este número puede que sea revisado al alza una vez se corra el modelo para abril. Sin embargo, para los próximos 12 meses, el indicador está asignando una probabilidad de 65% a que la economía de Estados Unidos entre en una recesión. Aunque puede

haber múltiples puntos de inflexión a lo largo del camino, estamos relativamente confiados en que la economía estadounidense eventualmente sucumbirá, como mínimo, a las condiciones de recesión, lo que implicaría una caída en las tasas de crecimiento e inflación probablemente para inicios o mediados de 2024. Se puede monitorear la evolución de este indicador a través del tiempo desde 1971, con las áreas sombreadas delimitando las recesiones oficiales de Estados Unidos.

Pronósticos Macroeconómicos de Insigneo

Fuente: Insigneo

REGIÓN	ESTIMACIÓN 2023 (Llamada Anual)	ESTIMACIÓN 2023 (Revisión 2T)
Estados Unidos	0.7%	1.1% ↑ Δ=0.4%
China	4.8%	5.9% ↑↑ Δ=1.1%
Zona Euro	0.1%	0.3% ↑ Δ=0.2%
Japón	1.1%	1.1% ↔ Δ=0
Mundo	1.6%	2.4% ↑↑ Δ=0.8%

Nuestro indicador es un modelo estadístico probit, y es solo uno de los factores que incluimos en nuestras evaluaciones. En un nivel más amplio, empleamos árboles de decisión en regresiones para determinar las probabilidades de recesión subjetivas. Incorporando todos los factores, nuestras probabilidades subjetivas de recesión en Estados Unidos son las siguientes:

- 1) En un horizonte de seis meses, 50% de probabilidad de una recesión leve, 40% de probabilidad de no recesión, y 10% de probabilidad de una recesión severa.
- 2) En un horizonte de 12 meses, 70% de probabilidad de

una recesión leve, 20% de probabilidad de una recesión severa, y 10% de probabilidad de no recesión.

Hay dos conclusiones principales de esta evaluación. En primer lugar, una recesión en Estados Unidos probablemente solo ha sido retrasada y no evitada. En segunda instancia, la mayor probabilidad de una recesión severa surge principalmente de un mayor riesgo de un error de política de la Fed como consecuencia de excederse en la contracción de las condiciones financieras. En nuestro contexto, una “recesión severa” está definida como aquella en la que la tasa de desempleo de Estados Unidos exceda el 6%.

Con la economía global todavía mostrando signos de resiliencia, estamos revisando al alza nuestra proyección de crecimiento mundial. Como lo exhibe esta tabla, ahora esperamos que el PIB global sea de 2.4% en 2023, por encima de nuestra proyección anterior de 1.6%. Gran parte de esta corrección es atribuible al impulso de crecimiento en China. Nuestra proyección del PIB de China para 2023 ha aumentado sustancialmente hasta 5.9%, por encima de unas expectativas de por sí altas para el año. El gobierno chino está

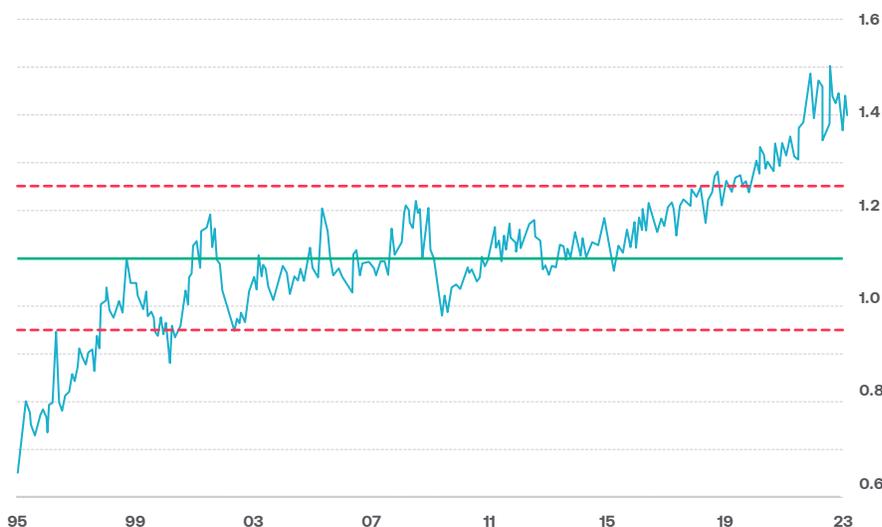
interviniendo a través de gasto y crédito fiscal para alcanzar su objetivo de crecimiento de 5.5%, que creemos es probable que excedan. En Europa, la caída acelerada de los precios del gas y un apoyo fiscal de EUR 750 billones han reducido las preocupaciones de una recesión, aunque todavía esperamos que Europa crezca apenas 0.3% este año.

Pronósticos de Mercado: *Status Quo* por ahora, pero posicionamiento más defensivo probablemente se justifique más adelante

Empecemos con un principio organizacional: la era de tasas bajas y de dinero fácil ha terminado y tanto bonos como acciones deberían exhibir primas de riesgo más altas con respecto al régimen de inversión previo. Por lo tanto, incluso si creemos que un nuevo mercado bajista estructural para los bonos comenzó en 2020 cuando la tasa del tesoro a 10 años alcanzó un mínimo de 0.52%, esto no implica que las tasas se van a

Acciones estadounidenses todavía están caras vs. comparables. MSCI EE. UU. está más de una desviación estándar sobrevalorado por encima del mundo ex – EE. UU.

— MSCI US 12m Fwd PE relative to MSCI World ex US
 — Median
 - - 1 Stdev



Fuente: JP Morgan Research

incrementar en una línea recta. Las tasas van a caer durante una recesión, y la que estamos prediciendo que comenzará en algún momento entre el final de 2023 y el comienzo de 2024 hará que las tasas caigan a un rango de 2% a 2.5%. Pero el patrón general será uno de máximos mayores y mínimos mayores en las tasas mientras nos encontremos en este mercado bajista estructural. Al final del año pasado, aumentamos nuestra exposición a renta fija a neutral desde subponderar por primera vez desde los primeros días de la pandemia. Tal y como se afirmó anteriormente, esperamos sobreponderar la renta fija y aumentar la duración durante el próximo trimestre, o en caso de que el rendimiento del tesoro a 10 años se ubique en 4%, lo que sea que ocurra primero.

En términos de acciones, nos mantenemos neutrales como consecuencia del sentimiento negativo de los inversionistas y el posicionamiento bajista. Según la encuesta más reciente de la Asociación Americana de Inversionistas Individuales, los inversionistas negativos superaron a los positivos por 23 puntos. Para contexto, el promedio de largo plazo de esta encuesta es que los inversionistas positivos superen a los negativos por 6 puntos. Y según la encuesta de marzo de los administradores de fondos de Bank of America, los administradores de portafolio actualmente están subponderando acciones hasta dos desviaciones estándar de su media. Sin mencionar que esta es la recesión más anticipada en la historia de Estados Unidos. Usualmente, cuando se observa este nivel de pesimismo y consenso en una respuesta, nunca salen las cosas como se espera. En los extremos, tomar la posición contraria es una idea atractiva. Así como lo afirmamos en el trimestre pasado, en términos geográficos, favorecemos las acciones fuera de Estados Unidos por encima de sus pares americanos. Este gráfico sugiere que las acciones norteamericanas se están negociando más de una desviación estándar por encima de la prima mediana del índice de acciones global ex Estados Unidos. Las acciones norteamericanas

se transan a 18x *forward earnings*, mientras que las acciones fuera de Estados Unidos se negocian a 12.5x. En otras palabras, las acciones norteamericanas todavía son muy costosas.

Principales proyecciones de mercado – EE. UU
Nuestro objetivo de renta variable se mantiene sin cambios, pero la proyección de tasas es menor

	ESTIMACIÓN 2023 (Llamada Anual)	ESTIMACIÓN 2023 (Revisión 2T)
S&P 500	4100 - 4300	4100 - 4300 ↔ Δ=0
Tesoro 10 años	3.4% to 3.65%	3.15% to 3.40% ↓ Δ=-25 pbs

Source: Insigneo

En suma, mantenemos nuestra postura neutral tanto en acciones como en bonos para el segundo trimestre del año, pero nuestra siguiente movida probablemente sea la de reducir acciones y aumentar los bonos en la segunda mitad del año. Esta tabla resume nuestra visión de estos dos principales activos estadounidenses. El dólar estadounidense debería seguir su caída de casi 7% que empezó en septiembre de 2022 medido a través de su índice *trade weighted*. A pesar de su debilidad, el dólar todavía se ve sobrevalorado en un 20% medido a través de la base de paridad del poder adquisitivo. La caída sostenida del dólar debería aumentar el atractivo de los mercados emergentes y las materias primas. Estas últimas, específicamente, deberían estar respaldadas por un crecimiento global más fuerte y la capacidad estructural insuficiente en

gran parte insatisfecha en varios sectores del complejo de materias primas. Incluso en un escenario de recesión, estas condiciones de oferta apretadas limitarían las caídas en los precios. Solo teniendo en cuenta la demanda de vehículos eléctricos, la producción de cobre refinada debería duplicarse en los próximos diez años. La capacidad productiva tanto actual como proyectada no serán suficientes, y solo se logrará por medio de mayores precios. Y, por supuesto, el petróleo y el sector de energía siguen siendo nuestra protección favorita para los portafolios en términos de riesgo geopolítico.

— “La caída sostenida del dólar debería **aumentar el atractivo** de los **mercados emergentes** y las **materias primas**.”

Las mayores fuentes de incertidumbre son el momento de inicio de la recesión en Estados Unidos, y los eventos geopolíticos alrededor del mundo. Estamos acostumbrados a altos riesgos provenientes del conflicto entre Rusia y Ucrania, la “fecha x” del techo de la deuda de Estados Unidos, y el escalamiento del conflicto entre Irán e Israel.

Y ahora dirigimos nuestra atención a nuestros disruptores.

Los disruptores de AI

El 30 de noviembre de 2022, ChatGPT, un *chatbot* de inteligencia artificial, se dio a conocer ante el mundo. Desde entonces, hemos visto un resurgimiento del entusiasmo (y de flujos de inversión) por la inteligencia artificial y aprendizaje automático o *machine learning*,

como se le conoce en inglés. Inequívocamente, ChatGPT es un avance importante en los algoritmos de aprendizaje automático, y su desarrollo sorprendió a muchos, incluido al fundador de Microsoft, Bill Gates (OpenAI es propiedad parcial de Microsoft). Temiendo quedarse rezagados, Google, Baidu, y Meta han anunciado desde entonces planes para acelerar sus propias plataformas de inteligencia artificial (IA) generativa. Entonces, ¿Qué es la inteligencia artificial generativa, y cómo pueden participar los inversionistas? Bueno, preguntémosle a ChatGPT.

Ahmed: “¿Qué es inteligencia artificial generativa y cómo puedo invertir en ella?”

ChatGPT: “La inteligencia artificial generativa se refiere a un subconjunto de la inteligencia artificial (IA) que implica la creación o generación de contenido nuevo, como imágenes, música o texto, que no se copia directamente de los datos existentes. Los modelos de IA generativa aprenden de grandes conjuntos de datos y son capaces de generar contenido nuevo que es similar a los datos con los que fueron entrenados, pero no idénticos.

La inversión en IA generativa se puede realizar de diferentes maneras. Aquí un par de opciones:

Invertir en compañías enfocadas en IA... Fondos de inversión enfocados en IA... Emprendimientos de IA... ETFs de IA... Cuando se invierte en IA o cualquier otro campo relacionado con la tecnología, es importante realizar una investigación exhaustiva, comprender los riesgos involucrados y considerar consultar con un asesor financiero para tomar decisiones de inversión informadas.”

Nuestro departamento de *Compliance* estaría bastante orgulloso de las divulgaciones de ChatGPT, pero me estoy desviando del tema.

Ahmed: ¿Qué tan inteligente eres?

ChatGPT: “Como modelo de lenguaje de IA, no poseo inteligencia o conciencia de la misma manera que los humanos. Soy un programa de computadora que usa algoritmos de aprendizaje automático para generar texto basado en patrones aprendidos de grandes cantidades de datos. Si bien puedo generar texto que puede parecer inteligente o bien informado, no tengo experiencias subjetivas, emociones u opiniones personales. Mis respuestas se generan con base en patrones estadísticos y asociaciones que se encuentran en los datos con los que me entrenaron, y no tengo la capacidad de pensar, razonar o tener pensamientos independientes. Mi propósito es ayudar y brindar información lo mejor que pueda en función de los datos y el entrenamiento que he recibido. Es importante recordar que soy una herramienta diseñada para ayudar, y mis respuestas siempre deben verificarse con fuentes confiables antes de tomar decisiones basadas en ellas”.

— “hemos visto un resurgimiento del entusiasmo (y de flujos de inversión) por la inteligencia artificial y aprendizaje automático o machine learning”

Ok, esto es funcionalmente equivalente a una respuesta promedio de un estudiante de pregrado de una universidad de nivel medio de Estados Unidos.

Ahmed: “¿Cómo va a terminar este año el S&P 500?”

ChatGPT: “Como modelo de lenguaje de IA, no tengo la capacidad de predecir o proporcionar resultados futuros específicos, incluido el desempeño de los mercados financieros como el S&P 500. El desempeño del S&P 500, como cualquier mercado financiero, está influenciado por una amplia gama de factores, incluidas

las condiciones económicas, los eventos geopolíticos, las utilidades corporativas, el sentimiento de los inversionistas y muchas otras variables que son difíciles de predecir con certeza.

Predecir el desempeño del S&P 500 o cualquier otro mercado financiero requiere un análisis sofisticado, experiencia y conocimiento de varios factores que pueden afectar los movimientos del mercado. Es importante confiar en profesionales financieros calificados, realizar una investigación exhaustiva y considerar una variedad de fuentes al tomar decisiones de inversión”.

Bueno, es reconfortante saber que ChatGPT no será el próximo director de inversiones de Insigneo.

Ahmed: “Escribe un poema sobre el desempeño del S&P 500 el año pasado.”

ChatGPT: “La historia del mercado accionario,
una montaña rusa,
Con el S&P 500 como su guía,
En tiempos de auge, subió tanto,
Que los sueños de los inversionistas alcanzaron el cielo.
Pero en tiempos de turbulencia,
o de un sacudón repentino,
Mientras los pesimistas emergieron
de su descanso de sueño,
Las acciones tropezaron, cayeron,
una tendencia bajista,
El miedo e incertidumbre se doblaron.

Reinó la volatilidad, las emociones estaban disparadas,
Los inversionistas observaban con ojos cautelosos
Con noticias y sucesos, el mercado se movió,
Un año tumultoso, había surgido.

Pero entre los altos y bajos, sobrevivió,
Como lo mostró la historia, había prosperado
Para los inversionistas de largo plazo, un recordatorio,
Los mercados pueden ser impredecibles, es verdad.

**Disrupción de los trabajos de la IA
Las tecnologías generativas de IA
pueden realizar tareas cognitivas no
rutinarias**



Fuente: Bruun, E., Duka, A. (2018). Artificial Intelligence, Jobs and the Future of Work: Racing with the Machines. Basic Income Studies. 13. 10.1515/bis-2018-0018.

*Así que mantén el rumbo, mantente firme,
Diversifica para que se eviten los riesgos,
Con paciencia, sabiduría, y un plan prudente,
El S&P 500, una inversión de largo plazo.”*

El poema de ChatGPT no es un soneto de Shakespeare, pero es sorprendentemente bueno. En una nota más seria, OpenAI entrenó a ChatGPT para comprender el lenguaje natural mediante el uso de un algoritmo de aprendizaje profundo llamado modelo de “lenguaje grande” (*large language model*), y luego lo alimentó con una enorme cantidad de textos escritos para que pudiera aprender la estructura y la relación entre las palabras en inglés. para que suene humano. Para ser específicos, el modelo de lenguaje actual de ChatGPT (GPT-3.5) requería 800 GB de almacenamiento y contenía 175 mil millones de parámetros. Su modelo de lenguaje sucesor, GPT-4, se lanzará a finales de este año y se entrenó en más de 170 billones de parámetros. En otras palabras, GPT-4 será mil veces más competente en cualquier tarea, ya que los parámetros de un modelo son los componentes aprendidos de los entrenamientos anteriores. En esencia, lo que hace que ChatGPT y otras tecnologías de IA generativa sean tan disruptivas es que pueden realizar una amplia

gama de tareas cognitivas y no rutinarias. Tradicionalmente, estas han sido las más difíciles de automatizar. La fuerza laboral más educada corre un mayor riesgo de disrupción que en procesos anteriores de automatización. Dicho esto, las tecnologías disruptivas en realidad tienden a crear empleos e industrias que simplemente no existían antes, más que compensando los empleos perdidos debido a la tecnología. De hecho, el surgimiento de nuevas ocupaciones creadas a raíz de las tecnologías disruptivas, como la IA generativa, representan la abrumadora mayoría del crecimiento del empleo a largo plazo. Un estudio reciente de Goldman Sachs estima que, con una adopción generalizada, la IA generativa podría impulsar el crecimiento de la productividad laboral de Estados Unidos en un 1.5% durante un período de 10 años y, finalmente, aumentar el PIB mundial real en un 7%.

Es importante considerar las implicaciones de inversión. Durante los últimos años, la computación en la nube ha sido el mayor impulsor del crecimiento de las utilidades para las empresas de la nube a medida que comercializaron la infraestructura de la nube. Es posible que la IA generativa pueda tomar la batuta y lidere la siguiente ola de innovación y monetización de softwa-

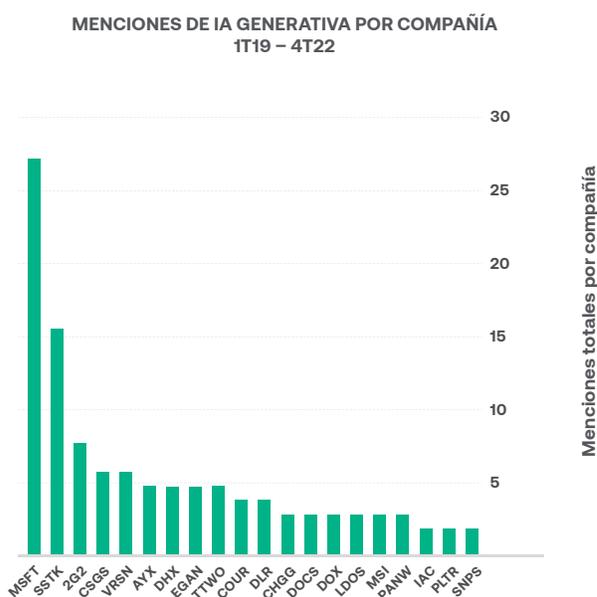
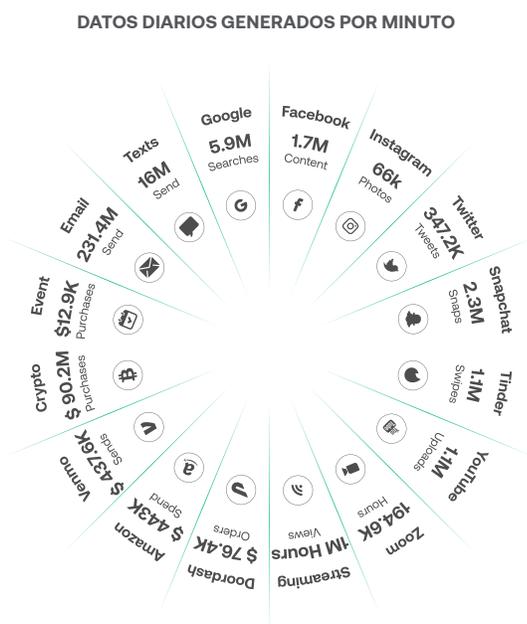
re empresarial. Adicionalmente, un ecosistema distintivo está empezando a desarrollarse alrededor de esta nueva tecnología. Las compañías que pueden facilitar la computación en la nube, redes integradas, almacenamiento en la nube, y Big Data podrían ser las más beneficiadas. En este espacio, la escala importa porque el desarrollo y mantenimiento de modelos de IA generativa son intensivos en términos de capital. Esto significa que los líderes establecidos y conocidos como Microsoft, Nvidia, Alphabet, Amazon y Salesforce, entre otros, son los que más se beneficiarán. Dado que la IA se está volviendo una palabra de moda a medida que la inversión vuelve a este sector, es recomendable evitar compañías que hayan empezado recientemente a usarla durante sus llamadas con inversionistas y reportes trimestrales. Evitemos este “AI-washing” centrándonos en las empresas que han estado haciendo esto durante un tiempo y tienen el tamaño para monetizarlo adecuadamente. En este gráfico, vemos

algunos de los mayores generadores diarios de datos a nivel mundial. Dado que los datos que contienen una gran variedad, que llegan en volúmenes cada vez mayores y con mayor velocidad son cruciales para el desarrollo de la IA generativa, las empresas que generan la mayor cantidad de datos estarán mejor posicionadas para desarrollar mejores tecnologías. Finalmente, es deseable concentrarse en las empresas que han estado en este espacio por un tiempo y no llegan tarde a la fiesta. El gráfico de la derecha muestra, según el número de menciones de izquierda a derecha, las empresas que han estado trabajando, investigando y pensando en la IA generativa durante los últimos tres años, y no solo desde que comenzó la manía de ChatGPT.

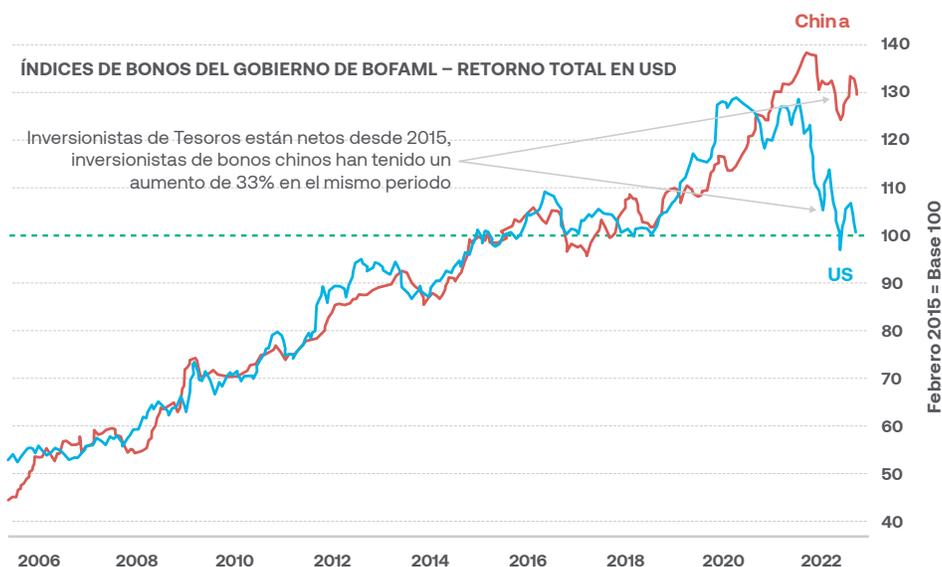
Incluso si somos positivos con respecto a los prospectos de inversión de largo plazo en IA generativa, ha habido un estallido especulativo de compras frenéticas

Invierta en compañías de IA que prediquen con el ejemplo

Fuente: Goldman Sachs



Bonos soberanos chinos vs. Tesoros: rendimiento superior continuará: Bonos soberanos chinos han tenido un rendimiento superior desde la pandemia



Fuente: Gavekal Research, Macrobond, Bank of America

desde el anuncio de ChatGPT. Estas acciones están caras y sus valoraciones requerirían una ejecución impecable para generar el crecimiento de utilidades esperado. Un punto de entrada más atractivo podría presentarse una vez que comience la recesión esperada.

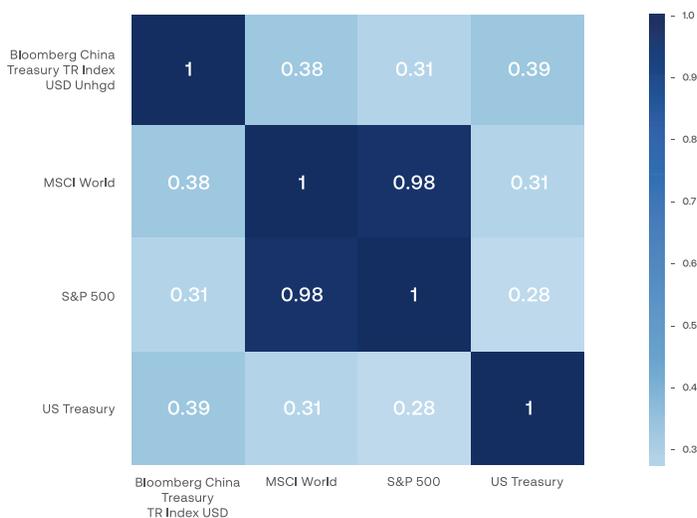
Los disruptores chinos

En agosto de 2021, publicamos un *paper* y un artículo titulado “¿Es China un mercado en desarrollo o desarrollado?” Nuestra respuesta en ese entonces y ahora es la misma – depende. Es un mercado híbrido que exhibe características de mercado desarrollado y emergente. Cuando se están modelando acciones, las acciones chinas se comportan de forma muy similar a las de los mercados emergentes, especialmente en los casos donde las decisiones de política importan más que los fundamentales de la compañía o de la industria. Pero el mercado de bonos del país (a saber, sus bonos soberanos, cuasi-soberanos, y sus bonos corporativos grado de inversión) son más similares a los mercados desarrollados, como el

de los Tesoros, los Bunds, y los Gilts. De hecho, como lo muestra este gráfico, desde el año de la pandemia, los bonos soberanos chinos han sido una mejor fuente de valor que los Tesoros, teniendo un mejor desempeño que estos últimos por un margen sustancial. Si hubiéramos comprado un tesoro de largo plazo después de 2015, a hoy tendríamos pérdidas nominales. En contraste, si hubiéramos comprado un bono soberano chino, entonces esta transacción tendría retornos absolutos por encima del 30%.

Mis escritos en este tema de hace un par de años surgieron de nuestras – en ese entonces – recientes inversiones en bonos chinos denominados en yuanes en nuestros portafolios modelo, ya que estos eran activos refugio que se comportaban bien en mercados que estaban reduciendo su exposición al riesgo. Notamos este fenómeno por primera vez durante el pico de la tormenta de mercado inducida por la pandemia, cuando los bonos soberanos chinos eran menos volátiles que sus contrapartes de los mercados desarrollados. Nuestra investigación indicó que los bonos

**El índice *unhedged* de bonos soberanos chinos es un buen diversificador
Correlaciones son bajas con Tesoros e índices accionarios globales**



Fuente: Insigneo, Morningstar

soberanos chinos exhibían características de activo refugio con bajas correlaciones con el riesgo de acciones globales y los bonos del Tesoro de Estados Unidos. La venta masiva del mercado de bonos del año pasado fue una dura prueba, y estas inversiones nos permitieron superar a los *benchmarks* de referencia de renta fija en todo el mundo. Recientemente actualizamos nuestro análisis de este trimestre y nos dimos cuenta de que siguen siendo un buen activo para diversificar los portafolios con bajas correlaciones con los Tesoros y con los índices de acciones globales.

Los resultados financieros están empezando a parecerse a la realidad económica. China cada vez más está andando a su propio ritmo, más alejada del ciclo global que antes. El año pasado, el gobierno chino estaba relajando tanto su política monetaria como su política fiscal, mientras que en todo el mundo se implementaba una política más contractiva. Este año, la economía china probablemente crezca por encima del potencial, mientras que Occidente contará con suerte si logra escapar una recesión y alcanza un crecimiento por debajo de su PIB potencial. En otras palabras, el crecimiento de China está cada vez menos correlacionado con el crecimiento de Estados Unidos

y Europa. Parte de esta separación es estructural e inevitable. China ha realizado un esfuerzo concertado por enfatizar los motores de crecimiento de la demanda interna, como el consumo, para volverse menos dependiente de su anterior modelo de crecimiento basado en las exportaciones. Pero parte de esta separación también está impulsada por la política. Tanto Estados Unidos como China han tomado decisiones políticas estratégicas que disociarán aún más sus economías, especialmente en industrias enfocadas

— “Los resultados financieros están empezando a parecerse a la realidad económica. **China** cada vez más está andando a su propio ritmo, más alejada del ciclo global que antes.”

en la seguridad como la biotecnología, la inteligencia artificial y la robótica. Claro, los estadounidenses todavía están dispuestos a comprar muebles fabricados en China y los chinos están dispuestos a ver una

película de acción estadounidense, pero ninguno de los dos países querrá que su acceso a semiconductores avanzados sea dictado por el gobierno del otro.

— “No solo estamos viendo una **separación** en términos de cadenas de suministro y logística, pero también en los **activos financieros.**”

No solo estamos viendo una separación en términos de cadenas de suministro y logística, pero también en los activos financieros. En los inicios de la invasión rusa a Ucrania, escribí que el mayor error que Estados Unidos y sus aliados habían cometido era el de congelar los activos del banco central ruso denominados en dólares. Esto debilitó la santidad del sistema transparente y basado en reglas que hacía que la gente quisiera tener dólares. Su estatus de activo refugio fue violado cuando estas incautaciones se llevaron a cabo sin el debido proceso legal y por razones de conveniencia política. En esencia, el gobierno norteamericano le envió un mensaje al mundo de que sus dólares solo eran válidos de la forma en que ellos quisieran que lo fueran. Si se era un ahorrador chino, o un ahorrador de cualquier país que pueda tener una postura contraria a la de Estados Unidos en algún futuro cercano, entonces la propensión marginal a querer tener dólares es menor de lo que era antes de que Estados Unidos congelara los activos de Rusia, porque algún día se podría entrar en la mira política. ¿Hay algunos países fuera de esa lista? ¿Canadá? Probablemente. ¿Reino Unido? Posiblemente. ¿Turquía, un aliado de la OTAN? No, Turquía hará parte de esta lista hipotética. Incluso naciones como Israel y Brasil están marginalmente menos cómodas teniendo dólares hoy de lo que estaban hace algunos años. ¿Pero qué van a comprar entonces? ¿Oro? ¿Yuanes?

¿Una canasta de materias primas? Probablemente, todas las anteriores.

Parece que todos los artículos que se publican hoy en día mencionan la palabra “desglobalización”. Nosotros también hemos escrito extensivamente al respecto. Pero esta expresión se ha convertido en un tema recurrente, vagamente empleado y sin mucha reflexión intelectual. La desglobalización es un proceso. Es una tendencia, no un fin. El mundo va a estar menos globalizado, pero no volveremos a ser clanes aislados de cazadores y recolectores. Es probable que veamos una separación parcial de Occidente (a saber, Norteamérica, Europa, Japón, Australia, etc.) y la integración de un Sur Global (a saber, los BRICS, Oriente Medio, etc.) en términos financieros y de tecnologías avanzadas. Pero la globalización probablemente se mantendrá como el paradigma dominante en otras industrias. Como un inversionista, la diversificación real de portafolio va a requerir, ahora más que nunca, una exposición global. Aquellos muy centrados en Estados Unidos o con alta exposición a este país no llevarán a obtener retornos ajustados por riesgo adecuados. Recuerden, al final de la Segunda Guerra Mundial, Estados Unidos representaba aproximadamente el 40% del PIB mundial. Hoy, ese número ha caído a casi un cuarto de la producción mundial. De cualquier forma, la conclusión para inversionistas es la siguiente: con un rápido aumento de la oferta de dinero en Occidente y el deterioro de las hojas de balance de los gobiernos, se debe reducir la exposición a la deuda de los países que persigan estas políticas. Esto implica tener bonos asiáticos, incluidos los soberanos chinos, donde los ahorros no van a estar inflados por gobiernos fiscalmente derrochadores. De otro lado, es preferible tener acciones de Occidente, donde las ganancias por productividad serán más robustas.

Los disruptores de la energía

Es importante monitorear un desarrollo reciente en la

investigación de fusión nuclear que podría ser un momento decisivo. El 13 de diciembre de 2022, el Departamento de Energía de Estados Unidos anunció que los científicos de la Instalación Nacional de Ignición (NIF) en el Laboratorio Nacional Lawrence Livermore lograron la ignición por fusión. La ignición por fusión hace referencia al punto en el que la energía liberada de una reacción de fusión autosostenida excede la energía requerida para producirla. Los prospectos de la fusión son bastante prometedores. Este es el proceso que genera la energía abundante que sostiene a las estrellas, no produce gases de efecto invernadero y no produce desechos radiactivos asociados con los reactores de fisión tradicionales. Las razones por las que el desarrollo de la fusión nuclear se ha estancado durante tantos años están centradas principalmente en retos científicos y de ingeniería asociados con la producción de una reacción sostenible de energía neta positiva que se pueda aprovechar en una red eléctrica.

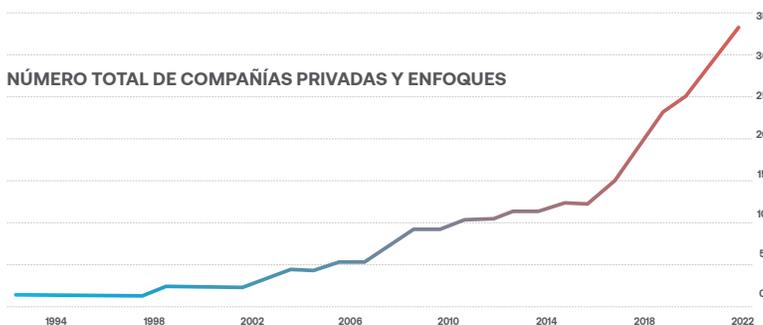
A pesar de este experimento trascendental, la fusión nuclear aún está lejos de alcanzar la viabilidad comercial, aunque esto debe reconocerse como un hito importante hacia ese objetivo. También ha habido algunos desarrollos privados dignos de mención. Commonwealth Fusion Systems, un emprendimiento de MIT que recientemente recaudó más de USD 1bn

en financiación privada, anunció en septiembre de 2021 que había desarrollado un nuevo tipo de imán que eventualmente podría usarse para crear un recipiente de contención circular llamado tokamak. En febrero de 2022, los investigadores de Torus, una empresa del Reino Unido, lograron generar la mayor cantidad de calor jamás realizada para un experimento de fusión, más del doble del récord anterior. Y este año comenzó la construcción de un enorme reactor termonuclear experimental de USD 20bn en Francia, financiado por siete países de todo el mundo. Todo el impulso reciente en la investigación y el diseño de la fusión nuclear ha

— “A pesar de este experimento trascendental, la **fusión nuclear** aún está lejos de alcanzar la **viabilidad comercial**, aunque esto debe reconocerse como un hito importante hacia ese objetivo.”

Un vistazo a la industria global de fusión nuclear

Fuente: Fusion Industry Association



Un vistazo a la industria global de fusión nuclear

Fuente: Fusion Industry Association

FINANCIACIÓN TOTAL Y UBICACIONES

TOTAL \$4,860,314,000 (\$4.8BN+)



PRIVADO \$4,724,819,000 (\$7.8BN+)

PUBLICO \$117,495,000 (\$117M+)

llevado a una inyección considerable de capital privado. La industria global de fusión informa que el número de empresas privadas está aumentando rápidamente a medida que se acelera el ritmo de los avances científicos. Muchos inversionistas destacados como Jeff Bezos, Bill Gates, George Soros, Alphabet y Royal Dutch Shell han realizado recientemente inversiones considerables en algunas de estas empresas.

Si este ritmo se mantiene, entonces la fusión nuclear tendría el potencial para ser una fuente de energía viable para mediados de siglo, pero los científicos aún

enfrentan importantes desafíos tecnológicos. El éxito de estos emprendimientos será un factor determinante para el futuro de esta tecnología. Por ahora, los inversionistas que deseen acceder a estas oportunidades deberán hacerlo a través de los mercados privados. En un futuro cercano, probablemente comenzaremos a ver algunas de estas inversiones y nuevas empresas que intentan acceder a los mercados públicos. ■

Análisis por clases de Activos

	TACTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
Renta Variable EE.UU.¹	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Renta Variable Europea	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Japonesa	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Mercados Emergentes	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable China	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Bonos del Tesoro EE.UU.²	NEUTRAL	NEUTRAL
Grado de Inversión	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija High Yield	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija Soberana Emergente	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Dólar americano	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Energía³	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Metales Preciosos	NEUTRAL	NEUTRAL
Efectivo	NEUTRAL	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). Investment advisory products and services are offered through Insigneo Advisory Services, LLC, an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission. In Uruguay, advisory services are offered through Insigneo International Asesores de Inversion Uruguay, SA, Insigneo Asesores de Inversion Latam, SRL, and Insigneo Asesores de Inversion de Uruguay, SRL, in Argentina through Insigneo Argentina, SAU, and in Chile through Insigneo Asesorías Financieras, SPA. Collectively, these eight operating businesses make up the Insigneo Financial Group. To learn more about the Broker Dealers including their conflicts of interest and compensation practices, please go to <https://insigneo.com/disclosures/> or via www.finra.org. To learn about Insigneo Advisory Services, LLC and any conflicts related to its advisory services, please see its Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website <https://adviserinfo.sec.gov/>

FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

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

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

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

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

FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

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

FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

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

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