



Visión estratégica
de mercado

T4 - 2021

Índice

01 Capítulo 1: VISIÓN ESTRATÉGICA

pág. 03 [Ver más](#)

02 Capítulo 2: CICLO ECONÓMICO

pág. 06 [Ver más](#)

03 Capítulo 3: VISIÓN MEGATENDENCIAS

pág. 07 [Ver más](#)

Capítulo 1: VISION ESTRATEGICA

Tres riesgos importantes se materializaron en el tercer trimestre.

La visión de mercado se ha cristalizado parcialmente en el tercer trimestre pese a la irrupción de tres riesgos que adelantábamos en la entrega pasada: reacciones de la Fed a los datos de inflación, pandemia y China. Sucintamente, la visión salió bien librada en lo que respecta a la sobreponderación del equity sobre los bonos, TIPS, equity chino y mercados emergentes, pero no se cristalizó en otros rubros, como el value (equity de países desarrollados exceptuando EE.UU.), la duración, el crédito y las tasas americanas, en donde se observó una consolidación de los niveles alcanzados en la primera mitad de año (Figura 1).

Se mantiene la visión de mercado con vistas al cierre de año e inicios del siguiente.

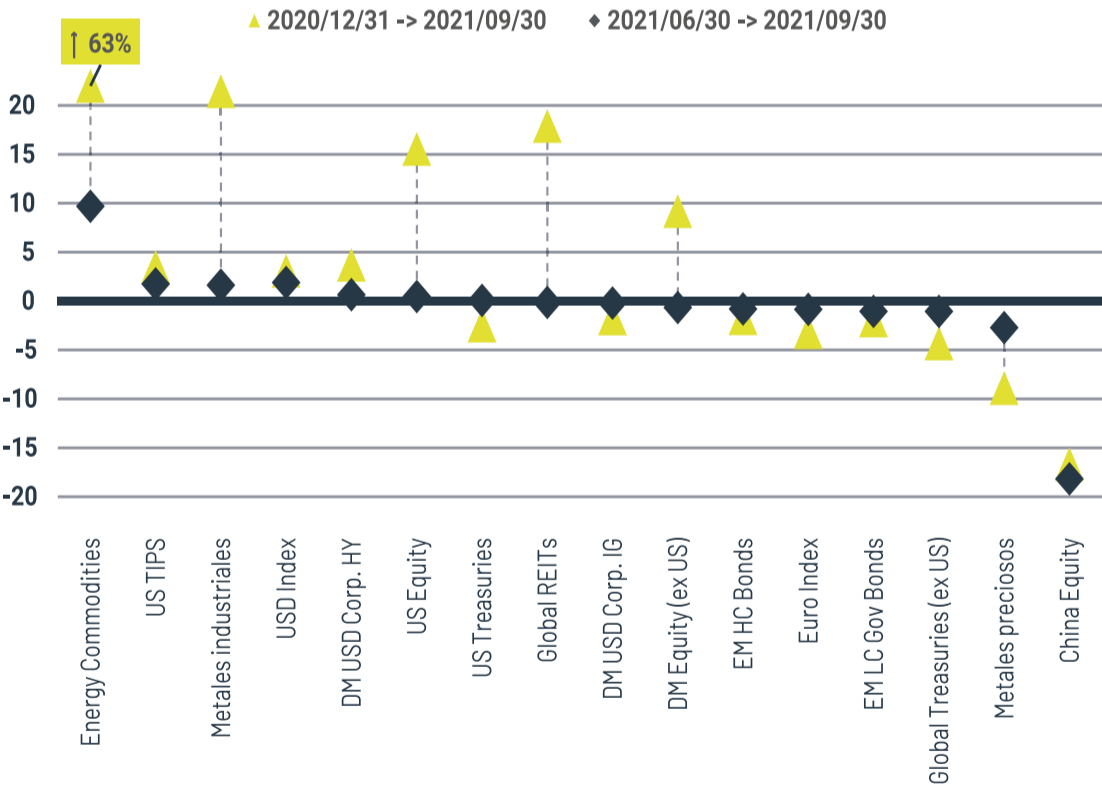
Pese a la persistencia de estos riesgos, la visión de mercado no amerita cambios de fondo de cara al cierre de año e inicios del siguiente por dos motivos: 1. Su materialidad está ya prácticamente descontada en los mercados. 2. Se mantiene una perspectiva favorable de normalización económica global gracias a los esfuerzos de vacunación y políticas macroeconómicas aún laxas. La perspectiva negativa sobre China y activos sensibles al rumbo de su economía y mercado continúa.

Rendimientos por asset class (%)

Fuente: Bloomberg

Figura 1.

Consolidación del retorno durante el trimestre en numerosos activos.



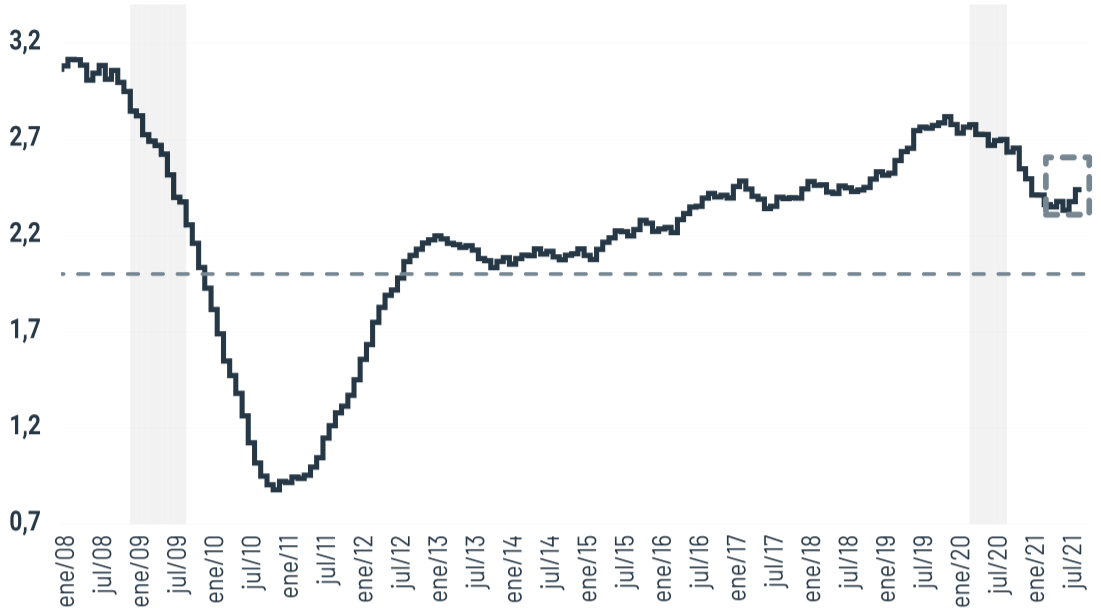
La inflación en EE. UU. mostró indicios de agravamiento.

En primer lugar, la inflación en EE. UU. siguió sorprendiendo negativamente al mercado: si bien las cifras no estuvieron materialmente por encima de expectativas, sí dieron señales de que su ímpetu no estaba ya siendo explicado por efectos base ni concentrado exclusivamente en bienes y servicios afectados por la pandemia. Como muestra de esto, la Figura 2 grafica la mediana de la variación bianual (se usa como punto de comparación el mismo mes, pero de hace dos años, en lugar de uno) de la inflación al consumidor, y en ella se observa cómo a partir del arranque del tercer trimestre hay una aceleración. Por construcción, la mediana de la inflación solo registra alzas si las presiones son relativamente generalizadas, en lugar de algo concentrado en un puñado de bienes y servicios (como había ocurrido entre febrero y junio).

Mediana de inflación al consumidor en EE. UU. (%)

Fuente: Bloomberg

Figura 2.



Lo anterior, junto con mejoras en el mercado laboral, llevó a la Fed a adoptar un sesgo menos acomodativo.

Este hecho fue recogido por el banco central estadounidense que, soportado también en crecientes presiones de demanda en el mercado laboral (Figura 3), anunció en su reunión más reciente el inminente inicio de su programa de reducción de compra de activos, o *tapering*, cuyo último y único antecedente data de 2014. Al fin de la expansión de la hoja de balance de la Fed se aunó una proyección de incrementos en la tasa de referencia más agresiva de la vislumbrada en su reunión de junio, que, de cumplirse, implicaría llevarla de 0 % a 1.75 % en el transcurso de tres años. Estas sorpresas *hawkish* tuvieron impactos significativos en los mercados al cierre del trimestre, particularmente en las tasas, el dólar y presumiblemente el *equity*.

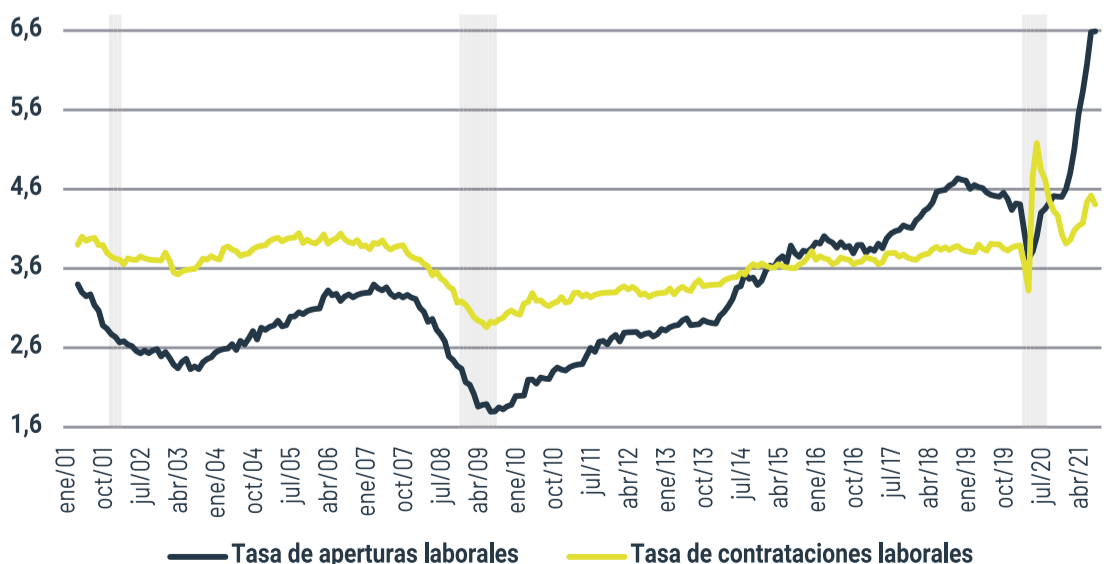
La incertidumbre incrementó por desarrollos en el Congreso estadounidense.

Cabe mencionar que, el endurecimiento de la Fed y sus efectos en los mercados se retroalimentaron con la falta de visibilidad, asociada al techo de endeudamiento americano y su necesario incremento (a fin de evitar que el Tesoro americano caiga en *default*), sumado a las posibles consecuencias que su resolución tenga sobre los paquetes de gasto social e infraestructura prometidos. Al respecto, es de esperarse que el problema del techo de endeudamiento se resuelva para este y el siguiente año, pero que lo haga a cambio de reducir el paquete de gasto social (que hoy ronda los \$3.5T) para que sea políticamente viable. Sin importar las acciones, la suma de estos procesos generó un ambiente de incertidumbre que el mercado aún sigue digiriendo.

Aperturas y contrataciones laborales (%)

Fuente: Bloomberg

Figura 3.



Máximo histórico en aperturas laborales en EE. UU.



Regresar a la tabla de contenidos

La variante delta generó afectaciones de relieve en el funcionamiento global de la economía.

Un segundo factor fue la pandemia. En específico, la variante delta y su impacto en países desarrollados y China. Aunque sus repercusiones materiales no fueron de la magnitud de la primera ola de contagio global (especialmente notorios de febrero a mayo de 2020), el impacto sobre indicadores como la confianza, el consumo y la producción generaron volatilidad en el *equity* y breves *sell-offs*. Los cuellos de botella productivos, tanto por escasez de insumos como de mano de obra, y las interrupciones en las cadenas de suministro que la variante delta causó durante el tercer trimestre a nivel mundial, provocaron no solo una ralentización de la actividad, sino también incrementos históricos en las tarifas de fletes marítimos y algunas materias primas que probablemente se traduzcan en mayores precios para todo tipo de mercancías durante el cuarto trimestre.

Los casos globales de COVID-19 van a la baja, pero es probable que algunos de sus efectos sobre el comportamiento y la actividad persistan en el corto plazo.

Aunque este proceso estanflacionario debería ser temporal (la ola de contagios que la variante delta ocasionó prácticamente ha concluido —Figura 4—), es poco probable que su impacto en la conducta de los agentes económicos se disipe del todo por una multiplicidad de factores. Se destacan los siguientes: 1. La eficacia de las vacunas existentes contra la variante delta es significativamente menor en comparación con variantes anteriores; 2. La información que se tiene sobre su eficacia en horizontes de tiempo largos y la consecuente necesidad de refuerzos (lo que complicaría la pobre labor de vacunación en países emergentes) es insuficiente; 3. Prevalece una alta resistencia a la vacunación y el uso de cubrebocas entre numerosos sectores de la sociedad, a lo que se suma un desconocimiento generalizado de la importancia de la ventilación y la desinfección del aire en espacios cerrados; 4. El bajo ritmo de vacunación a nivel global favorece el surgimiento de nuevas variantes más agresivas; 5. Se desconocen los efectos que el *Long-COVID* pueda tener en la población, el empleo y la productividad; 6. La población infantil aún no puede ser vacunada. Estos factores generan una alta incertidumbre económica que hoy se traduce en un gasto de capital decepcionante, baja participación laboral y reducción de los márgenes de las compañías. El esperado regreso a la normalidad tuvo un duro revés este año, algo que no pasó desapercibido para los mercados y que seguirá introduciendo ruido en el corto y mediano plazo.

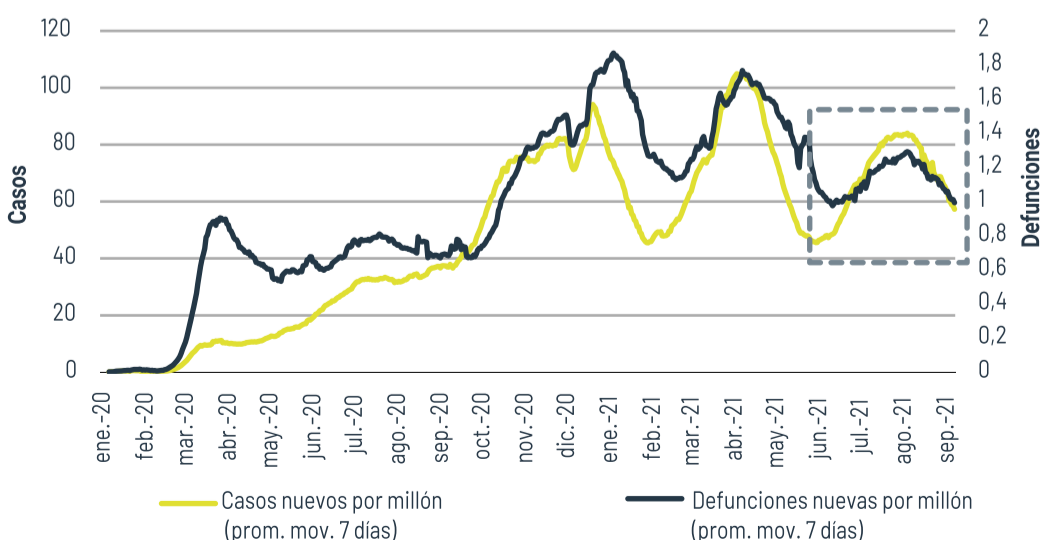
La economía china está siendo impactada por una serie de decisiones de política interna.

El tercer y último factor es especialmente preocupante para el *equity* de países emergentes y sus monedas, así como el precio de algunas materias primas. Se trata de China y la acumulación constante de riesgos de actividad y de mercado, de los cuales se destacan una intensa campaña de regulación a empresas de internet y educación, una política de desapalancamiento muy activa en el sector inmobiliario que ha provocado el *default* de una de sus principales empresas desarrolladoras (Evergrande), menores estímulos, cierres estrictos en zonas con brotes de COVID-19 (esto incluye el cierre total de una terminal en el tercer puerto de carga más importante del mundo) y cuotas de producción en industria pesada por razones medioambientales que, entre otras cosas, están provocando cortes en el suministro eléctrico. Todo esto ha producido un deterioro en los datos de actividad en el país asiático que se han extendido al resto del mundo y están impactando a los mercados por diversos canales.

COVID-19: Casos y defunciones globales

Fuente: Oxford

Figura 4.



En el corto plazo, China representa el principal riesgo para los mercados.

Aunque los problemas derivados de la pandemia y el aparente cambio de régimen fiscal y monetario en EE. UU. son amenazas serias para la actividad y los mercados, una prolongación o recrudescimiento de la debilidad china es quizá el riesgo más grave para los inversionistas en el corto plazo. Si las políticas emprendidas en aquel país no son relajadas, particularmente la cero tolerancia al COVID-19 y las restricciones crediticias al sector inmobiliario, el último trimestre del año podría ser uno de alta volatilidad y aversión al riesgo. La probabilidad de que esto ocurra no es baja, pues las autoridades chinas han mostrado su resistencia a actuar en numerosas oportunidades, siendo la más reciente el colapso de Evergrande. Por el otro lado, de presentarse una reacción que relaje alguna de las medidas mencionadas, acompañadas con recortes en tasas de referencia o anuncios de nuevos estímulos, el ánimo de los inversionistas retornaría con fuerza a pesar de la debilidad coyuntural.

Mantenemos nuestra visión, con algunos ajustes menores.

Conclusiones de inversión

Si los riesgos de debilidad china son atenuados, los casos de COVID-19 en mercados desarrollados mantienen su tendencia bajista, la inflación norteamericana no se descompone y los congresistas estadounidenses concluyen con éxito la disputa del techo de la deuda y los paquetes de gasto, el cierre de año y arranque del siguiente deberían reflejar en los retornos nuestra perspectiva de mercado: *equity* por encima de *treasuries*, favoreciendo las aisladas de la regulación china y su desaceleración; y *value* sobre *growth*, por la alta sensibilidad del segundo a los incrementos en tasas que están ocurriendo y persistirán por un Fed *hawkish*. Sin embargo, algunas circunstancias han cambiado: el crédito presenta señales de fatiga y sin catalizadores, al igual que los TIPS que, una vez atravesado el pico de crecimiento e inflación a mediados de año, no ofrece valor, salvo que veamos un fuerte desanclaje de las expectativas inflacionarias. Dado que este no debiera ser el caso en el corto plazo y que el crédito no tiene catalizadores firmes en un entorno de desaceleración, hace sentido abandonar esta recomendación.

La normalización monetaria y fiscal no debería descarrilar la economía. Por el contrario, favorecería la corrección de los desbalances que se han generado.

Vale la pena mencionar que el *rally* de riesgo (*value*) que esperamos está soportado en crecimientos por encima de potencial y en línea con la historia de normalización económica, así como la corrección de los desbalances de oferta y demanda que se han observado en numerosas latitudes y sectores. Se debe recalcar que un menor ritmo de compras de activos por parte de los bancos centrales de países desarrollados, eventuales subidas de tasas de política monetaria y recortes de déficits fiscales no derivarán en una desaceleración aguda, en virtud de que ya no son necesarias. Adicionalmente, y en conjunción con el fin de la tercera ola de contagio, el viraje monetario y fiscal coadyuvará en la corrección de los desbalances de oferta y demanda que han afectado el empleo, los balances comerciales, la producción y los niveles de inventarios, así como la dinámica de precios y salarios. Sucintamente, la muleta no se requiere más y posiblemente se ha convertido en un estorbo.

Capítulo 2:

CICLO ECONÓMICO

La dinámica del crédito en China señala un menor ritmo de crecimiento global...

Los indicadores adelantados de ciclo económico siguen mostrando una recuperación robusta a nivel global. No obstante, el impulso de crédito chino (indicador líder del ciclo global, Figura 5) acumula nueve meses de desaceleración. Esta es la principal motivación detrás del menor ímpetu de crecimiento en los próximos meses.

...sin embargo, y pese a los riesgos, este debería converger al potencial gradualmente.

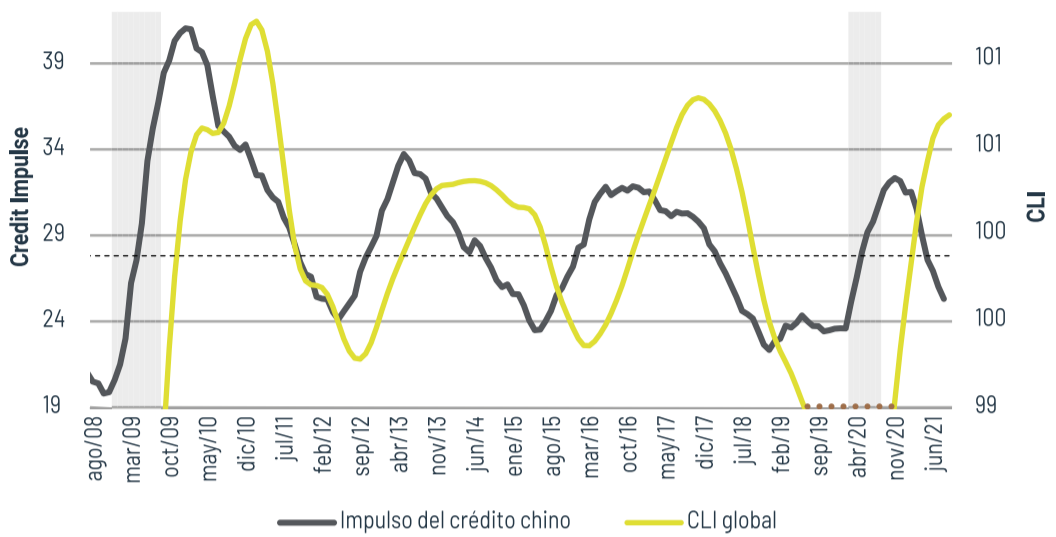
Lo crucial para los inversionistas es que ese ímpetu converja hacia el crecimiento potencial y de manera paulatina. Una desaceleración abrupta y/o por debajo de potencial motivaría ajustes de portafolio por consideraciones tanto cíclicas como técnicas que haría poco atractivos a los activos de riesgo en general y al *equity* en particular. Lo anterior no forma parte del escenario central de normalización económica facilitada por las campañas de vacunación, pero está sujeto a los siguientes riesgos: que la desaceleración china se agudice por errores de política pública (que el impulso de crédito chino mantenga su tendencia bajista y veamos contagio a otros indicadores de actividad) o un mal manejo de la situación financiera de Evergrande; una cuarta ola de contagio que genere nuevos cuellos de botella en las cadenas globales de valor; y errores de política por parte de la Fed o del Gobierno estadounidense, en particular un *default* por parte del Tesoro, o una decepción en las negociaciones de los paquetes de gasto.



Ciclo económico e impulso de crédito chino

Fuente: Bloomberg

Figura 5.



Capítulo 3: VISION MEGATENDENCIAS



Desglobalización



Los procesos de desglobalización están tomando una tónica diferente a la observada en años anteriores, más semejante a una realineación geopolítica que incluye cadenas de valor sensibles a los intereses geopolíticos estadounidenses y chinos, y que pretenden disminuir el rol de uno sobre el otro. El esfuerzo por hacerlos más locales y "alineados", dejando de lado consideraciones de eficiencia y rentabilidad, parece alejarse de las perspectivas de mercado más amigables, como la de antifragilidad y robustez. Agudizados por la pandemia, estos procesos se están reflejando en escasez y fuertes incrementos en los costos de fletes marítimos y materias primas en un contexto de desaceleración y fortaleza del dólar. La rivalidad comercial, tecnológica y política entre China y EE. UU. es una seria amenaza a los mercados, tanto en el corto, como en el largo plazo, por ser altamente inestable y disruptiva.

Automatización Digitalización



El pobre avance de los paquetes de infraestructura física y humana en EE. UU. revela los retos estructurales de esta megatendencia, al ser altamente dependiente de procesos políticos (externos e internos) inciertos y el rumbo de la pandemia. Sin embargo, factores transitorios como los altos costos logísticos y salariales, así como las interrupciones constantes de las cadenas de suministro global, serán sus aliados por tanto tiempo como estos sigan persistiendo.

Populismo/ Autoritarismo



A los efectos sobre el empleo y la desigualdad atribuibles a la pandemia, y que la variante delta volvió a agudizar, hay que sumar un nuevo eje de polarización que está siendo aprovechado por populistas y demagogos a nivel global: el rechazo a la vacunación y al uso de cubrebocas. El empoderamiento de estas figuras es una historia en proceso, pero de materializarse, supondría un grave riesgo en la promesa de normalización económica. Sus efectos son apreciables en una pendiente de vacunación global decepcionante que, especialmente en mercados desarrollados, se debe a la resistencia de amplios sectores de la población pobremente informados que están siendo alentados por este tipo de figuras y líderes.

Megatendencia

Visión actual

Visión Anterior

Justificación



Desigualdad



La recuperación persiste, pese a la notoria desaceleración global. Esta desaceleración, explicada por efectos base y menores estímulos y/o paquetes de ayuda, debería encontrar suelo firme en la alta demanda por mano de obra y ganancias salariales reales, favorable en temas de igualdad y equidad. No obstante, errores de política pública o la acumulación de choques negativos como los que están aconteciendo en China amenazan con crear un ambiente estancionario que alimente significativamente la desigualdad en el corto plazo. De otra parte, la debilidad de los mercados financieros en el 3T es un factor de alivio, debido a que los estratos bajos no poseen una parte significativa de su riqueza en la forma de activos financieros. Seguimos a la espera del nuevo esquema global de tributación a grandes corporaciones y a las familias de ingresos altos en EE. UU., al igual que al paquete de gasto social en este país.



Solidez monetaria y fiscal



Ante las señales de exceso que parecen trazarse y los riesgos que suponen para la conducción futura de la política monetaria y fiscal, numerosos bancos centrales han anunciado o iniciado el endurecimiento relativo de sus medidas. El más relevante, el estadounidense, está listo para iniciar un *tapering* que promete ser materialmente más corto que el ocurrido en 2014, no descartando incrementos en la tasa de referencia el siguiente año. Lo anterior, sumado a recortes en los déficits fiscales en la mayoría de las economías, permite proyectar una senda más estable en esta megatendencia, así sea incipiente. Atención a los riesgos estancionarios que parecen dibujarse en algunos sectores globales.



Demografía y productividad



Las ganancias en productividad detonadas por la pandemia fueron significativas en la primera mitad del año en EE. UU., pero no así en China. La envidiable flexibilidad y adaptabilidad del mercado laboral estadounidense, sumada a las disputas comerciales y la política altamente disruptiva de contención del COVID-19 en el país asiático, explican la divergencia. El retiro de los estímulos monetarios y fiscales no debería perjudicar el empleo o la productividad en DM (incluso, deberían alentar la alicaída participación laboral en EE. UU.), pero sí en el caso de China, donde la política de regulación medioambiental, inmobiliaria y educativa (entre otros) está teniendo severos impactos productivos y/o de mercado. En Japón y Alemania nuevos liderazgos políticos prometen detonar un nuevo ímpetu reformista y de corrección en el balance de ahorro público/privado.



Sustentabilidad



Los altos costos energéticos, explicados en la recuperación de demanda, cuotas de producción entre miembros del OPEP, factores climáticos, fricciones comerciales y años de baja inversión petrolífera y carbonífera, son el mejor instrumento para acelerar la transición energética. Sin embargo, en el corto plazo, el efecto puede ser nocivo si la carestía energética se traduce en inflación al consumidor, perjudica los márgenes de las compañías y/o genera desempleo. De ser así, los reguladores tendrán que relajar sus posiciones. China, por lo pronto, ha retirado el financiamiento a centrales eléctricas de carbón en el extranjero, pero continúa con planes de expansión de su propia red de plantas e incrementando la producción de carbón, motivado por la escasez que las restricciones sobre la importación del carbón australiano están ocasionando y los recortes de suministro eléctrico que pretende evitar por su causa.

INFORMACIÓN RELEVANTE: El contenido del presente documento proviene de fuentes consideradas como fidedignas; sin embargo, no se ofrece garantía alguna, ni representa una sugerencia para la toma de decisiones en materia de inversión.