

Visión estratégica
de mercado

T3 - 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

Transcurrida la primera mitad del presente año, vale la pena hacer una revisión de las posturas de inversión estratégicas esbozadas en una entrega anterior y reevaluarlas de cara a una segunda mitad que no estará exenta de retos y riesgos.

Estados Unidos y China han liderado la recuperación mundial.

En primer lugar, hablaremos de la tesis de rotación. La **figura 1** reporta los retornos acumulados por tipo de activos en 2020 y en lo que va de 2021. El año pasado, las fuertes caídas en tasas motivadas por políticas monetarias ultra expansivas beneficiaron a las acciones con características de crecimiento, que están particularmente concentradas en EE. UU. y China, así como a los papeles corporativos con grado de inversión y bonos soberanos; dentro de alternativos, este fenómeno también dio un importante soporte al oro, cuya cotización alcanzó máximos históricos.

La política monetaria ultra expansiva, de la mano de fuertes incrementos del gasto vía déficit fiscales, permitieron una recuperación económica global claramente liderada por EE. UU. y China, a medida que sus políticas de confinamiento y distanciamiento han ido relajándose.

La inmunidad de rebaño es indispensable.

Sobre esto es importante mencionar que, por los deficientes esfuerzos de vacunación (**Fig. 2**), algunas regiones mantienen altos índices de confinamiento y restricción (**Fig. 3**) a causa de uno de los principales riesgos identificados: la multiplicación de las cepas de SARS-CoV-2. Esto ha limitado la recuperación en ciertas geografías (por ejemplo, Japón y numerosos países europeos) y es un recordatorio de la importancia de la inmunidad de rebaño (aprox. 70% de la población completamente vacunada) como requisito indispensable para la plena normalización y recuperación.

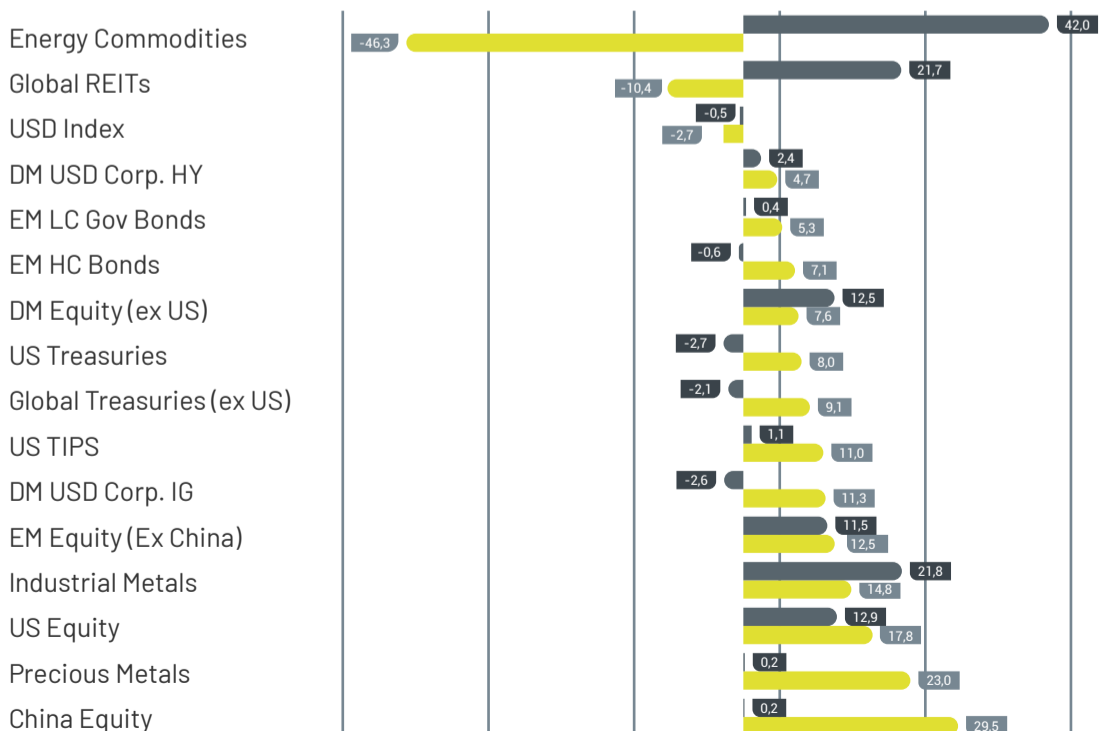
La vacunación permitirá el levantamiento de los confinamientos, generando una rotación hacia activos rezagados.

Sin embargo, la aceleración de los esfuerzos de vacunación permitirá que los confinamientos se reduzcan materialmente en lo que resta del año, en particular en aquellos países que se han visto forzados a restablecer medidas debido a la propagación de variantes más agresivas. Es el caso de varias economías europeas, de cuyas empresas listadas se constituyen de forma relevante numerosos índices accionarios globales y que deberían verse más favorecidos en un entorno de normalización alentado por la aceleración de la vacunación.

Rendimientos por activos (%) Índice de restricciones y confinamiento a causa de la pandemia

Fuente: Bloomberg

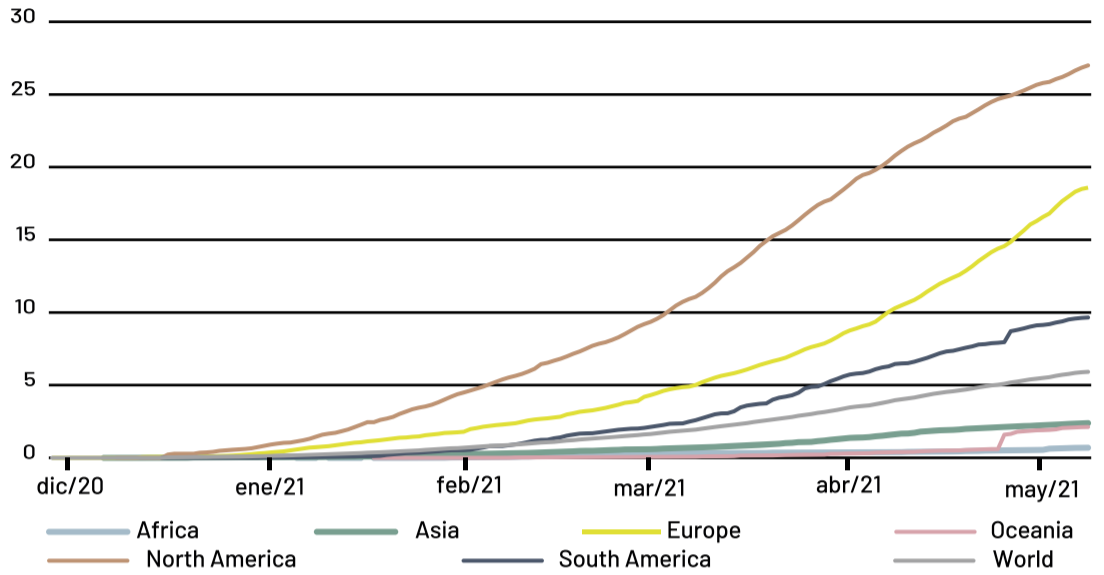
Figura 1.



Porcentaje de la población completamente vacunada

Fuente: Universidad de Oxford

Figura 2.



La recuperación diferenciada ha frenado la materialización de la tesis de rotación.

Lo anterior explica buena parte de lo acontecido en términos de activos financieros y su desempeño en lo que va del año. Debido a que la historia de normalización ha sido errática y bien diferenciada, la tesis de rotación no se ha materializado del todo: aunque sí se ha observado una reversión a la media, correcciones y/o rebotes en los extremos de la distribución (*equity* chino y oro, por un lado; petróleo, REITs, por el otro), lo correcto sería describir la presente situación como una ampliación del *rally*. El caso más notable son las acciones americanas, que siguen subiendo con más fuerza que las acciones de otras regiones, incluyendo aquellas que vivieron un fuerte rezago el año pasado.

Dentro de los grandes jugadores, llama la atención el caso japonés, por los pobres resultados de vacunación conseguidos hasta ahora, comparables con el de países emergentes. De no acelerarse, la inmunidad de rebaño no podrá ser conseguida este año, lo que inhibirá sus respectivos desempeños accionarios, ultimadamente limitando la historia de rotación.

La rotación se ha truncado y solo veremos una expansión del *rally* hacia activos expuestos al crecimiento global.

De modo que, si bien es de esperarse un desempeño relativo al menos equiparable al americano entre países europeos en lo que resta del año, no será el caso para las acciones japonesas y el de varios países emergentes; ahí, será conveniente elegir aquellos nombres o sectores que sigan de cerca la pauta del crecimiento global, como Taiwán y Corea del Sur, pero no del doméstico, como India, a reserva de que los esfuerzos de vacunación se aceleren, los confinamientos se reduzcan y las expectativas de crecimiento mejoren. En pocas palabras, la historia de rotación parece haberse truncado y que, en adelante, veremos una mera ampliación del *rally* detonado en acciones americanas a las europeas, y de ahí a otros activos sensibles a la recuperación de la demanda global.

Mejores cifras de actividad y mayor inflación favorecen a la renta variable en desmedro de la renta fija.

Finalmente, revisemos la historia entre la renta variable y la renta fija. La recuperación de la demanda tras el choque pandémico, soportada por las menores medidas de confinamiento y distanciamiento, así como los estímulos macroeconómicos, ha sido y seguirá siendo el principal factor detrás del desempeño favorable de los índices accionarios respecto a los bonos. Este fenómeno persistirá en la medida que las principales economías alcancen la inmunidad de rebaño, pues irá aparejado de mejoras en actividad y mayor inflación; lo primero favorece a las acciones, lo segundo perjudica a la renta fija.

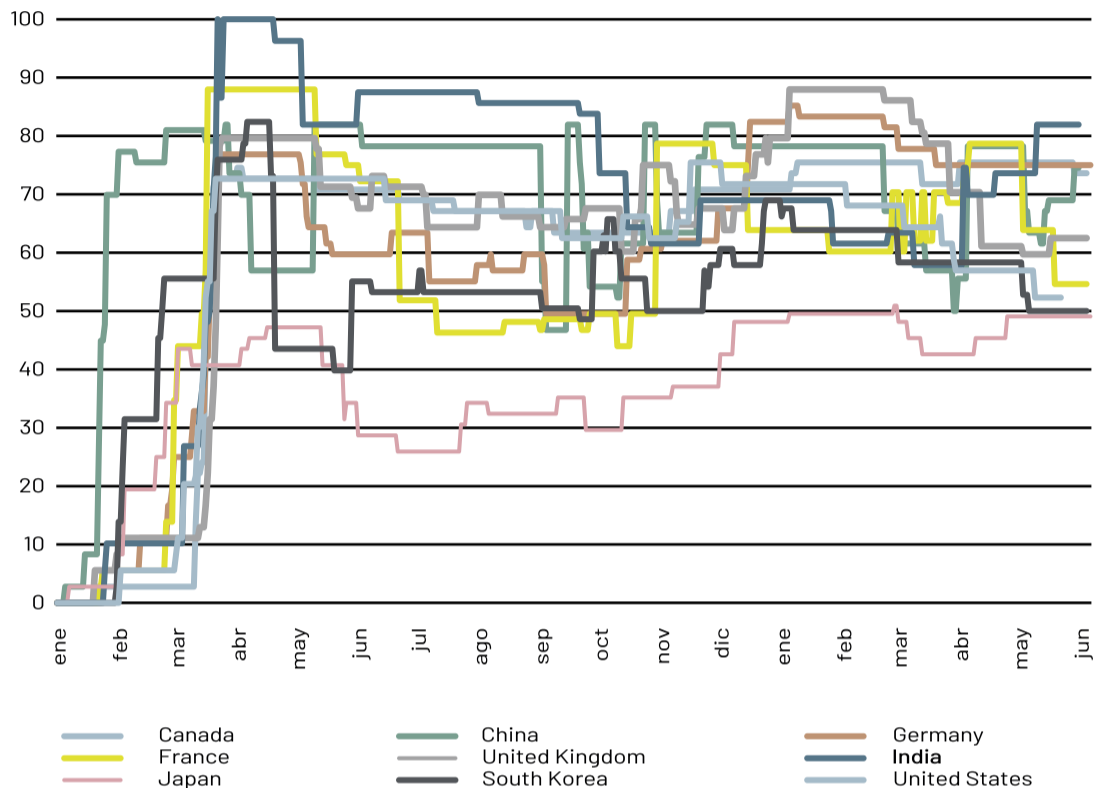
La renta variable no está exenta de riesgos.

Sin embargo, la ruta a la inmunidad de rebaño tomará más tiempo del anticipado debido a retos logísticos y resistencias entre ciertos sectores de la población. Esto no debería descarrilar la historia de recuperación, por lo que la renta fija merece una importante subponderación en portafolios balanceados, pero sí imprime ciertos riesgos sobre la renta variable de darse una configuración de eventos negativos.

Índice de restricciones y confinamiento a causa de la pandemia

Fuente: Universidad de Oxford

Figura 3.



Si bien la inflación en EE. UU. se ha acelerado, debería ser un fenómeno transitorio.

El primero tiene que ver con la inflación en EE. UU., que actualmente se encuentra muy por encima del objetivo de inflación del 2% y que ha generado preocupación entre algunos participantes de mercado. Aunque este no es el espacio para comentar sus pormenores, lo que podemos decir es que, hasta ahora, la inflación americana se debe predominantemente a efectos base y presiones de oferta de naturaleza transitoria y no generalizada. Sin embargo, la dinámica de precios sí podría deteriorarse por factores persistentes que requieran una respuesta por parte del FED, por ejemplo, un desanclaje incómodo de las expectativas de inflación o presiones salariales por encima de la norma. Un FED *hawkish* no está en la mente de los inversionistas este año ni el siguiente, por lo que su impacto, de ocurrir, tanto en la renta fija como la variable, podría ser mayúsculo.

Nuevas cepas podrían frenar la normalización de la economía.

El segundo es evidente: la pandemia aún no ha terminado. La renta variable ha adelantado el entorno de normalización, pero la pendiente de vacunación global sigue siendo decepcionante, lo que conlleva riesgos que se han materializado en Brasil, India, Reino Unido y Sudáfrica: la aparición de cepas de COVID-19 altamente contagiosas y resistentes. Como ya se mencionó previamente, el riesgo pandémico promoverá la selectividad entre los inversionistas, pero de volverse sistemático, la renta variable, como un todo, tenderá a sufrir.

El desapalancamiento de la economía china podría tener efectos sobre el ciclo económico mundial, lo que podría impactar a los activos de riesgo, especialmente en emergentes.

El tercero es China. A los riesgos geopolíticos que se acumulen, en especial aquellos que involucren directamente a EE. UU., debe sumarse el dinamismo decreciente del crédito chino. En la última década, ningún indicador ha tenido mayor relieve para explicar los vaivenes del ciclo económico que el impulso del crédito chino (**Fig. 4**). Al cierre de 2020, la deuda (pública y privada) como porcentaje del PIB asciende a casi 300% en China; ningún otro país emergente posee un nivel de apalancamiento similar, siendo equiparable a lo observado en países desarrollados, quienes poseen mercados financieros más profundos, líquidos y sofisticados, así como monedas de reserva.

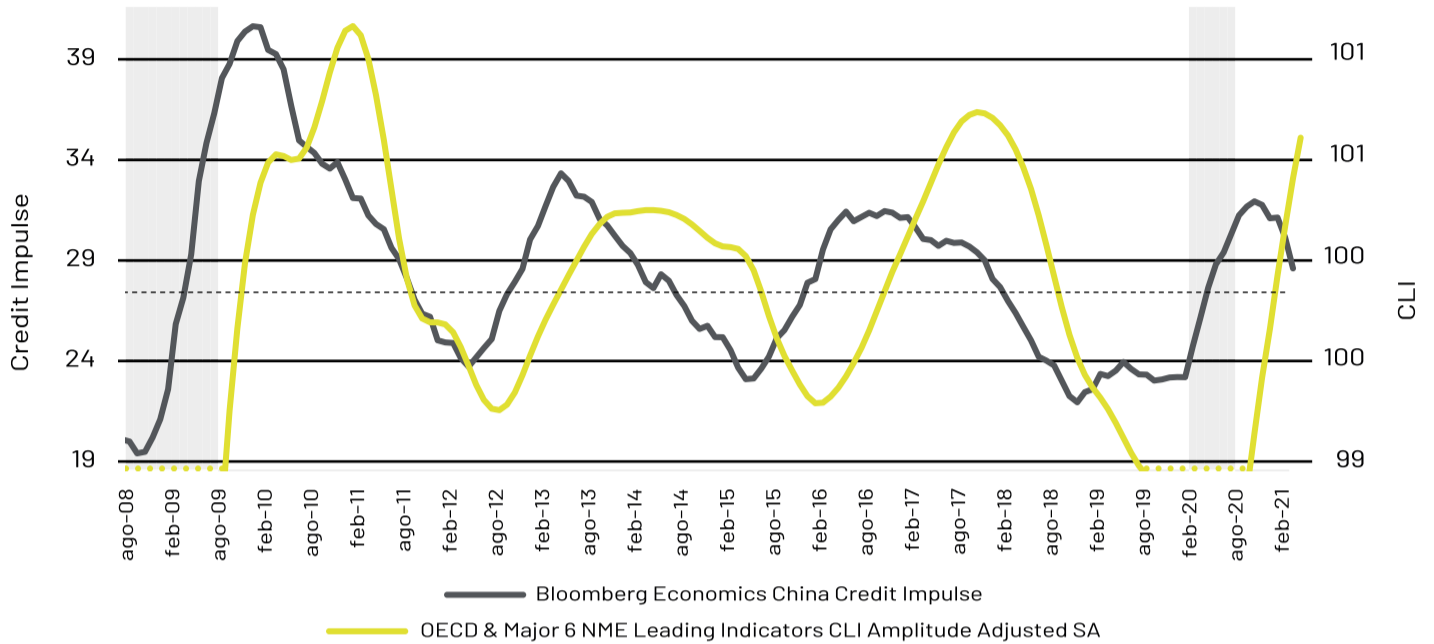
Las autoridades financieras chinas son conscientes de los riesgos que esto entraña, por lo que han decidido desinflar el dinamismo del crédito a través de diferentes canales. El menor dinamismo global que esto representa supone un riesgo importante para los activos de riesgo, particularmente precios de commodities, al igual que las acciones y monedas de países emergentes, por su dependencia a la demanda china. Este posible escenario de *risk-off* podría traducirse en apreciación del dólar, golpeando las expectativas de utilidad de las empresas globales, por lo que no es un riesgo limitado a un sector en específico. Sin embargo, la expansión y recuperación en el mundo desarrollado debería mitigar este riesgo.



Ciclo económico e impulso de crédito chino

Fuente: Bloomberg

Figura 4.



Conclusiones de inversión: seguimos privilegiando activos de renta variable que presenten una alta correlación con el ciclo económico

Sin menoscabo de los riesgos mencionados, el escenario base de gradual normalización, apuntalada por políticas monetarias y fiscales aún expansivas, de la mano de los esfuerzos de vacunación, sigue justificando que los portafolios balanceados y estratégicos privilegien activos de renta variable que no sean sensibles a los incrementos en tasas de interés y de alta correlación al ciclo económico global, con la importante salvedad de aquellos dependientes de la demanda china: *equity* de países exportadores de commodities. Dentro de la renta fija, deben privilegiarse el spread, los papeles indexados a inflación y, en general, la duración corta. Todo esto encaja con una nueva tesis de ampliación del rally a activos que por factores idiosincráticos relacionados con el COVID-19 no fueron tan favorecidos por los inversionistas el año pasado, pero podrían serlo este año de mantener una pendiente acelerada de vacunación.

Capítulo 2:

CICLO ECONÓMICO

La recuperación se ha extendido por todas las regiones...

Los indicadores adelantados del ciclo económico global continúan arrojando señales positivas; en general, indican que la recuperación tras el severo choque del año pasado acumula trece meses y que ha sido, hasta ahora, acelerada y generalizada, tocando prácticamente todas las regiones. Incluso, los indicadores de numerosas economías importantes apuntan a una brecha de producto cerrándose en los próximos meses, si no es que ya lo han hecho. Al respecto, los casos que saltan a la vista son el americano y chino.

...lo que entrega argumentos para una política monetaria más restrictiva. Sin embargo, en EE. UU. el mercado laboral aún presenta holguras.

Un contexto en donde la brecha de producto no solo se ha cerrado, sino que incluso se torna positiva de forma acelerada, podría incomodar a las autoridades monetarias de estos países y provocar un endurecimiento de sus políticas. Este es uno de los principales riesgos descritos en la sección anterior y está materializándose en diferentes indicadores crediticios y monetarios en el caso del país asiático. Sin embargo, en el caso americano, los objetivos de inflación promedio y pleno empleo siguen sin cumplirse, por lo que es probable que veamos un sobrecalentamiento económico en aquel país que no provoque una respuesta de política monetaria contundente, por lo menos no en los próximos 12 meses. Esto debería blindar parcialmente un escenario de *risk-off* provocado por la desaceleración china.



Capítulo 3: VISION MEGATENDENCIAS

Megatendencia	Visión actual	Visión Anterior	Justificación
 Desglobalización	↓	↓	<p>Como se esperaba, la nueva administración americana está estrechando lazos entre sus principales socios comerciales. Los esfuerzos por crear una tasa corporativa mínima global y por hacer un frente unido occidental contra China son muestra de un proceso de desglobalización mucho más atenuado que en realidad busca crear sistemas económicos "anti-frágiles".</p>
 Automatización Digitalización	↑	→	<p>La relocalización de las cadenas de suministro globales desde China hacia el resto del mundo está tomando fuerza en EE. UU. con gran rapidez gracias a los nuevos paquetes de gasto de la presente Administración. Aunque el proceso seguirá siendo lento, pues requiere la adecuación del aparato productivo que irá de la mano de una mayor automatización de la estimada, la aceleración es patente y se ha convertido en un tema de seguridad nacional bipartidista. Esto explica por qué Biden ha decidido no retirar los aranceles impuestos a China por su predecesor, pero empezar a hacerlo con el resto de occidente.</p> <p>El principal riesgo a esta visión positiva es la vacunación contra el COVID-19, que permitirá una normalización de las interacciones y actividades y disminuirá la pendiente de digitalización que la pandemia trajo consigo.</p>
 Populismo/ Autoritarismo	↑	→	<p>La oferta política de remedios fáciles y engañosos a problemas complejos, propia de los regímenes antidemocráticos, es especialmente atractiva en entornos de baja cohesión/inclusión social y bienestar económico. La recesión global del año pasado agravó estos factores, y la recuperación en numerosas regiones o sectores inicialmente desfavorecidos ha sido lenta y errática. En algunos casos, el daño podría incluso ser permanente. Se trata de un ambiente propicio para la demagogia y el populismo, que ha en algunas latitudes ha avanzado o mantenido en lo que va de la primera mitad del año.</p>
 Desigualdad	→	↑	<p>Los importantes estímulos monetarios y fiscales permitieron una caída menos abrupta del empleo y la producción el año pasado, y están permitiendo una ágil recuperación de la mano de la vacunación y las menores restricciones. La desigualdad tiende a ser contracíclica, por lo que mantener los apoyos es clave en la mitigación de esta tendencia.</p> <p>Asimismo, los esfuerzos por incrementar las tasas impositivas a corporaciones a nivel global y a las familias de ingresos altos, acompañados de mayores gastos en infraestructura social, serán importantes coadyuvantes.</p> <p>Sin embargo, la amenaza populista y demagógica persiste y en algunas regiones sigue proliferándose, lo que habla de los importantes retos pendientes.</p>



Solidez monetaria y fiscal



Los nuevos estímulos fiscales implementados y propuestos en países desarrollados debilitan la postura macroeconómica de estas naciones. La implementación es clave, así como la pronta reacción a cualquier riesgo estancionario que se suscite.

En lo monetario, la mayoría de los bancos centrales importantes han mantenido sus posturas ultra relajadas, pero algunos empiezan a discutir su eventual normalización; no debe ser inminente, pero es posible que veamos sus primeras muestras en los últimos meses del año o principios del siguiente.



Demografía y productividad



La pandemia promovió cambios en el comportamiento de los agentes económicos, favoreciendo la productividad en ciertos sectores o industrias, pero perjudicando en otras. Aún no es claro cuál será el impacto a la postre, especialmente si hay alguna reversión en el comportamiento de los productores y consumidores con la normalización en marcha. Por otro lado, la lentitud del proceso de vacunación global ha impedido que la agenda de reformas modernizantes se retome en buena parte del mundo. Una posible excepción es EE. UU. que, por iniciativa del Ejecutivo, pretende reorientar el gasto a capital físico, humano y tecnológico a fin de mejorar la competitividad y productividad de las empresas americanas respecto a las chinas. Finalmente, la fuerza laboral se ha reducido en aquel país, presumiblemente explicado por los apoyos adicionales al desempleo; como sea, estos desaparecerán en septiembre.



Sustentabilidad



El momentum político ha mejorado materialmente para esta tendencia por parte de sus dos principales detractores: China y EE. UU. Primero, los paquetes de gasto anunciados por la Casa Blanca incluyen disposiciones medioambientales de relieve; segundo, pese al enfriamiento de las relaciones, se logró un acercamiento y coincidencia entre autoridades chinas y americanas para acelerar los esfuerzos contra el cambio climático. Asimismo, Biden reincorporó a EE. UU. a los Acuerdos de París.

La implementación de estos compromisos es crucial, pues, por ejemplo, China sigue construyendo plantas eléctricas de carbón y financiando su construcción en países emergentes.

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.