

Visión estratégica  
**de mercado**

T1 - 2022

# Índice

## 01 Capítulo 1: VISIÓN ESTRATÉGICA

pág. 03 [Ver más](#)

## 02 Capítulo 2: CICLO ECONÓMICO

pág. 08 [Ver más](#)

## 03 Capítulo 3: VISIÓN MEGATENDENCIAS

pág. 09 [Ver más](#)

# Capítulo 1: VISION ESTRATÉGICA

El 2021 fue positivo para la estrategia. Hacia adelante ajustamos las recomendaciones.

El 2021 ha concluido y con ello se antoja apropiado hacer una revisión ágil de los aciertos y errores de la estrategia de mediano plazo, así como su replanteamiento de cara a un 2022 que no estará exento de retos. Vale la pena adelantar que 2021 fue holgadamente positivo para la estrategia pese a la materialización y recrudescimiento de los riesgos mencionados en estas entregas trimestrales. Además, dados los cambios cíclicos que se avecinan, esperamos un ajuste en las recomendaciones hacia activos más defensivos en la medida en que los datos de actividad global y expectativas de utilidades se deterioren.

El año pasado fue positivo para los activos de riesgo pese a la incertidumbre y para los activos reales, dado un desanclaje de las expectativas de inflación.

El año recién terminado probó ser uno de alta resiliencia para los activos de riesgo, dados los altos retornos observados en activos alternativos (materias primas, REITS) y acciones globales (particularmente el *equity* estadounidense) en un entorno plagado de riesgos e incertidumbre. Como se esperaba, los instrumentos de renta fija ofrecieron resultados dramáticamente pobres respecto a la renta variable. Cuatro excepciones saltan a la vista: los TIPS, el HY, el oro y las acciones chinas. La mayor parte del retorno en ellos fue recogida dado el agotamiento oportunamente observado en los instrumentos de crédito y la amenaza de tasas nominales más altas, pero los TIPS probaron tener más aliento del esperado a causa de un fuerte desanclaje de las expectativas inflacionarias. Este era uno de los riesgos vislumbrados para el cuarto trimestre del 2021 que explica no solo el desempeño de los TIPS, sino también de otros activos reales que tuvieron un año sobresaliente, como es el caso del petróleo, el gas natural, los bienes raíces, el cobre, el hierro, el aluminio, etc. La excepción fue el oro que, de forma poco sorprendente, presentó alta volatilidad y retornos negativos en su cierre anual a cuenta de un discurso errático y de sesgo menos acomodaticio por parte de la FED, en especial en la segunda mitad del año, aunque el entorno de tasas reales bajas le brindó cierto soporte.

Las acciones chinas mostraron rezago. Sin embargo, no se contagió a todo el mundo emergente.

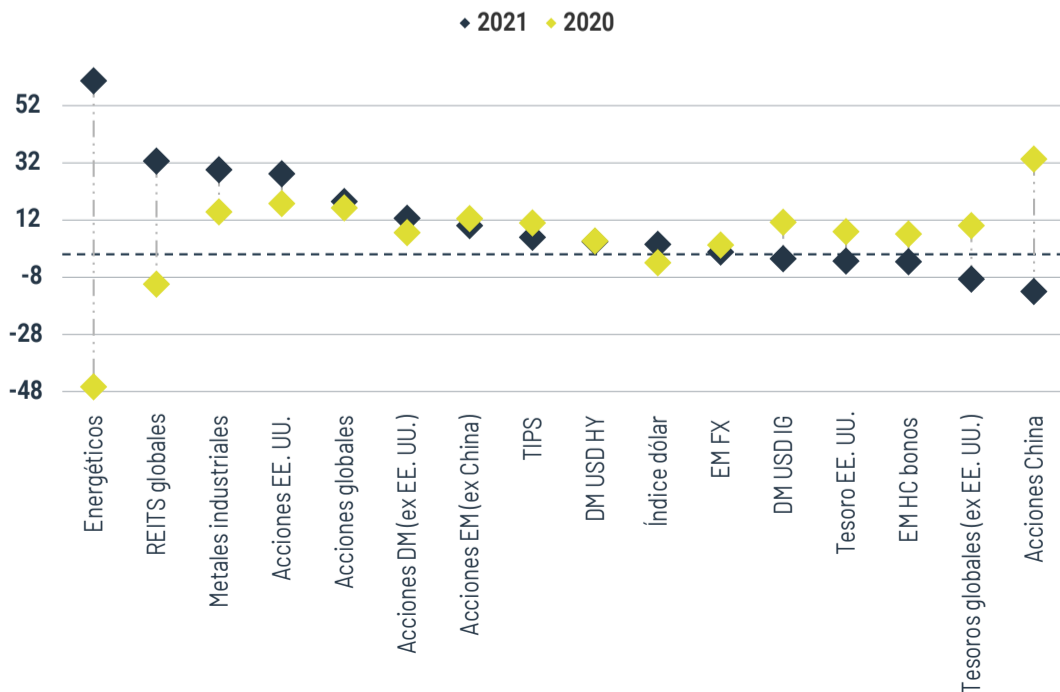
Asimismo, el *equity* chino probó ser altamente tóxico, en línea con lo esperado. Sin embargo, las mismas razones que nos llevaban a estar negativos en esta clase de activo no se transmitieron a otros de probada sensibilidad al país asiático, como son los metales industriales o el *equity* de países emergentes, que tuvieron un buen año. El buen desempeño (en dólares) de los índices accionarios de Taiwán, India, México, Rusia, Sudáfrica, Polonia, etc., compensaron los retrocesos de países más ligados al ciclo económico chino, como son Brasil, Colombia, Hong Kong, Chile, Perú, Malasia, Filipinas, Corea del Sur, etc.

Con la salvedad del *equity* chino, la ampliación del *rally* de riesgo iniciado hace casi 21 meses se mantiene. Los activos reales fueron los más beneficiados, exceptuando metales preciosos, así como las acciones estadounidenses.

## Rendimientos por clase de activo (%)

Fuente: Bloomberg

Figura 1.



La rotación de *growth* a *value* se materializó...

... pero fuera de EE. UU. Allí, los gigantes tecnológicos arrastraron al factor *growth*, lo que hace cuestionar las ventajas de abandonar este tipo de activos.

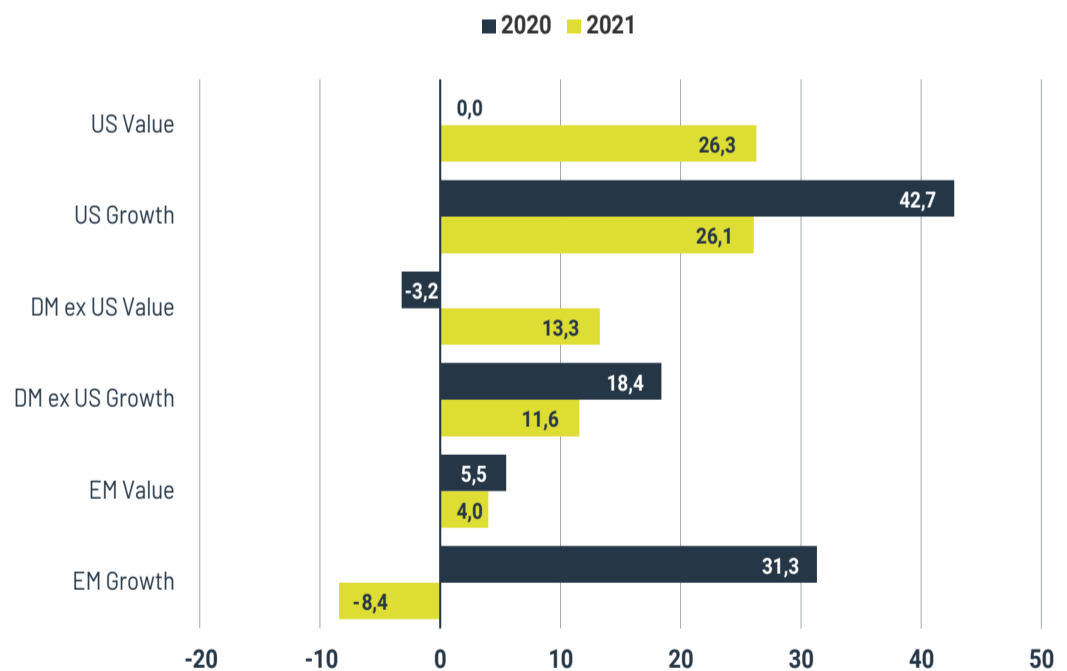
Por último, las acciones *value* probaron ser más rentables que las de tipo *growth*, tal como anticipamos. Sucintamente, la historia de tasas al alza (60 bps en la tasa de 10 años americana) y la sensibilidad del *growth* a la misma explica el resultado, pero hay contrastes regionales que vale la pena mencionar.

El sobredesempeño del *value* fue más claro en acciones de países emergentes y desarrollados ex EE. UU., pues en el caso de EE. UU. fue marginal (figura 2). En ese sentido, el buen rendimiento del *US growth* tuvo que ver con la capacidad de los *mega-caps* americanos para ser rentables y atractivos, incluso en un entorno de incertidumbre monetaria y fiscal, pandemia y tasas volátiles con un marcado sesgo alcista. Esta aparente antifragilidad está explicada en su poder de mercado, su ubicuidad, su capacidad de innovación, adaptabilidad y la alteración de los patrones de consumo global (de lo real a lo digital) que la pandemia ha detonado y que difícilmente desaparecerán. Estas características y el probable carrusel de nuevas variantes causantes del COVID-19 en 2022 nos hacen repensar en las ventajas de subponderar este tipo de activos en oposición al *US value*, especialmente después de que el último recuperó el terreno perdido en 2021. Sin menoscabo de lo anterior, un entorno más claro de tasas al alza, como parece trazar la FED, inequívocamente perjudica al *growth* del resto de las regiones al no gozar de aquellas características de antifragilidad que sí poseen sus pares estadounidenses. Todo lo previo sugiere que la selectividad entre grandes regiones y factores va a ser recompensada en 2022.

## Rendimientos por factor (%)

Fuente: Bloomberg y MSCI

Figura 2.



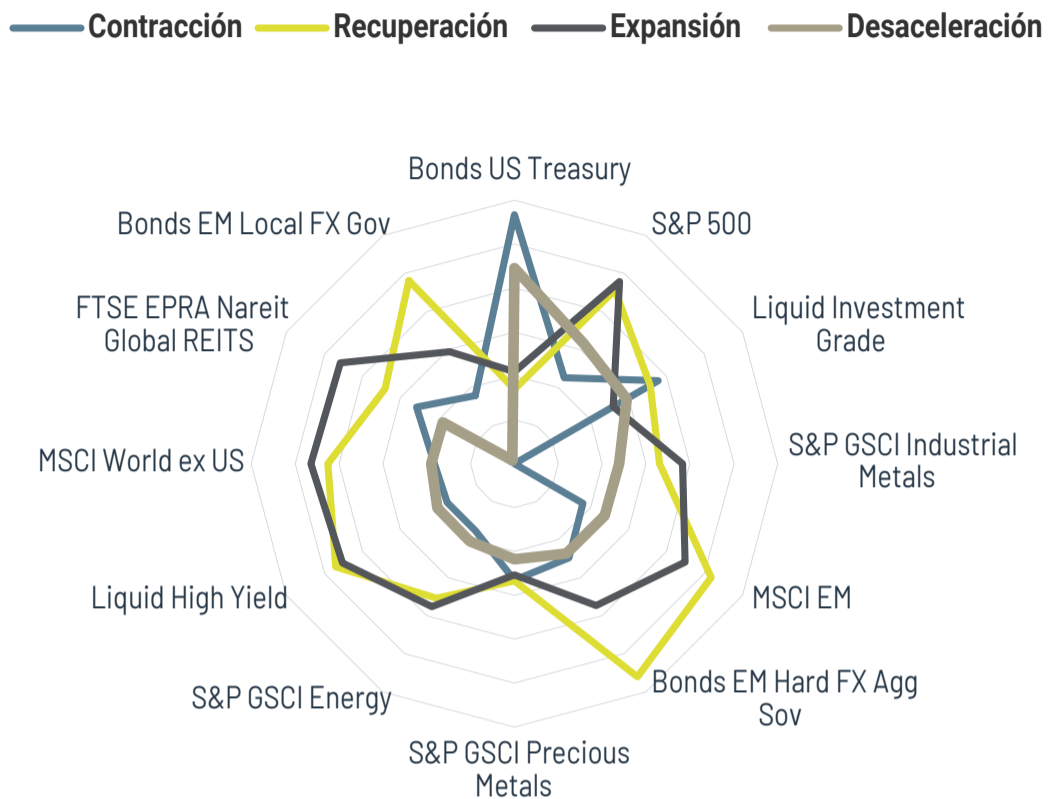
Es probable que entremos en una fase de desaceleración, donde la selectividad cobra especial relevancia y la estrategia debe ser moderada en la medida que avanza el año.

Retomando la apuesta relativa entre renta variable y renta fija, es probable que el retiro de los estímulos monetarios, crediticios y fiscales iniciado meses atrás impacte de forma rezagada los niveles de actividad global durante la primera mitad del 2022, lo que nos podría colocar en una fase de desaceleración dentro del ciclo económico actual. En este tipo de escenarios, la selectividad entre activos de riesgo tiende a ser importante, debido a la alta volatilidad y bajos retornos ofrecidos entre algunos de sus miembros (figura 3). A su vez, los activos que históricamente han sorteado de mejor forma entornos de debilidad como el que se avecina son los papeles del Tesoro Americano. Por ende, una postura que privilegiaba agresivamente las acciones sobre los bonos deberá ir moderándose en el transcurso del año.

## Rendimientos ajustados por riesgo

Fuente: Bloomberg

Figura 3.



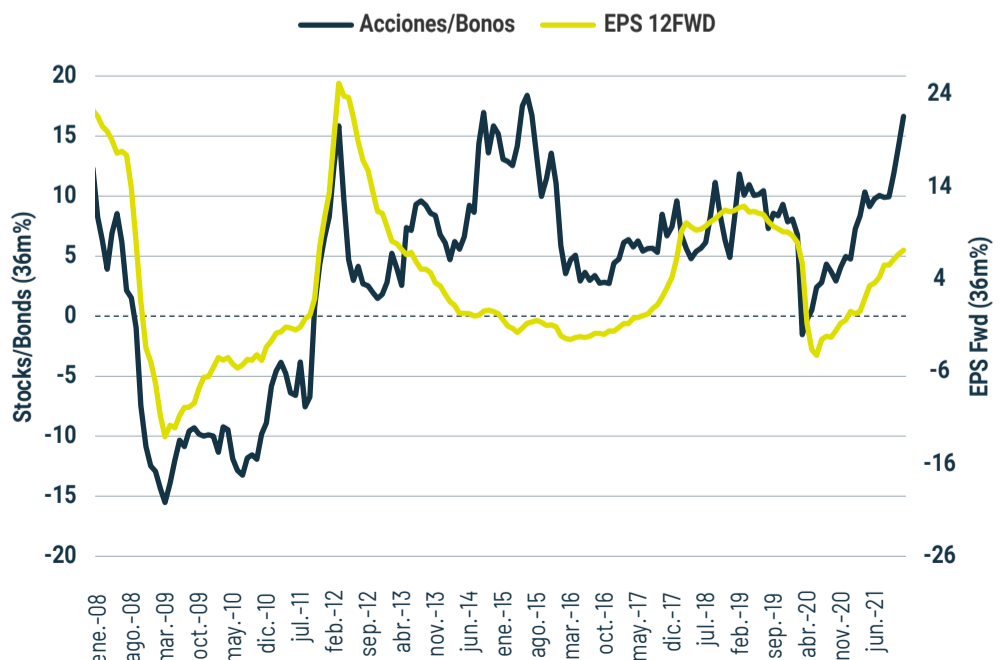
Por el momento, las expectativas de crecimiento de utilidades siguen siendo saludables, lo que justifica mantener una mayor preferencia por riesgo.

Los catalizadores de lo anterior los hallaremos en los datos de actividad con impacto de mercado, tales como los PMIs, empleo norteamericano o ventas al por menor. La debilidad deberá traducirse en correcciones bajistas en las expectativas de crecimiento de las utilidades que arrastren consigo la razón entre acciones y bonos globales. Cabe mencionar que el pico de crecimiento de las utilidades se alcanzó en marzo de 2021 y ha retrocedido con fuerza desde entonces, pero eso era de esperarse por efectos aritméticos de comparación. Corrigiendo por este efecto, lo que vemos es que las expectativas mantienen un dinamismo saludable que da soporte a la recomendación (figura 4). Una vez que esto cambie, será conveniente reducir el riesgo en los portafolios.

## Expectativas de utilidad

Fuente: Bloomberg

Figura 4.



El desanclaje de las expectativas de inflación en un contexto de recuperación del mercado laboral provocó un agresivo cambio en el discurso de la Reserva Federal.

Respecto a las tasas, el viraje en el discurso de la FED en la segunda mitad del 2021 ha sido uno de los más violentos que se recuerde en años sin crisis. Las razones fueron adelantadas en la entrega anterior, a saber: la ampliación de la inflación a ítems no necesariamente afectados por la pandemia y su persistencia en el tiempo. El aparente desanclaje de expectativas inflacionarias que esto ha ocasionado, a la par de un mercado laboral que se recupera a buen ritmo, motivó el cambio en la FED, que ahora ve tres incrementos en su tasa de política monetaria este año, aceleración del *tapering* e incluso una reducción de su hoja de balance. Es llamativo que, de la FED conspicuamente paciente y relajada en su vigilancia de la inflación (como sus reuniones de marzo y junio de 2021 lo atestiguan), no quede ni el polvo. Por fortuna, el mercado supo digerir este viraje y no se observaron exabruptos de relieve en la renta variable o la renta fija en la última parte del 2021. Sin embargo, y en vista de lo acontecido en los primeros días del 2022, no es descartable que las curvas de tasas sufran alzas y empinamientos más persistentes y firmes que los del año pasado, y que incluso amenacen con restringir la liquidez que ha beneficiado a los activos de riesgo en tiempos recientes.

Por su parte, China adopta el sesgo contrario y comienza a estimular su economía, mientras que disipa riesgos que dominaron la agenda en 2021.

A este posible escenario tóxico de debilidad cíclica global y una FED excesivamente agresiva, se contraponen algunos desarrollos potencialmente favorables. Uno de ellos es China, que después de un año de inercia y desapalancamiento, está dando las primeras señales firmes de relajación, algo vital no solo para el dinamismo del país asiático, sino del mundo. Aunque las tasas de interés de referencia no han sido recortadas, otros elementos relacionados con el otorgamiento de crédito y la actividad han mejorado. Primero, la precaria situación inmobiliaria que el *default* de Evergrande puso al descubierto suscitó cambios regulatorios e intervenciones en el sector que el mercado calificó como positivas; segundo, los recortes eléctricos en grandes industrias, que tuvieron su origen en políticas medioambientales estrictas, también fueron remediados; tercero, se redujo la tasa de encaje legal; cuarto, estimularon el financiamiento a pymes y al crédito hipotecario; y quinto, fomentaron la aceleración de obras de infraestructura e inversión en manufactura. Con ello, las autoridades chinas están apuntando a una estabilización del crecimiento y de las *ratios* de crédito y PIB que permiten estar más entusiasmados en el rumbo del gigante asiático y el crecimiento global.

Sin embargo, la estrategia de cero COVID-19 representa un riesgo no solo para el gigante asiático, sino para el mundo entero.

Por otro lado, sobre China pende un riesgo que podría ensombrecer el escenario de estabilización y es su excesiva reacción a los brotes de COVID-19. La política de cero tolerancia al virus ha generado impulsos estanflacionarios notables en todo el mundo, y en particular en EE. UU., derivadas de la alta demanda de bienes manufacturados en aquel país que dependen íntimamente de la cadena de suministro china. Si los patrones de consumo pandémicos no se revierten en EE. UU. y las autoridades chinas ordenan el cierre de puertos para contener brotes de COVID-19 en 2022, veremos una repetición de esos impulsos estanflacionarios, es decir, una aceleración de precios y una desaceleración de actividad que sorprenderían negativamente a los mercados, tal como pasó durante el 3T21.

Por motivos políticos, es poco probable que se abandone esta estrategia.

Una relajación de esta postura sanitaria no está en las cartas, por lo menos en las primeras tres cuartas partes del año por dos razones: primero, lo más probable es que el SARS-CoV-2 siga haciendo estragos en los próximos meses debido a la baja penetración de la vacunación infantil y las dosis de refuerzo; segundo, abandonar esta medida en un entorno de mayores contagios sería una derrota política y una muestra de debilidad por parte de su principal propulsor, el mandatario Xi Jinping, quien busca ser reelegido por segunda ocasión a finales de este año. De modo que, si la pandemia no está bajo control en el resto del mundo ni en su país, Xi no tendrá ningún incentivo para abandonar esta medida sanitaria. Incluso, para compensar cualquier afectación doméstica producto de los cierres, el banco central chino podría iniciar una política gradual de reducción de tasas que haga más llevaderos estos choques.

La pandemia no ha terminado y la normalización económica no está cerca. Se deben tomar medidas adicionales.

Esto abre paso a una posible atenuante de capital importancia. El rumbo de la pandemia ha empeorado en los últimos meses de 2021 y primeros días del nuevo año con el recrudescimiento de delta en Europa y el surgimiento de ómicron, una nueva variante dramáticamente más contagiosa que la cepa original, pero aparentemente menos dañina bajo una adecuada inoculación. El ímpetu actual de contagios y hospitalizaciones es un nuevo recordatorio de que la normalidad económica no está cerca, que la pandemia continuará en 2022 y que veremos nuevas variantes que estresen los sistemas sanitarios a razón de quienes no estén adecuadamente inmunizados. Salvo un golpe de suerte, autoridades y políticos deberán implementar medidas más agresivas de inoculación y restricción de movilidad a quienes no deseen vacunarse para poder retornar a la normalidad y acabar con la pandemia. De lo contrario, esta seguirá prolongándose innecesariamente.

De terminarse, sería positivo para los mercados, especialmente porque la FED podría adoptar un sesgo más acomodativo en la medida que se alivien presiones inflacionarias.

El fin de la pandemia, ya sea por suerte o por acciones de gobierno, permitirá el alivio de los severos desbalances de oferta y demanda por ella causados y que naturalmente no pueden ser remediados a través de política macroeconómica, pese a los mejores esfuerzos que pueda desplegar la FED por combatir la alta inflación o los políticos estadounidenses por contener el déficit fiscal. La normalización económica y el fin de la incertidumbre que la pandemia ha creado sería un bálsamo para los mercados, particularmente por el círculo virtuoso que podría causar un viraje *dovish* de la FED como reacción a la disipación de las presiones inflacionarias que estos desbalances de oferta y demanda han gestado. Sobra decir que los próximos meses serán claves para definir la convicción en torno a este posible atenuante en 2022.

Se recomienda hacer ajustes a la estrategia.

## CONCLUSIONES DE INVERSIÓN

En general, se plantea una estrategia que favorezca el riesgo para un horizonte mayor a tres meses y sin cambios respecto a las recomendaciones del trimestre pasado, con dos salvedades: retirar la sobreponderación del *value* sobre el *growth* y la subponderación en activos sensibles a la demanda china.

El 2022 seguirá favoreciendo a la renta variable, pero el *overperformance* se irá moderando en la medida que la actividad se desacelere.

El año que inicia seguirá favoreciendo a la renta variable sobre la renta fija, pero ese sobredesempeño tenderá a disminuir a medida que los datos de actividad y crecimiento de utilidades retrocedan producto de una menor actividad ya anticipada en nuestro análisis de ciclo económico. Sin embargo, este menor sobredesempeño tenderá a nivelarse en la medida en que las tasas reaccionen a los ajustes de política monetaria que realice la FED. No esperamos que la debilidad global tenga un efecto discernible sobre la inflación, dado que la mayor parte de esta proviene de choques de oferta y de los nuevos patrones de consumo detonados por la pandemia, por lo que la FED seguirá, en su mayor parte, con la hoja de ruta entregada en su reunión de diciembre. Por otra parte, los esfuerzos de las autoridades chinas por estabilizar el crédito y el crecimiento en aquel país pronostican una fase de desaceleración relativamente suave y/o corta.

El contexto sugiere que una exposición equilibrada al factor *value* y al *growth* es razonable.

El *value* ha recuperado con creces lo perdido hace casi dos años, lo que adelanta cierta fatiga frente al *growth*, especialmente si los efectos de la pandemia sobre los patrones de consumo persisten; sin embargo, alzas y empinamientos en las curvas de tasas de interés causarán estragos sobre el segundo. Sucintamente, una estrategia de inversión que pondere de igual forma al *value* y al *growth* en el portafolio es, por el momento, la recomendación más razonable.

Mientras que las altas inflaciones favorecen a activos reales, exceptuando el oro.

A su vez, un entorno de inflación aún alta beneficia a los activos reales (materias primas, REITS) con la salvedad del oro, dado el discurso notoriamente menos relajado de la FED. Lo análogo ocurre con los TIPS, que podrían verse doblemente perjudicados tras iniciarse la reducción de la hoja de balance de la FED. El crédito no ofrece mucho valor en un entorno de tasas al alza y desaceleración, pero si lo segundo prueba ser más serio de lo anticipado, los papeles corporativos con grado de inversión podrían verse beneficiados, al igual que el dólar.



# Capítulo 2: CICLO ECONÓMICO

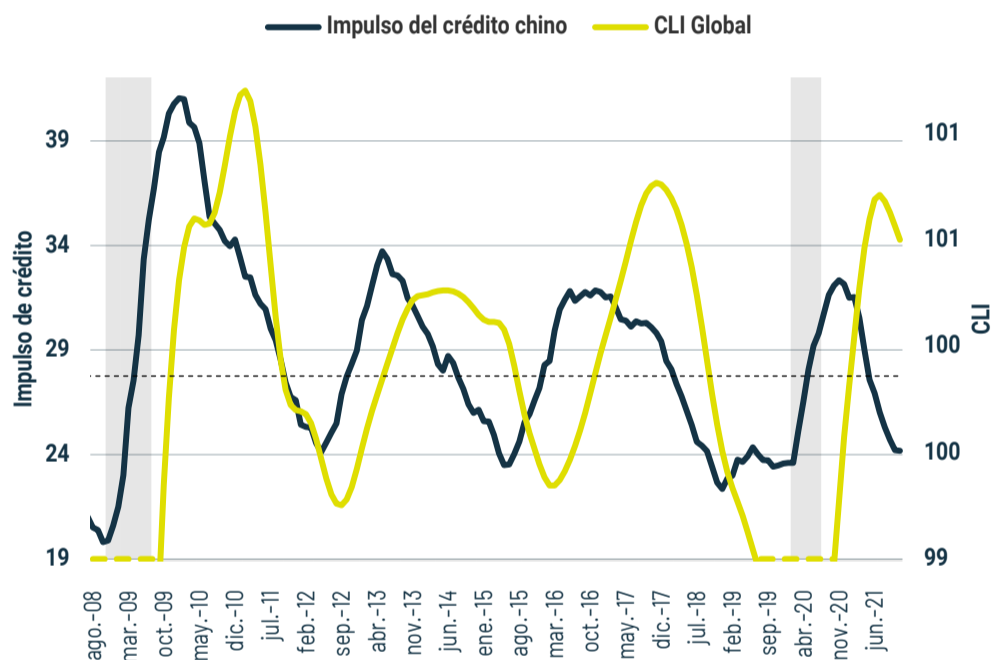
Los indicadores adelantados anticipan un punto de inflexión en los primeros meses del año. Sin embargo, es conveniente esperar que los datos de actividad lo confirmen.

A partir de agosto del 2021 los indicadores adelantados de ciclo económico han retrocedido, marcando un punto de inflexión a ocurrir entre enero y abril del presente año para la actividad global. Esta señal era de esperarse, toda vez que el impulso del crédito en China, indicador líder de crecimiento mundial, acumuló once meses de retroceso a partir de fines de 2019 (figura 5). Por sí mismo, esto motivaría una postura mucho más defensiva en la estrategia de inversión, es decir, una que sobrepondere la renta fija. Sin embargo, dado que el indicador de impulso de crédito muestra señales incipientes de recuperación, y dado el enorme riesgo que suponen para las tasas una FED diametralmente más agresiva, es conveniente aguardar a que los datos de actividad y expectativas de utilidades validen lo que los indicadores adelantados nos dicen.

## Ciclo económico e impulso de crédito chino

Fuente: Bloomberg y OCDE

Figura 5.



La desaceleración podría ser suave gracias a los esfuerzos de China por estabilizar su economía.

Como se mencionó previamente, el retiro de estímulos fiscales, monetarios y crediticios, y los choques de oferta que la pandemia sigue provocando, vaticinaban el fin del ciclo de recuperación y expansión arrancado en mayo de 2020. Sin embargo, en la etapa de desaceleración que se aproxima —caracterizada por una FED dispuesta a retirar con rapidez el exceso de liquidez y por los vaivenes de la pandemia global—, la política de estabilización en China representa el mejor augurio para estar precavidamente optimistas. Si a ello sumamos acciones efectivas para acabar con la proliferación del virus, el panorama podría cambiar para este año, y los siguientes, de forma radical.



Megatendencia	Visión actual	Visión anterior	Justificación
 <p><b>Desglobalización/ Régimen bipolar</b></p>	→	↑	<p>La reaproximación comercial entre EE. UU. y Europa contrasta con el enfriamiento de las relaciones con China. El déficit comercial del país norteamericano con el asiático no para de crecer, haciendo políticamente inviable la relajación de la primera fase del acuerdo comercial entre ambos países, pese a sus nulos resultados, disrupciones, carestía y encarecimiento, todos ellos agudizados por la pandemia. Por el lado amable, tanto China como Taiwán han mostrado interés en incorporarse al TPP, lo que eventualmente podría desinhibir una relajación comercial entre EE. UU. y sus socios comerciales en el Pacífico como respuesta.</p>
 <p><b>Automatización/ Digitalización</b></p>	↑	→	<p>La inversión parece reactivarse a nivel mundial como respuesta a la necesidad de crear cadenas de suministro más robustas y antifrágiles. La pandemia tuvo un efecto pernicioso sobre la automatización manufacturera debido a la postergación de cualquier plan de expansión de capacidad. Esto parece estar quedando atrás, dadas las proyecciones de instalaciones robóticas en EE. UU. y Asia, primordialmente. La prolongación de la pandemia debido al surgimiento de las variantes delta y ómicron sigue impactando los patrones de consumo, ocio y trabajo que han beneficiado sobradamente esta ola de digitalización.</p>
 <p><b>Populismo/ Polarización</b></p>	↑	↑	<p>Como se anticipó, este proceso transversal de pauperización democrática y política ensució severamente la opinión de amplios sectores poblacionales sobre la vacuna y el uso de cubrebocas, deteriorando la pendiente de vacunación y alimentando la tercera y actual cuarta ola de contagio global. A un año del arribo de las vacunas, solamente el 50% de la población mundial cuenta con el esquema básico de inoculación y el 7% la dosis de refuerzo, la cual, se estima necesaria para enfrentar con éxito la variante ómicron.</p> <p>Por otro lado, en EE. UU. vemos un presidente crecientemente impopular y perdiendo terreno frente a un republicanismo cada vez más rancio y tribal. La derrota del paquete demócrata de gasto social es una señal ominosa de cara a las elecciones intermedias de este año.</p> <p>En nuestra región, el populismo sigue su paso secular, instalándose con fuerza en Chile y Perú, y amenazando con hacerlo en Brasil y Colombia, según encuestas recientes.</p>
 <p><b>Desigualdad</b></p>	→	→	<p>Los efectos más severos de la pandemia sobre la equidad están quedando atrás dada la vigorosa recuperación salarial y laboral en los estratos de bajo ingreso. Sin embargo, inflaciones persistentemente altas han carcomido parte de esas ganancias y amenazan con ser una nueva fuente de descontento e inestabilidad. En EE. UU. la derrota del paquete de gasto social y de un nuevo esquema de tributación corporativo y a familias de altos ingresos representa una oportunidad perdida para la mitigación de este proceso. Caso contrario a China, donde un nuevo eje de gobierno adoptado por las autoridades pretende atacar la alta desigualdad en aquel país.</p>

Megatendencia

Visión actual

Visión anterior

Justificación



**Solidez monetaria y fiscal**



El fuerte repunte de la inflación ha provocado una reacción en cadena entre los principales bancos centrales del mundo. El más importante, la FED, ve una ventana de *tapering* de tan solo tres meses, tres incrementos en la tasa de referencia y una eventual reducción de su hoja de balance. El déficit fiscal estará presionado en este país por razones estructurales que seguirán sin atenderse, y también por la aprobación de un paquete de infraestructura de 500 mil millones de dólares, pero la perspectiva ha mejorado en el margen con el rechazo del paquete de gasto social, que en algún momento fue de 3.4 billones de dólares. Anuncios de estímulos adicionales fueron dados a conocer en Japón, Alemania, Italia y China por razones de estabilización y recuperación de la dinámica de crecimiento.



**Demografía y productividad**



La evidencia acumulada hasta ahora revela que la pandemia está teniendo un impacto negativo y material sobre las tasas de fertilidad, agudizando las malas proyecciones demográficas en varias naciones de relieve. Asimismo, la participación laboral no muestra visos de mejora sustantiva pese a las campañas de inoculación y el retiro de apoyos, en especial en EE. UU. Su efecto sobre la productividad ha sido claramente negativo en su registro trimestral más reciente: el crecimiento en esta economía se está fincando exclusivamente en más horas trabajadas. Tal parece que cualquier ganancia derivada de esquemas virtuales de trabajo, optimización de los insumos y normalización tras la recesión de marzo-abril de 2020 está más que incorporada. Debido a los límites naturales de una expansión de las horas trabajadas en un ambiente de baja participación laboral por la prolongación de la pandemia, el crecimiento deberá provenir de mayor inversión productiva.



**Sustentabilidad**



Como era de esperarse, 2021 fue un año de severos desastres naturales, con un costo aproximado de 283 mil millones de dólares. El huracán Ida y fuertes inundaciones en Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo fueron los más notorios.

El COP26 ofreció algunos compromisos importantes respecto a los esfuerzos de mitigación y conservación medioambiental, incluyendo reforestación y abatimiento de la emisión de metano, así como acuerdos para acabar con el financiamiento extranjero de proyectos de petróleo y gas (en el que China era un importante actor). EE. UU. aprovechó el foro para levantar los aranceles que tenía sobre el aluminio y acero europeos al ser menos intensivos en carbono que otras regiones, como China.

El gigante asiático incrementó fuertemente la producción de carbón para hacer frente a sus altos costos y normalizar el suministro eléctrico. Es una muestra de que, a pesar de los acuerdos y compromisos internacionales que se suscriban, si estos no vienen acompañados de medidas coercitivas, los incentivos económicos y domésticos de corto plazo prevalecerán en entornos de carestía, como los que la pandemia ha ocasionado.

Sin menoscabo de lo anterior, el panorama no es negativo. El 2021 registró un notable incremento global en la instalación de turbinas eólicas y parques solares; además, cerca de 100 reactores nucleares han sido ordenados o están en fase de planeación (actualmente existen 440 alrededor del mundo). Todo esto ilustra los esfuerzos globales por abandonar gradualmente la dependencia de los combustibles fósiles.

**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.



[Regresar a la tabla de contenidos](#)