

INFORME ECONÓMICO

Zúrich, 11 de marzo de 2021

Nº1

En este número

- Perspectivas Económicas y de Mercados (pág. 1)
- Portafolios Discrecionales (pág. 7)
- Burbujas Financieras (pág. 9)

Perspectivas Económicas

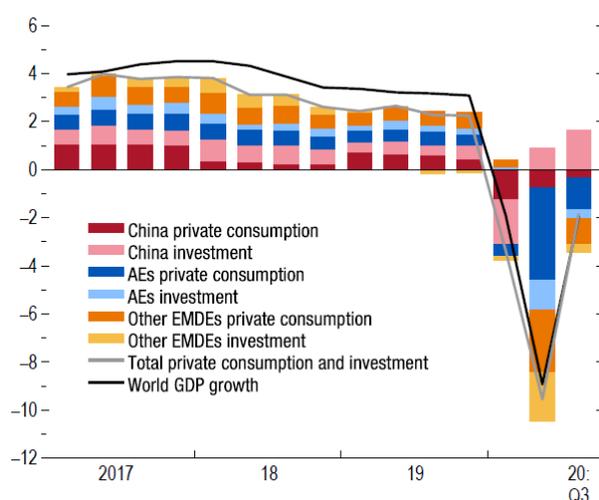
El panorama económico ha estado marcado por la crisis sanitaria derivada del COVID-19 y los impactos de los confinamientos en la economía global. Los gobiernos y los bancos centrales implementaron una extensa serie de medidas de política fiscal y monetaria con el fin de contrarrestar los efectos negativos de la pandemia en la economía y de estabilizar los mercados financieros. Sin embargo, las medidas de confinamiento han afectado profundamente la oferta y la demanda agregada. Por el lado de la oferta, el uso de la capacidad productiva ha sufrido una contracción importante y, por el lado de la demanda, el consumo se ha visto afectado por el debilitamiento del mercado laboral y la incertidumbre asociada a la pandemia.

La propagación global del COVID-19 constituye un choque exógeno sin precedentes que condujo al cierre temporal de empresas a lo largo de la inmensa mayoría de los sectores productivos a nivel mundial y, en ciertos casos, a las quiebras corporativas. Las medidas de confinamiento impuestas en casi todas las geografías condujeron a una fuerte reducción en la demanda de servicios que, a su vez,

reforzó la contracción del comercio global y de la actividad económica en general.

Ante menores ingresos y la incertidumbre sobre la rapidez de la recuperación, las empresas se han visto obligadas a recortar costos fijos como los de nómina, lo cual ha traído un incremento de la tasa de desempleo. El desequilibrio en el mercado laboral tiene implicaciones desfavorables en las decisiones de consumo de los hogares y por ende en la demanda agregada. Asimismo, la contracción de la inversión privada ha tenido implicaciones negativas en la inversión. Ver gráfico 1.

(Gráfico 1) Contribuciones del consumo y la inversión al crecimiento del PIB mundial (puntos porcentuales, anualizado)



AEs= economías avanzadas; EMEs= economías de mercados emergentes y en desarrollo
Fuente: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, enero 2021

En el 2020, todo esto se dio en un contexto macro-financiero de madurez del ciclo expansivo, luego de una década de crecimiento con políticas monetarias

heterodoxas soportando a la economía y los mercados globales, que habían llevado a valoraciones un tanto ajustadas en algunos activos financieros.

La actual crisis tiene una naturaleza diferente a lo que conocíamos históricamente tanto en el plano económico como en el financiero, y podría convertirse en un punto de inflexión del cual surjan cambios abruptos en la sociedad. Asimismo, la incertidumbre con respecto al rumbo de la crisis sanitaria es un factor que perturba el panorama macroeconómico y que impacta negativamente en las expectativas sobre las ganancias corporativas futuras y por consiguiente en las decisiones de inversión de las empresas.

Para el 2021, el panorama macroeconómico seguirá determinado por las consecuencias y los riesgos derivados de la pandemia. No obstante, esperamos una sólida recuperación económica global, la cual debería estar ligada no sólo al continuo soporte de política económica de los gobiernos, sino al proceso global de vacunación y, por ende, al progreso en los niveles de inmunización contra el COVID-19, cuyos avances producirán un relajamiento de las restricciones a la movilidad impuestas tanto a nivel doméstico como internacional, al igual que un sostenido rebote del comercio mundial de bienes y servicios.

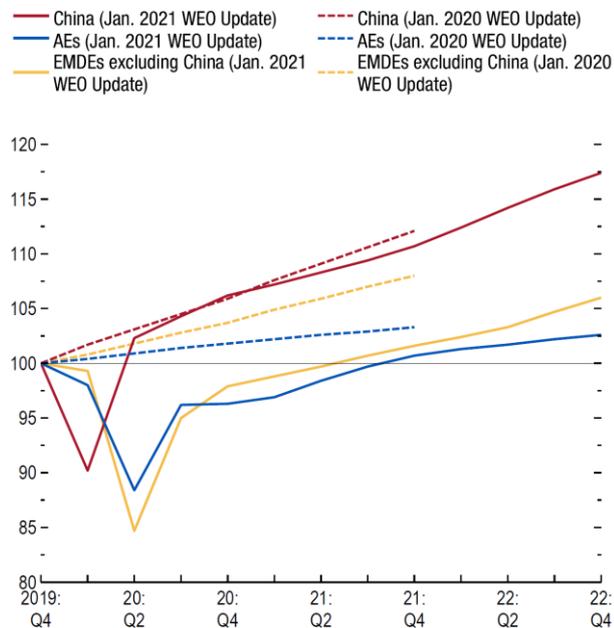
En términos generales, el desenvolvimiento de la pandemia y sus consecuencias seguirán siendo el factor de mayor relevancia al momento de hablar de las perspectivas para la economía global. La segunda oleada, en parte, derivada del relajamiento de las políticas de confinamiento, ha puesto en evidencia las dificultades que tienen los países para

controlar y mantener bajos los niveles de infecciones. Por otra parte, mantener cuarentenas y políticas de distanciamiento social por periodos más extensos y con un carácter más estricto sería un obstáculo para la recuperación económica.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) en su reporte de enero 2021 *Perspectivas de la Economía Global* estima una contracción de la economía mundial de -3.5% en 2020, lo que representa una mejora respecto al crecimiento esperado de -4.4% del informe octubre. Según sus estimaciones, la recuperación en 2021 será divergente en las diferentes geografías. De acuerdo con sus proyecciones, el crecimiento global se estaría situando en +5.5% para el año 2021, lo cual representa, con respecto a su reporte de octubre, un ajuste al alza de 0.1% para este año.

En cuanto a las economías avanzadas, el FMI estima una contracción de -4.9% para el 2020 y un crecimiento de +4.3% para 2021. Según el FMI, para las economías de los mercados emergentes y en desarrollo se estima una contracción de -2.4% en 2020 y un crecimiento de +6.3% para el 2021. En Latinoamérica, los efectos de la pandemia han sido más fuertes y, según el FMI sus dos economías principales, Brasil y México, se habrían contraído en 2020 en -4.5% y -8.5% respectivamente. Ver gráfico 2.

(Gráfico 2) Recuperaciones divergentes: Previsiones del informe WEO para las Economías avanzadas y economías de mercado emergentes y en desarrollo (Ind. 2019: Q4 = 100)



AEs= economías avanzadas; EMDEs= economías de mercados emergentes y en desarrollo
WEO= World Economic Outlook
Fuente: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, enero 2021

A pesar de que parte de la alta cifra de crecimiento para este año se deberá a un efecto base, producto de la aguda contracción del 2020, la disponibilidad de varias vacunas viables y el inicio de los procesos de inmunización, sugieren la cercanía del control de la pandemia. Sin embargo, la rapidez de la recuperación global será desincronizada debido a factores como:

- Las diferencias estructurales.
- Niveles variables de soporte de la política económica.
- Acceso a las vacunas.
- Rapidez en el desmonte de las medidas de confinamiento.

El FMI no proyecta que las economías crezcan por encima de su potencial antes del 2022 por lo cual espera una tasa de inflación por debajo

de la tasa objetivo de los bancos centrales de 1.5% en las economías avanzadas, y por encima del 4% para las economías de los mercados emergentes y en desarrollo. No obstante, el FMI supone un repunte de los precios de las materias primas en el 2021 debido al mejoramiento de la actividad económica. Por otra parte, con una perspectiva de largo plazo, y en un contexto de crecimiento económico, surgen ciertos interrogantes sobre los efectos de las políticas económicas expansivas implementadas para contrarrestar la crisis sanitaria en términos de las expectativas de inflación.

Implementación de Políticas Económicas sin Precedentes

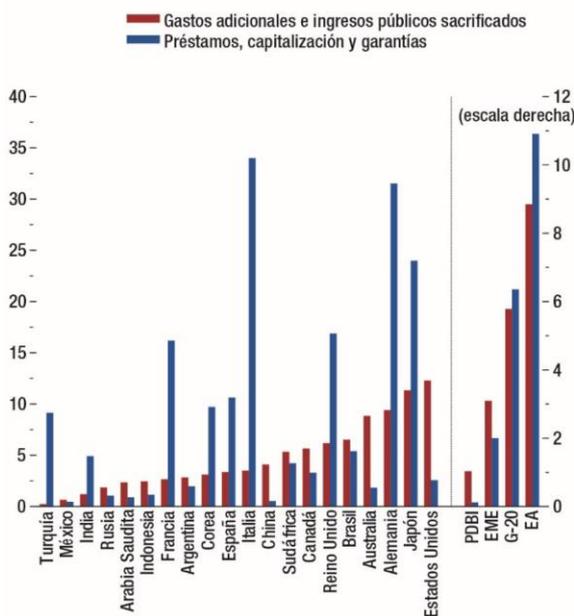
Desde finales del primer trimestre del 2020, gobiernos y bancos centrales del mundo entero pusieron en marcha una extensa serie de medidas de política fiscal y monetaria altamente expansivas con el fin de contrarrestar los efectos negativos de la pandemia y estabilizar los mercados financieros.

El resurgimiento del expansionismo fiscal

Para poder contrarrestar los efectos provenientes de las medidas de confinamiento y distanciamiento que obstaculizan la actividad económica, los gobiernos se vieron forzados a incrementar medidas de emergencia y soporte fiscal. En su reporte de junio de 2020 el FMI estimó que estas medidas fiscales sin precedentes alcanzarían un tamaño total global aproximado de USD 11 billones. En el mismo reporte, el FMI estima que para el 2021 la deuda pública mundial superará su máximo histórico por encima del 100% del PIB global debido a que aproximadamente dos tercios de todos los países han incrementado el apoyo fiscal.

El objetivo de la política fiscal en las economías avanzadas se centra en crear una compensación de ingresos, dar soporte a la liquidez y crear condiciones financieras favorables para la generación de crédito y de esta forma limitar las quiebras. Ver Gráfico 3.

(Gráfico 3) Medidas fiscales de los países en respuesta a la pandemia de COVID-19 (en porcentaje del PIB)



Fuente: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, junio 2020

No obstante, en el largo plazo estas medidas fiscales altamente deficitarias podrían acarrear un fuerte riesgo fiscal y conllevar a presiones inflacionarias.

Política monetaria ultra acomodaticia

Dado el carácter global de la crisis, se requirió de cierto nivel de coordinación supranacional en la política económica. Esto ocurrió con los bancos centrales desarrollados, los cuales inyectaron al sistema cantidades de liquidez sin precedentes, con el fin de moderar los efectos negativos de la pandemia sobre los agentes económicos y estabilizar los mercados financieros.

Muchos de ellos ubicaron sus tasas de interés cerca de 0.00% o mantuvieron sus tasas negativas con el fin de generar las condiciones financieras favorables para el buen funcionamiento del mercado monetario y de la actividad crediticia.

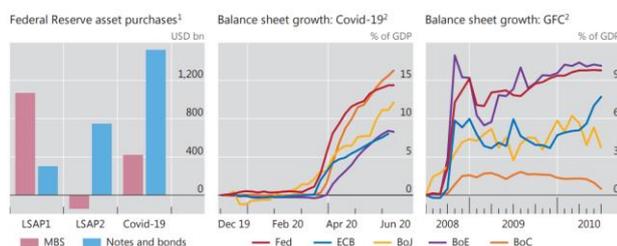
En marzo de 2020 la **Reserva Federal de los Estados Unidos** (Fed) bajó su tasa de referencia al rango de 0.00%-0.25%, un mínimo histórico que no se observaba desde la Crisis Financiera Global (CFG) de 2008 - 2009. De igual forma, esta entidad ha venido incrementando notablemente los activos de su balance a través de su programa de flexibilización cuantitativa (QE). A finales del 2020 el total de activos alcanzó USD 7'400'000 millones, un nivel muy superior al alcanzado en la CFG. Ante la persistentemente alta tasa de desempleo y una baja inflación, se espera que la Fed continúe con las compras de activos vía QE y que mantenga los niveles de tasas actuales al menos hasta 2023. Según las declaraciones de la Fed, esta política expansiva podría sostenerse incluso ante repuntes transitorios de la inflación.

Sin embargo, el actual incremento de los rendimientos de los Bonos del Tesoro de largo plazo, producto de las expectativas en torno a las presiones inflacionarias que generaría los estímulos en Estados Unidos, podría llevar a la Fed a comenzar su proceso de normalización antes de lo esperado, aunque esto también dependerá del desempeño de variables macro como la inflación, el desempleo y el crecimiento. En este contexto, la Fed cuenta con la posibilidad de realizar, de manera explícita, un control de la curva de rendimiento, enfilando toda su artillería a los plazos medios y largos de la curva para evitar un incremento de los rendimientos no sustentado en una recuperación sostenible de la economía.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE), si bien mantuvo sus tasas de referencia en territorio negativo, hizo cambios a su programa llamado *Target Longer-Term Refinancing Operation* (TLTRO), y anunció el *Pandemic Asset Purchase Programme* (PEPP), con la finalidad de otorgar mayor liquidez al sistema. Actualmente el programa de emergencia de compra de activos (PEPP) asciende a un total de 1'850'000 millones de euros. Al igual que la Fed, el BCE ha indicado su disposición a entregar la liquidez necesaria para garantizar el funcionamiento del mercado financiero y monetario.

Asimismo, los bancos centrales de las demás economías avanzadas han implementado políticas monetarias expansivas convencionales y no convencionales para mitigar los efectos negativos de la pandemia y garantizar las condiciones necesarias para el normal funcionamiento de los mercados. La respuesta de los bancos centrales no tiene precedente en la historia y ha sido mucho más agresiva que durante la CFG del 2009. Ver gráfico 3.

(Gráfico 3) Cuadro izquierdo: compra de activos financieros de la Fed (USD billones); Cuadro central: crecimiento del balance de los principales bancos centrales en porcentaje del PIB como respuesta al Covid-19. Cuadro derecho: crecimiento del balance de los principales bancos centrales en porcentaje del PIB como respuesta a la crisis financiera global (GFC)



Nota: Cuadro izquierdo: Fed compra de activos financieros: columna azul (compra de bonos); columna roja (compra de bonos respaldados por hipotecas -MBS-). Cuadro central y derecho: línea azul (BCE), línea roja (Fed), línea amarilla (Banco de Japón -Boj-) línea morada (Banco de Inglaterra -BoE-), línea anaranjada (Banco Popular de China -PBOC-). (2) Cambios acumulados en el tamaño total del balance desde diciembre de 2019 (cuadro central, semanal) y desde junio de 2008 (cuadro derecho, mensual). En porcentaje de la suma móvil de cuatro trimestres del PIB trimestral; a partir de abril de 2020, suma del PIB del segundo trimestre de 2019 al primero de 2020.

Fuente: BIS, Annual Economic Report, June 2020

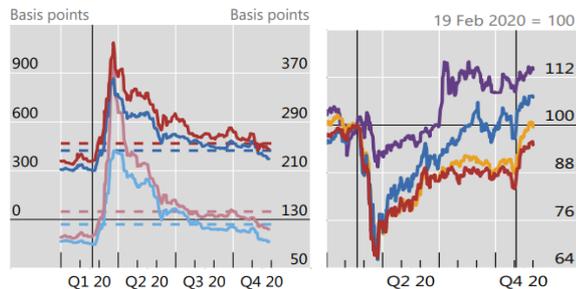
Mercados Financieros

¿Qué impulsó las valoraciones de los mercados financieros en 2020?, y ¿que esperar para el 2021?

Las valoraciones de los activos financieros respondieron principalmente a los estímulos derivados de la implementación de las medidas de política económica para mitigar los efectos negativos de la crisis sanitaria y para estabilizar los mercados. Los rendimientos referenciales de la renta fija tendieron a la baja, esto debido al carácter expansivo de los bancos centrales. Los programas de flexibilización cuantitativa condujeron a que los diferenciales de crédito se contrajeran y a que las cotizaciones en el mercado de renta variable se vieran favorecidas. Por consiguiente, la caída de los rendimientos provocó un alza en los precios de los bonos, y a su vez los rendimientos ofrecidos en el mercado de renta fija favorecieron la apreciación de activos de riesgo como las acciones, en especial las del sector tecnológico.

En 2020 el índice MSCI AC World, que representa el mercado global de renta variable, recuperó las pérdidas observadas durante marzo y terminó apreciándose un +14.05%, mientras que la tasa de rendimiento del bono del tesoro americano a 10 años disminuyó 100 puntos básicos (de 1.91% a 0.91%). Ver gráfico 4.

(Gráfico 4) Cuadro izquierdo: Diferenciales de crédito de bonos corporativos; Cuadro derecho: Mercados de renta variable globales



Nota: Cuadro izquierdo: línea azul USA, línea roja Europa: bonos corporativos alta rentas (escala izquierda); Bonos corporativos grado de inversión (escala derecha). Cuadro derecho: línea azul (USA), línea roja (economías avanzadas, excluido USA), línea amarilla (economías de mercados emergentes y en desarrollo; excluido China) línea morada (china)

Fuente: BIS, Quarterly Review, December 2020

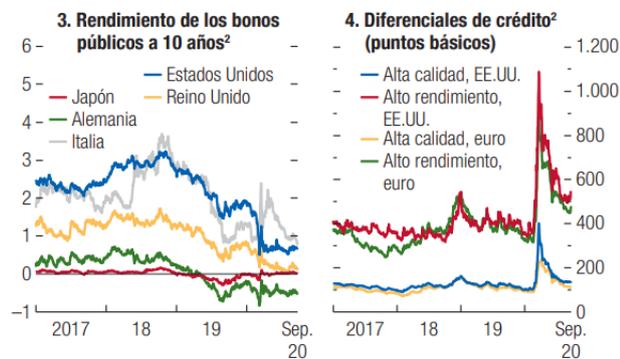
En este contexto, a pesar de que, a inicios de 2020 en los Estados Unidos las valoraciones lucían más justas y menos atractivas que en otras regiones, sus índices bursátiles superaron al desempeño anual de otros países. Si evaluamos el comportamiento de los mercados bursátiles en dólares, el Índice Standard & Poor's (S&P) 500 subió +18.4%, por su parte, el MSCI de Japón +14.9% y el MSCI EM de los mercados emergentes +18.7%. Entre tanto, el índice MSCI europeo se valoró +5.9%.

No obstante, el buen desempeño del mercado de renta variable, las cifras de crecimiento de los beneficios empresariales estadounidenses colapsaron en 2020. Según el informe de Factset, el cual recoge 90% de las empresas del Índice S&P 500, el 63% de las compañías reportaron una contracción de sus beneficios. Solo cuatro sectores de once presentaron un crecimiento positivo: el sector salud, el sector de tecnología, el sector de consumo básico y el sector de servicios públicos. Mientras que el sector más afectado fue el energético. De otra parte, se observó un declive en las ventas. En este contexto se entreve una aparente desconexión entre el comportamiento y las expectativas para la economía real y el optimismo reflejado en el repunte de los mercados de renta variable.

Evaluando el fuerte repunte en el mercado de acciones, particularmente el estadounidense, y teniendo en cuenta el pobre desempeño de los beneficios, podemos inferir que las valoraciones en los mercados financieros están siendo soportadas por un incremento en el optimismo y por el apetito de riesgo de los inversionistas. Esto ha sido en parte impulsado por las políticas económicas implementadas desde el mes de marzo y la premisa por parte de los bancos centrales y gobiernos de continuar apoyando un proceso de recuperación económica. En otras palabras, un entorno de bajas tasas de interés y preanuncios de política monetaria flexible, acompañado de un aumento de la masa monetaria causado por grandes inyecciones de liquidez a través del sistema bancario y el mercado de crédito, contribuyeron a un ambiente de confianza y por consiguiente a un mejoramiento de las expectativas de ganancias de las empresas, lo cual ha repercutido y seguirá repercutiendo de forma positiva en la evolución de los mercados financieros.

Pasemos ahora a analizar el **mercado de renta fija**. En 2020 este reportó un excelente desempeño en términos de sus valoraciones. Igualmente, se observó una fuerte caída en los rendimientos de los bonos del tesoro americano y una contracción de los diferenciales de crédito de la deuda pública y corporativa. Ver gráfico 5.

(Gráfico 5) Rendimiento de los bonos soberanos y diferenciales de crédito



Nota: Cuadro de la izquierda: Rendimientos de los bonos soberanos en porcentaje hasta el 20 Sep. 2020. Cuadro de la derecha: la línea azul representa los diferenciales para bonos de alta calidad americanos, la línea amarilla para los bonos de alta calidad europeos, la línea roja para de alto rendimiento americanos y la línea verde para los bonos de alto rendimiento europeos.

Fuente: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, oct.2020

En 2020 se observó un ajuste a la baja en los rendimientos de los bonos del tesoro americano para el rango de 10 años y más largo plazo. Lo cual se tradujo en un cierto aplanamiento de la curva. El rendimiento del bono del tesoro americano con vencimiento a dos años cayó -145 puntos básicos, de 1.56% a 0.11% al cierre del 2020, mientras que el de 10 años bajó -100 puntos básicos, de 1.92% hasta 0.91% respectivamente. Estos movimientos en la curva de rendimientos y los programas de flexibilización cuantitativa de los bancos centrales conllevaron a que las valoraciones de los bonos subieran y por ende generaran retornos atractivos.

Las valoraciones de los bonos de grado de inversión se incrementaron debido a una fuerte caída en los rendimientos de los bonos del tesoro americano y una contracción de los diferenciales de crédito de la deuda corporativa a nivel global. A su vez, los programas de flexibilización cuantitativa emprendidos por los bancos centrales incrementaron la demanda por bonos empujando adicionalmente las valoraciones.

El segmento de deuda corporativa de alto rendimiento en dólares se ha visto beneficiado

por los siguientes factores: 1) la disminución de los rendimientos referenciales, 2) la reducción de las primas de riesgo y 3) la búsqueda de mayores rendimientos.

Sin embargo, en lo que va del 2021 los rendimientos de largo plazo del bono del tesoro de diez años han repuntado debido a las expectativas en torno a las presiones inflacionarias que podrían generar los estímulos en Estados Unidos. No obstante, esta tendencia estará limitada por el desempeño de variables macro como la inflación, el desempleo, el crecimiento y probablemente por medidas de política monetaria no convencional como la posibilidad de que la Fed realice, de manera explícita, un control de la curva de rendimiento.

En términos generales, las actuales valoraciones dejan entrever una aparente desconexión entre el comportamiento y las expectativas para la economía real y el optimismo reflejado en el repunte de los mercados financieros. Por lo cual es importante mantener una estrategia diversificada.

Portafolios Discrecionales

Las siguientes tablas muestran los rendimientos porcentuales para los cuatro trimestres del año 2020, así como el rendimiento acumulado del año 2020.

Portafolios globales compuestos por fondos mutuales

Carteras Modelo		1er tri. 2020	2do tri. 2020	3er tri. 2020	4to tri. 2020	Año 2020
GLOBALES USD	Moderado	-8.3	9.3	3.5	5.9	9.8
	Moderado 1,5X	-11.9	12.9	4.7	8.2	12.7
	Equilibrado	-13.1	12.9	4.6	9.2	12.1
	Crecimiento	-16.4	14.7	5.2	10.9	12.0
	Dinámica	-13.2	12.7	4.5	9.0	11.5
	Conservador	-3.4	5.5	2.1	2.9	7.1
GLOBALES EUR	Moderado	-7.9	7.9	3.1	4.2	6.7
	Moderado 1,5X	-11.1	11.2	4.2	5.8	9.1
	Equilibrado	-11.7	13.8	5.3	7.6	13.8
	Crecimiento	-15.3	15.2	6.2	9.4	13.4

1) Desempeños basados en rendimiento total de los fondos mutuales subyacentes. Retornos en portafolios personales pueden ser diferentes. Los desempeños históricos no garantizan desempeños futuros.

Portafolios de renta fija compuestos por bonos individuales

Carteras Modelo		1er tri. 2020	2do tri. 2020	3er tri. 2020	4to tri. 2020	Año 2020
Portafolios de Renta Fija	Portafolio de Renta Fija (FIP) 2-5	-8.8	10.9	2.2	2.5	5.9
	Portafolio de Renta Fija (FIP) 5-10	-10.4	14.1	3.1	4.8	10.5
	Portafolio de Renta Fija (FIP) 8-12	-10.2	13.6	4.2	8.9	15.8

1) Desempeños no incluyen reinversión de cupones. Retornos en portafolios personales pueden ser diferentes. Los desempeños históricos no garantizan desempeños futuros.

Los portafolios de renta fija tuvieron un excelente desempeño en 2020. La estrategia con una estructura de vencimientos entre 8 y 12 (FIP 8-12) años superó a las demás estrategias obteniendo un rendimiento de 15.8%. La estrategia con vencimientos entre 5 y 10 años (FIP 5-10) alcanzó un rendimiento de 10.5%, mientras que la estrategia con vencimientos de corto plazo, entre 2 y 5 años (FIP 2-5) obtuvo un rendimiento de 5.9%. Las valoraciones de los bonos de grado de inversión se incrementaron debido a una fuerte caída en los rendimientos de los bonos del tesoro americano y una contracción de los diferenciales de crédito de la deuda pública y corporativa a nivel global.

Las siguientes tablas muestran los rendimientos anuales para periodos que terminan el 31 de diciembre del 2020.

Portafolios de renta fija compuestos por bonos individuales

Carteras Modelo		Rendimiento Anualizado			
		1 año	2 años	3 años	desde inicio
Portafolios de Renta Fija	Portafolio de Renta Fija (FIP) 2-5	5.9	7.2	4.9	4.5
	Portafolio de Renta Fija (FIP) 5-10	10.5	12.8	8.0	7.4
	Portafolio de Renta Fija (FIP) 8-12	15.8	16.7	9.5	8.1

1) Desempeños no incluyen reinversión de cupones. Retornos en portafolios personales pueden ser diferentes. Los desempeños históricos no garantizan desempeños futuros.

Portafolios globales compuestos por fondos mutuales

Carteras Modelo		Rendimiento Anualizado			
		1 año	3 años	5 años	desde inicio
GLOBALES USD	Moderado	9.8	4.9	5.7	5.1
	Moderado 1,5X	12.7	5.4	7.0	5.2
	Equilibrado	12.1	5.8	7.1	6.3
	Crecimiento	12.0	5.4	6.9	5.9
	Dinámica	11.5	5.3	6.6	5.2
	Conservador	7.1	3.8	2.9	1.8

GLOBALES EUR	Moderado	6.7	2.5	n.a.	3.7
	Moderado 1,5X	9.1	3.2	n.a.	5.3
	Equilibrado	13.8	4.2	n.a.	6.5
	Crecimiento	13.4	3.7	n.a.	6.8

1) Desempeños basados en rendimiento total de los fondos mutuales subyacentes. Retornos en portafolios personales pueden ser diferentes. Los desempeños históricos no garantizan desempeños futuros.

Todos los portafolios tuvieron un desempeño muy favorable después de la fuerte corrección que experimentaron los precios de activos de riesgo durante el mes de marzo del año pasado. Las medidas de política monetaria expansivas convencionales y no convencionales de los bancos centrales

contribuyeron sustancialmente al retorno total de los portafolios y específicamente a la revalorización de la renta fija.

El Portafolio Moderado avanzó 9.8%. El Portafolio Moderado con apalancamiento 12.7%. El Portafolio Equilibrado 12.1% y el Portafolio de Crecimiento 12.0%. El Portafolio Dinámico, ubicado en la estrategia equilibrada, avanzó 11.5% mientras que la estrategia conservadora, que tiene como objetivo la preservación del capital alcanzó un retorno del 7.1%.

Las rentabilidades de los Portafolios Globales en euros reflejan en gran medida las cifras alcanzadas por los Portafolios Globales en dólares, descontado el costo de la cobertura por riesgo cambiario.

Durante el segundo trimestre, aumentamos en los portafolios Moderados y Equilibrados la exposición a bonos corporativos US beneficiados del soporte fiscal y monetario. En paralelo, incrementamos la duración de los portafolios.

A inicio de junio reemplazamos en los portafolios de crecimiento en dólares la exposición a renta variable europea con cobertura de riesgo cambiario por una clase de inversión sin cobertura. Esta mediada táctica refleja una postura más positiva hacia el Euro y toma en cuenta el supuesto de que la disminución del diferencial de tasas entre ambas monedas reduce el atractivo del dólar.

En los portafolios conservadores aumentamos ligeramente la duración reduciendo posiciones en fondos de renta fija de corta duración y

añadiendo un gestor de renta fija con un mandato flexible.

Durante el tercer trimestre, en el contexto de un acuerdo histórico de la Unión Europea para crear un fondo de 750'000 millones de euros para reactivar la economía y tomando en cuenta las valoraciones atractivas en el mercado europeo, aumentamos la exposición a renta variable europea en los portafolios equilibrados. Al mismo tiempo incrementamos ligeramente la posición en acciones japonesas. Para financiar estas compras redujimos la posición en un fondo de acciones globales de alta capitalización y en un fondo de renta variable de mercados emergentes.

En el último trimestre aumentamos aún más las posiciones en renta variable europea en los portafolios equilibrados y de crecimiento. Para esto redujimos la ponderación en fondos con exposición a grandes empresas tecnológicas. En términos generales consideramos que el mercado de renta variable europeo tiene valoraciones atractivas. Asimismo, consideramos que por su carácter cíclico (sobre ponderación en sectores como el industrial, financiero o de materiales básicos), el mercado europeo debería beneficiarse de la recuperación de la actividad económica y por ende presentar retornos favorables.

Burbujas Financieras

En el presente artículo trataremos de explicar desde una óptica teórica ¿qué son y cómo se crean las burbujas de precios en los activos financieros?

El mecanismo de precios en mercados que tienden a un equilibrio estable

De acuerdo con la teoría económica la mayoría de los mercados se caracterizan por tender a una condición de equilibrio estable, donde las fuerzas del mercado llevan a que se logre un precio de equilibrio, que permite que la cantidad demandada de un bien o servicio sea igual a la cantidad ofrecida. Dentro de este modelo, un exceso de demanda es ajustado por un aumento en el precio de equilibrio e igualmente un exceso de oferta es corregido por una reducción del precio de equilibrio

La dinámica de una burbuja de precios

Imaginémonos un escenario hipotético donde compradores y vendedores basan sus expectativas sobre el precio futuro de un activo, en la tasa de variación de su precio actual. Si el precio sube, interpretarían este incremento como una señal de que el precio continuará subiendo. Bajo estas circunstancias, si los compradores perciben un incremento en el precio presente, estarían dispuestos a aumentar su demanda al precio actual para evitar tener que pagar un precio más alto en el futuro. Mientras tanto los vendedores percibirían un incremento en el precio de hoy como una señal de que el precio en el futuro sería todavía más alto, por lo que estarían dispuestos a posponer la venta y así vender a un precio más alto en el futuro. Un aumento en la disposición por demandar en el presente combinado con una disminución en la disposición por ofrecer confirmaría las expectativas de los participantes acerca del precio futuro y haría que el proceso de aumento de precio se repitiera sucesivamente. Este escenario resultaría en una burbuja que se seguiría inflando hasta el momento en que un número crítico de los participantes

interpretara que estas expectativas de niveles de precios cada vez más altos no son sostenibles y decida romper la cadena. En consecuencia, la burbuja explotaría y el precio se desplomaría.

¿Qué es una burbuja especulativa?

Los precios no suben indefinidamente y muy rara vez caen a un nivel de cero, aunque pueden experimentar movimientos extremos, trayendo incertidumbre en cuanto a las valoraciones fundamentales y produciendo dinámicas en el mecanismo de formación de precios que finalmente no son sostenibles en el largo plazo. Denominamos burbujas especulativas los fenómenos de aumentos extremos y continuos de los precios de los activos hasta niveles que no reflejan su valor fundamental, es decir, no reflejan el valor presente de los flujos de caja futuros que se espera que genere el activo. A través de la historia hemos podido observar burbujas en diferentes mercados como el inmobiliario, el bursátil o el de materias primas. Las razones de esta anomalía son diversas. Algunos economistas las atribuyen a factores económicos como políticas monetarias expansivas acompañadas por un crecimiento excesivo del crédito. Otros como Robert Shiller (premio Nobel de economía en 2013) a factores no económicos como la exuberancia irracional: “Una burbuja es una epidemia social donde las señales sobre incrementos de precios conllevan a incrementos adicionales”. Un caso empírico que puede ilustrar la exuberancia irracional es el efecto que tienen las innovaciones, las cuales en muchos casos generan incertidumbre con respecto a qué tan valioso será el cambio tecnológico y por

consiguiente qué tanto debería aumentar el precio de los activos como sucedió en los años noventa con el precio de las acciones del sector tecnológico.

Las etapas de una burbuja

En la primera etapa es donde entra el dinero de los inversionistas especializados. Esta es seguida de una segunda fase donde los inversionistas institucionales comienzan a invertir y los precios de los activos inician su tendencia alcista. A medida que los medios de comunicación difunden los buenos resultados en el mercado de valores se entra en la tercera etapa donde el público en general también toma posiciones. La fiesta especulativa comienza y las inversiones apalancadas ayudan a que los precios sigan subiendo. En la cima de esta tercera etapa surge un nuevo paradigma que indica que los buenos rendimientos van a continuar, insinuando así que el valor de los activos siempre va a crecer. Lo anterior es potencializado por un ambiente de optimismo exagerado y la subestimación del riesgo. Para resaltar este paradigma citemos de nuevo a Robert Shiller: “la opinión en la cual la gente confía para hacer sus juicios económicos es a menudo como el hombre de humo (el protagonista de la novela surrealista *Il Codice di Perelà*), el cual está hecho de humo pero adquiere un carácter público y una autoridad que son construidas por la imaginación colectiva, hasta el momento en el que la percepción pública cambia y decide que el hombre de humo no es la fuente de la verdad y por consiguiente desaparece”.

El final de toda burbuja financiera deja pocos ganadores y muchos perdedores. La

minimización de los efectos negativos de una corrección dependerá de la calidad de la información y de la estrategia de inversión que se siga.

Avisos Legales

La información presentada es de carácter general y no constituye una oferta, solicitud, o recomendación personalizada para adquirir o disponer de alguna inversión, o para iniciar alguna transacción.

Esta publicación no está dirigida a ninguna persona que se encuentre en una jurisdicción donde por cualquier causa su publicación esté prohibida.

Usted acuerda que no publicará, difundirá, retransmitirá, reproducirá, o explotará comercialmente, el contenido de esta publicación. Sin embargo, usted podrá descargar e imprimir copias físicas para su uso personal.

La información contenida en esta publicación ha sido obtenida por Mercantil Bank (Schweiz) AG ("MBS") a partir de fuentes consideradas confiables. Si bien MBS ha tomado precauciones razonables para asegurarse de que la información es precisa en el momento de su publicación, MBS no garantiza la exactitud, fiabilidad e integridad de dicha información, la cual está sujeta a cambios sin previo aviso.

Al utilizar dicha información, usted libera y exonera a MBS de cualquier responsabilidad por pérdidas, daños y perjuicios, directos o indirectos, que puedan resultar de tal uso. La información suministrada en esta publicación no debe considerarse, por consiguiente, como una referencia única para las decisiones de inversión u otras que vaya a tomar. Por favor, consulte a su Gerente de Relación antes de tomar cualquier decisión sobre sus inversiones.