

INFORME ECONÓMICO

Zúrich, 12 de enero de 2023

N°1

En este número

- Perspectivas económicas y mercados financieros (pág. 1)
- Portafolios Discrecionales (pág. 9)
- Nota educativa: Movimiento en las tasas de interés y su impacto en la valoración de los activos financieros (pág. 12)

Perspectivas económicas y mercados financieros

Durante el 2022 hemos observado a la economía mundial finalmente desacelerarse luego de experimentar una sólida recuperación postpandemia, en buena parte impulsada por la reactivación de sectores económicos que habían sido severamente golpeados por la pandemia, y también gracias a la implementación de estímulos monetarios y fiscales que incentivaron la demanda.

No obstante, la dilación en el desmonte de muchas de estas medidas, en conjunto con una serie de choques de oferta que afectaron principalmente a los mercados energéticos, agrícolas, y de semiconductores, terminó naturalmente causando fuertes presiones inflacionarias, a lo largo y ancho del planeta, obligando a las autoridades monetarias a cambiar drásticamente el rumbo de sus

políticas con la finalidad de revertir los altos niveles de inflación, exacerbando de esta manera la desaceleración de la actividad económica mundial.

Según proyecciones del FMI (2022)¹, la economía global crecería solo 3.2% para el 2022 (vs 6.0% en 2021), y 2.7% para el 2023, experimentando una marcada desaceleración de la actividad económica. Por otro lado, se espera que la inflación global llegue a 8.8% para el 2022 (vs 4.7% en 2021), y a 6.5% y 4.1% para el 2023 y 2024, respectivamente.

Entorno macroeconómico: bajo crecimiento y alta inflación

Un entorno de bajo crecimiento económico y alta inflación constituye el escenario base para el 2023, año en el que se espera que aproximadamente un tercio de la economía mundial entre en recesión, con las principales economías del mundo mostrándose seriamente afectadas (a excepción de China e India), según el FMI (2022)¹.

Definiendo una recesión como dos caídas trimestrales consecutivas en el PIB real, se espera que EE.UU. entre en una recesión moderada durante la segunda mitad del 2023, mientras que Europa se estima que lo haga para el primer trimestre del 2023. Por su parte, China

¹ International Monetary Fund, World Economic Outlook (oct-2022)

sigue presentando niveles de crecimiento bastante inferiores a los promedios de los últimos 40 años (excluyendo la crisis del Covid19) a pesar de que en 2023 la actividad económica se prevea más dinámica que el año anterior. Por otro lado, también se espera que buena parte de los mercados emergentes, especialmente en América Latina, experimenten importantes desaceleraciones en 2023, con mejoras previstas en la segunda mitad del año (FMI, 2022)¹.

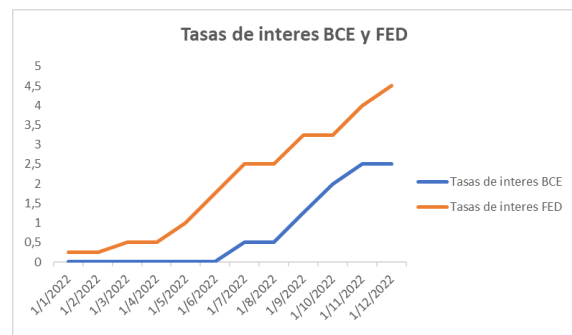
En este entorno macroeconómico, vemos a las autoridades monetarias entrampadas en la consecución de sus dos objetivos principales: generar estabilidad de precios y promover crecimiento económico. Dados los altos niveles de inflación actuales, éstas se encuentran obligadas a seguir implementando políticas monetarias restrictivas con la finalidad de contener las presiones inflacionarias, en detrimento de la demanda, limitando así, la capacidad de crecimiento de las economías a nivel mundial. En este sentido, exceptuando a China y Japón, se evidencia un buen nivel de coordinación o sincronización entre las autoridades monetarias del mundo con el objetivo de contrarrestar las presiones inflacionarias.

La sincronización de la política monetaria

A pesar de que las autoridades monetarias actualmente están implementando incrementos en las tasas de interés de forma sincronizada, esto no fue así a principios del 2022, cuando vimos un rezago por parte del Banco Central Europeo (BCE) en subir las tasas en comparación con su par, la FED, quienes desde el primer trimestre de 2022 habían comenzado a subir las tasas de interés de forma

agresiva y sistemática, mientras el BCE las mantuvo en cero hasta el mes de julio cuando comenzaron a hacerlo, aunque sin lograr estrechar sustancialmente el diferencial de tasas, lo cual añade a las presiones en el mercado de divisas. (ver gráfico 1)

(Gráfico 1) Evolución de tasas de interés BCE y FED 2022



Fuente: Bloomberg Terminal

Esto por supuesto ha tenido un impacto directo en los niveles de inflación de ambas regiones. En EE.UU. la inflación ha cedido terreno durante la segunda mitad del 2022, con un Índice de Precios al Consumidor (IPC), que llegó a máximos de 9.13% en junio, para luego ir mes tras mes desacelerándose hasta 7.11% en noviembre. En Europa, el IPC todavía se encuentra en niveles de dos dígitos (10%) para el mes de noviembre, a consecuencia no solo del rezago del BCE en subir tasas de interés, sino también por el incremento inesperado en los costos de las materias primas por la crisis energética ocasionada por la guerra entre Rusia y Ucrania.

Desde marzo de 2022 la Reserva Federal incrementó sus tasas en 425 pbs desde niveles de 0% a 0.25% hasta el rango de 4.25% a 4.50%, nivel alcanzado el pasado diciembre cuando su director, Jerome Powell, anunció un incremento de 50pbs, y señaló futuros incrementos en los próximos meses, durante los cuales se esperan

al menos dos incrementos más de 25pbs cada uno hasta alcanzar el nivel de 5% en la tasa de referencia. (Fitch Ratings, 2022)²

Por su parte, Christine Lagarde, presidenta del BCE, igualmente anunció incrementos de tasas en 50pbs el pasado diciembre, y como su par Jerome Powell, ha señalado futuros incrementos de tasas ante la elevada inflación, los cuales también se esperan sean de 25pbs cada uno, hasta llevar la tasa de referencia a niveles que podrían estar entre 3.0% y 3.5% en los próximos meses. (Fitch Ratings, 2022)

Tasas de interés elevadas por un tiempo más

En este entorno de alta inflación que comienza a desacelerarse y a ceder, los Bancos Centrales probablemente sean renuentes a bajar tasas de forma prematura, para no correr el riesgo de que la inflación retome su dinámica inicial y se pierda el terreno avanzado. Sin embargo, también hay que tener en cuenta que en un entorno macroeconómico débil en donde se espera que las economías líderes entren en recesión en los próximos meses, sería contraproducente continuar subiendo las tasas de forma agresiva debido a que esto podría exacerbar aún más la caída de la actividad económica.

De acuerdo con el último reporte de Fitch Ratings (2022), se espera que para el 2023 las autoridades monetarias sigan aumentando las tasas durante el primer trimestre hasta llegar por lo menos a 5% y 3%, en los EE.UU. y Europa, respectivamente, para posteriormente pausar los incrementos. Lo anterior, condicionado a la evolución de la inflación y de la actividad

económica. De materializarse lo esperado por los analistas, es probable que la inflación siga cediendo terreno, aunque permanezca en niveles todavía elevados, lo que haría que los Bancos Centrales posterguen recortes de tasas hasta el 2024, año en el que se espera no solo que la inflación esté en niveles más bajos, sino que el mercado laboral se encuentre menos robusto con aumento en las tasas de desempleo ante la caída de la actividad económica, dando espacio a potenciales recortes de tasas.

También hay que tener en cuenta que, de materializarse una inflación más persistente a la esperada, podríamos observar niveles de tasas de interés ligeramente mayores a los niveles mencionados, pudiendo llegar al 5.25% y 3.50% para los EE.UU. y Europa, respectivamente, según el modelo de Bloomberg llamado Probabilidades de Tasas de Interés Globales, las cuales son estimadas tomando como referencia las expectativas de tasas de interés del mercado de futuros y opciones.

Perspectivas regionales

Basándonos en lo anteriormente descrito, un entorno macroeconómico de desaceleración de la actividad económica con elevada inflación pareciera ser la constante en las principales economías del mundo. Así que veamos con mayor detalle lo que se espera a nivel regional:

Estados Unidos:

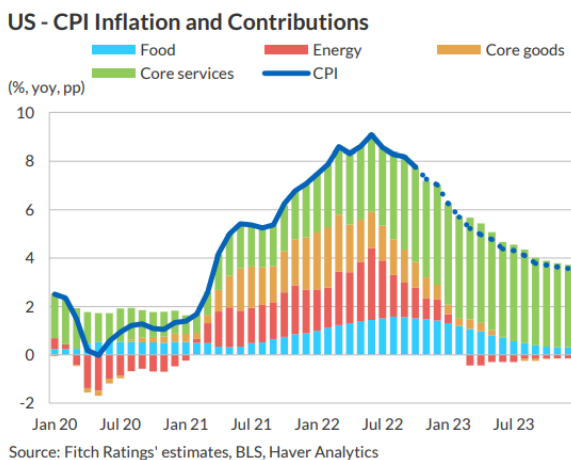
De acuerdo con las proyecciones del FMI (2022), se prevé que el PIB en los EE.UU. crezca solamente 1.6% para el 2022, y 1.0% en el 2023, esperando una moderada recesión en el transcurso del año. Esta desaceleración se da en

² Fitch Ratings. Global Economic Outlook (Dic-2022).

un entorno de elevada inflación y altas tasas de interés, las cuales han afectado el consumo agregado por el deterioro del poder adquisitivo de la población americana, aunado a la apreciación del dólar americano lo que ha debilitado sus exportaciones.

Por su parte, la inflación en los EE.UU. permanece en niveles elevados, siendo 7.1% la inflación reportada correspondiente a noviembre, mientras el FMI proyecta que estaría cerrando en 6.4% para diciembre del 2022, para luego caer hasta 2.3% en 2023. A modo comparativo, Fitch Ratings (2022) espera una inflación ligeramente mayor para el 2023, siendo de 3.6%. (Ver gráfico 2)

(Gráfico 2) Índice de Precios al Consumidor de los EE.UU.

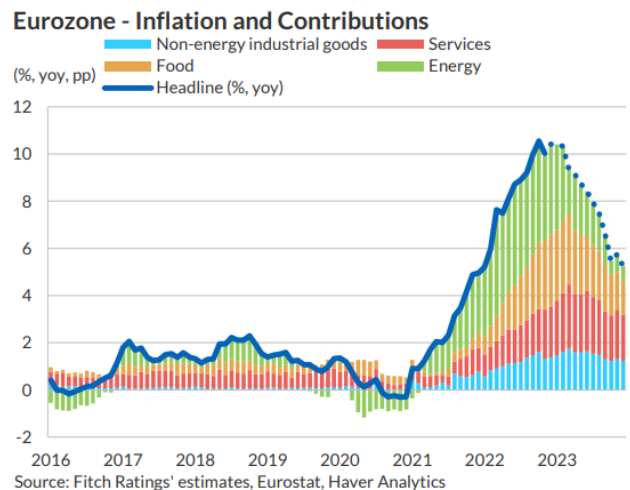


Zona Euro:

En la Zona Euro, el panorama luce complejo también, con una desaceleración esperada de la actividad económica, la cual estaría creciendo solo 3.1% en el 2022, y se espera una mayor desaceleración para el 2023 alcanzando un crecimiento del PIB de solamente 0.5%, con una potencial recesión que estaría comenzando para el primer trimestre del 2023. (FMI, 2022)

La caída de la actividad económica en Europa ha sido el resultado de varios factores que han venido desarrollándose en paralelo, abarcando desde una crisis energética causada por la guerra entre Rusia y Ucrania, la cual ha encarecido significativamente los costos de los sectores intensivos en energía ocasionando una caída de la producción industrial, las disrupciones en las cadenas de suministros, hasta un Banco Central Europeo (BCE) subiendo tasas de interés de forma rezagada ante el aumento vertiginoso de la inflación de la región. (ver gráfico 3)

(Gráfico 3) Índice de Precios al Consumidor Europa.



De cara al 2023 se espera que la inflación cierre en niveles de 5.2%, lo que significaría una importante desaceleración, aunque permanecería todavía en niveles elevados, muy por encima de la meta de inflación a mediano plazo de 2%.

Analizando de cerca las principales economías europeas: en **Alemania** se espera una contracción del PIB para el último trimestre del 2022 y el primer trimestre del 2023, debido al incremento de costos en sectores industriales intensivos en energía y su alta dependencia a las

importaciones de gas ruso. Es por esto por lo que las empresas están modificando procesos productivos para ser menos dependientes del uso de gas. Sin embargo, dicha transición naturalmente tomará un tiempo en llevarse a cabo. El FMI estima que Alemania crecerá un 1.5% en 2022 y -0.3% en 2023. Por su parte, la inflación se estima cierre en 12.2% en el 2022, para luego retroceder a 4.1% para finales del 2023. (Fitch, 2022)

Otro país afectado por el encarecimiento de los precios de las materias primas es **Francia**, el cual a pesar de no ser tan dependiente del gas ruso como Alemania, también ha tenido problemas de altos costos en su cadena de producción, aunque ha tenido un mejor desempeño que el promedio de sus pares europeos, tomando en cuenta la menor desaceleración de su economía, la cual se estima crezca 2.5% en 2022 y 0.7% en 2023, con una inflación menor a la de sus pares; de 7.1% y 4.4% para el 2022 y el 2023, respectivamente. Por otro lado, en **Italia** y **España**, se esperan tasas de crecimiento del PIB del 3.2% y 4.3% en 2022, respectivamente. Mientras en Italia se estima ocurra una leve caída del PIB para el 2023 del -0.2%, en España se espera un leve crecimiento de 1.2%. (FMI, 2022)

Por último, en el **Reino Unido** la desaceleración económica durante 2022, estimada en 3.6% (vs 7.4% en el 2021), ha sido contenida por la depreciación de la libra esterlina que ha mantenido a flote sus exportaciones, no obstante, sus principales problemas son domésticos, con un deterioro marcado en el poder adquisitivo del consumidor ante la elevada inflación, la cual se espera cierre el 2022 en niveles de 11.0%, para luego

desacelerarse a 4.5% para el 2023. (Fitch Ratings, 2022)

China

Según el FMI (2022), China crecerá solo 3.2% en 2022, siendo el crecimiento más bajo del país asiático en más de 40 años (excluyendo la crisis del Covid19). China se ha visto afectada, no solo por la crisis de su sector inmobiliario, sino también por el resurgimiento de contagios de Covid19. A pesar de esto, para el 2023 se espera una modesta recuperación en la tasa de crecimiento del PIB chino (4.4%), en un contexto de inflación relativamente baja en comparación con sus pares occidentales de 2.7% y 1.8% proyectadas para el 2022 y 2023, respectivamente. Esto daría margen de maniobra a las autoridades monetarias para aplicar estímulos con la finalidad de contrarrestar la desaceleración de sectores clave como el inmobiliario. Adicionalmente, el desmonte de la política de “Cero Covid”, podría tener efectos positivos en la actividad económica de China y por ende en la demanda agregada global.

Economías emergentes y economías en desarrollo:

Por el lado de las economías emergentes y economías en desarrollo, el FMI (2022) también estima una desaceleración en sus tasas de crecimiento, siendo 3.7% para el 2022 y 2023 (vs 6.6% en el 2021). Dada la heterogeneidad de los países que conforman este grupo, los aspectos que explican esta desaceleración económica varían entre las regiones.

La guerra entre Ucrania y Rusia ha naturalmente afectado a estas dos economías, aunado a sanciones impuestas a las exportaciones rusas,

por lo que se espera una contracción de -35% de la economía de Ucrania y crecimiento negativo de -3.4%, para la economía rusa, siendo la caída de Rusia menos severa ante la resiliencia de sus exportaciones a pesar de sanciones y estímulos fiscales y monetarios. (FMI, 2022)

Para América Latina, se proyecta una fuerte desaceleración. Así, se estima un crecimiento de 3.5% en el 2022 (vs 6.9% en el 2021), y 1.7% para el 2023, dada la dependencia de sus economías a las exportaciones de materias primas hacia las economías desarrolladas, las cuales como ya hemos mencionado, se espera crezcan a un menor ritmo en 2023 en detrimento de su demanda por materias primas. Por último, el Medio Oriente y Asia Central, probablemente sea una de las geografías menos afectadas por el entorno macroeconómico actual, debido al excedente de reservas ahorradas, lo que les da margen de maniobra para contrarrestar potenciales caídas en el precio de las materias primas ante el debilitamiento de la demanda global. (FMI, 2022). Sin embargo, el desmonte de la política de “Cero Covid” podría tener como consecuencia un aumento de la demanda de materias primas por parte de China, lo que podría tener un efecto compensatorio en los precios de estas.

Mercados financieros: entre alta volatilidad y cambios de expectativas de inflación

El 2022 ha sido el peor año para los mercados financieros registrado desde la crisis inmobiliaria de los EE.UU. en el 2008, con una caída generalizada no solo entre distintas geografías, sino también entre distintas clases

de activos. El mercado de renta variable de los EE.UU., tomando como referencia el índice *S&P500* cayó -19.4% el año pasado, mientras que el mercado de acciones europeo medido en euros registró una caída del -4.4% tomando como referencia el índice *STOXX Europe 50*.

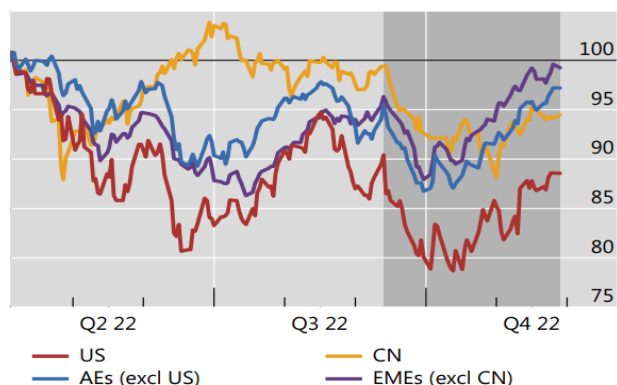
Por el lado del mercado de renta fija, éste registró también una caída del -15.9% tomando como referencia el índice *Bloomberg Global Aggregate*, el cual recoge distintos bonos de grado de inversión a nivel global, tanto corporativos como soberanos.

¿Qué ha causado la caída generalizada del precio de los activos financieros?

Una combinación de incrementos en las tasas de interés, y deterioro en las ganancias corporativas han afectado negativamente las valoraciones de las acciones, y ha causado que los spreads y rendimientos en el mercado de renta fija aumenten significativamente. Sin embargo, el ritmo de la caída de los mercados cambió a partir de la segunda mitad del 2022, viendo a los principales índices del mercado de acciones quedar prácticamente lateralizados o en movimientos en rango con elevada volatilidad. En otras palabras, los índices a pesar de registrar grandes fluctuaciones, se han mantenido por casi ocho meses prácticamente en el mismo nivel registrado en mayo del 2022. (Bank for International Settlements, 2022)³ (ver gráfico 4)

³ Bank for International Settlements. BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Markets Development (dic-2022).

(Gráfico 4) Índices del mercado de acciones de los EE.UU., China, economías avanzadas (excluyendo EE.UU.) y economías emergentes desde el segundo trimestre hasta el cuarto trimestre del 2022.

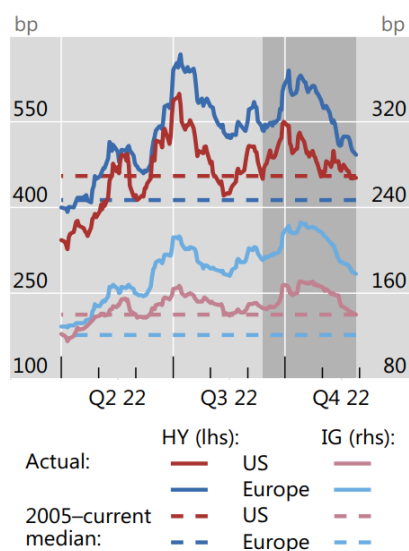


Fuente: Bank for International Settlements (2022)

¿A qué se debe esto?

Entendiendo a los mercados financieros como un mecanismo de descuento de eventos futuros; durante el tercer trimestre del 2022 ante los reportes de inflación por encima de lo esperado, el mercado descontó mayores subidas de tasas de interés, lo que presionó a la baja no solo al mercado de acciones, sino al de bonos, viendo sus precios caer y sus spreads aumentar significativamente (Bank for International Settlements, 2022). No obstante, reportes de inflación mejores a los esperados posteriormente, en particular en noviembre, han hecho que los índices del mercado de acciones repuntaran con fuerza y los spreads del mercado de bonos cayeran para el último trimestre del 2022, ante el cambio de expectativas con respecto a futuras acciones de las autoridades monetarias. (ver gráfico 5).

(Gráfico 5) Evolución de los spreads de bonos de grado de inversión y alto rendimiento en EE.UU. y Europa desde el segundo trimestre hasta el cuarto trimestre del 2022.



Fuente: Bank for International Settlements (2022)

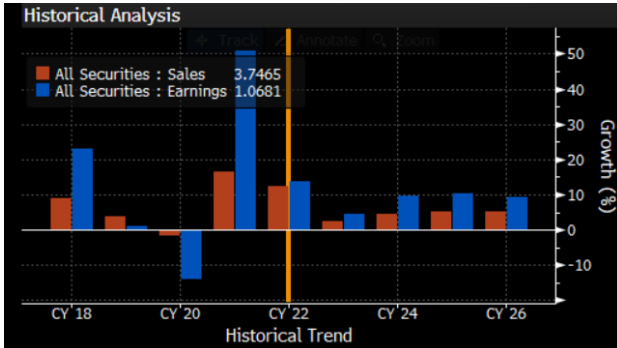
Ganancias corporativas y valoraciones

El crecimiento esperado de las ganancias corporativas para el 2022, tomando como referencia el crecimiento promedio de ganancias por acción de las empresas que componen el índice S&P500 sería de 13.89% (vs 50.85% en el 2021), representando una desaceleración significativa que se mantuvo a lo largo del año en sintonía con la desaceleración de la economía norteamericana a nivel macro.

De acuerdo con el último reporte de Inteligencia de Bloomberg (2022)⁴, de cara al 2023, el consenso de los analistas apunta a una mayor desaceleración en las ganancias corporativas las cuales se esperan sean solo de 4.3%, para luego ganar algo de terreno en el 2024 con un crecimiento esperado de 9.8%. (ver gráfico 6)

⁴ Bloomberg Intelligence. US Large-Cap Equity Outlook (2022)

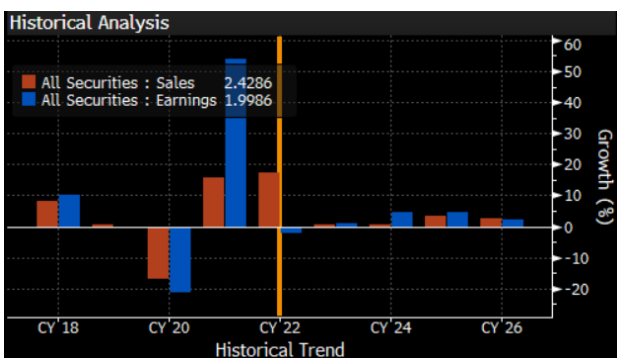
(Gráfico 6) Crecimiento promedio de ingresos y ganancias por acción de empresas que componen el índice S&P500.



Fuente: Bloomberg Terminal.

Por el lado de Europa, el deterioro en las ganancias corporativas ha sido más severo que en EE.UU. durante el 2022, con una caída o crecimiento negativo esperado de -2.4% (vs 54% en el 2021) tomando como referencia el promedio de las empresas que componen el índice *STOXX Europe 50*. Según el consenso de los analistas de Bloomberg para el 2023 y 2024, se espera un modesto crecimiento del 1% y 4.5%, respectivamente. (Ver gráfico 7)

(Gráfico 7) Crecimiento promedio de ingresos y ganancias por acción de empresas que componen el índice *STOXX Europe 50*.



(Fuente: Bloomberg Terminal)

De acuerdo con el último reporte de inteligencia de Bloomberg (2022), tomando en cuenta su escenario base de crecimiento en ganancias

corporativas esperadas para el 2023 y también los niveles de tasas de interés esperados, se espera que el índice *S&P500* cotice en niveles de 18.4 x P/E para finales del 2023. Por otro lado, tomando en cuenta un escenario pesimista en el que la recesión sea más severa de lo esperado, se estima que el índice *S&P500* cotice en niveles de 17.2 x P/E. Así mismo, el índice de la Zona Euro, *Euro Stoxx 50* se espera que cotice en niveles de 10.7 x P/E en el escenario base (Inteligencia de Bloomberg, 2022)⁵.

Riesgo crediticio y evolución de probabilidad de default

El mercado de renta fija no escapa del deterioro macroeconómico a nivel global, siendo el segmento de alto rendimiento (*high yield*), el más vulnerable al deterioro macroeconómico. Por su parte, en los EE.UU. aunque el mercado de renta fija esté expuesto a la desaceleración de la actividad económica, lo que se pudiera traducir en una desmejora de las ratios de deuda contra indicadores operativos empresariales como la ratio de deuda total/EBITDA, todavía no se vislumbra una desmejora significativa de la calidad crediticia en especial para emisores con mayor solidez financiera. (Fitch Ratings, 2023)⁶. Para el 2022 la probabilidad de default o incumplimiento de pago en los EE.UU. para bonos de alto rendimiento se estima que esté en el rango de 1.5%-1.75%, incrementándose con respecto al 2021, cuando se registró una probabilidad de incumplimiento de 0.5%. Para el 2023 se espera en el rango de 2.5%-3.5%, reflejando el deterioro macroeconómico. Mientras que, para Europa, se estima que en el escenario base, dicha probabilidad sea de 1.5% para el 2022 (vs

⁵ Bloomberg Intelligence. Eurozone Equities Market Outlook (nov-2022)

⁶ Fitch Ratings. Macro Challenges Dominate Credit Risk (ene-2023)

0.7% en el 2021), y aumente a 3.5% para el 2023. (Ver tabla 1).

(Tabla 1) Probabilidad de default o incumplimiento de pago en (%) de bonos de alto rendimiento (high yield) para los EE.UU. y Europa.

Country	2021	2022	2023	2024
US	0.5	1.5-1.75	2.5-3.5	3.0-4.0
Europe (Base Case)	0.7	1.5	3.5	4
Europe (Severe Case)	0.7	2.5	4	6

Fuente: Fitch Ratings (2023)

En resumen

Las expectativas del mercado a las futuras acciones de las autoridades monetarias, los niveles de las tasas de interés, la evolución de la actividad económica, en conjunto con el crecimiento esperado en las ganancias corporativas serán los factores que determinen la evolución de los mercados financieros en el 2023. Tomando en cuenta el consenso de los analistas sobre las valoraciones esperadas, pareciera que lo peor de la caída ya ha quedado atrás para el mercado de renta variable, mientras que, para el mercado de renta fija, hay unos segmentos que por sus características son menos vulnerables al deterioro del entorno económico, mientras que otros segmentos como el de alto rendimiento, pudieran estar peor posicionados para navegar el complejo entorno macroeconómico esperado.

Por esta razón, recomendamos a los inversionistas mantenerse atentos a la evolución de los mercados financieros con una cartera de activos diversificada, ajustada al perfil de riesgo individual.

PORTAFOLIOS DISCRECIONALES

Las siguientes tablas muestran los rendimientos trimestrales y acumulados para el año 2022 de distintos mercados y clases de activos.

Clase de Activo		1er tri. 2022	2do tri. 2022	3er tri. 2022	4to tri. 2022	Año 2022
Renta Fija	Gobierno Americano (10 años)	-6.8	-4.9	-6.1	0.2	-16.7
	Grado de Inversión Americana	-5.9	-4.7	-4.8	1.9	-13.0
	Alto Rendimiento Americana	-4.5	-10.0	-0.7	4.0	-11.2
	Grado de Inversión ex USD	-6.2	-11.0	-8.9	6.8	-18.7
	Soberana de Mercados Emergentes (USD)	-9.3	-10.6	-4.2	7.4	-16.5
Renta Variable	Empresas Americanas de Alta Capitalización	-4.6	-16.1	-4.9	7.6	-18.1
	Empresas Europeas	-7.2	-14.2	-10.1	19.4	-14.5
	Empresas Japonesas	-6.5	-14.6	-7.5	13.3	-16.3
	Empresas en Mercados Emergentes	-6.9	-11.3	-11.4	9.8	-19.7

Rendimientos en dólares para los siguientes índices:

Renta Fija: Gobierno Americano 10 años (FTSE 10-YEAR TREASURY BENCHMARK), Grado de Inversión Americana (BB BARCLAYS US AGGREGATE), Alto Rendimiento Americana (ICE BOFA ML US HIGH YIELD), Grado de Inversión ex USD (BB Global Aggregate ex USD), Soberana de Mercados Emergentes (JPM EMBI GLOBAL)

Renta Variable: Empresas Americanas de Alta Capitalización (S&P 500TR), Empresas Europeas (MSCI EUROPE), Empresas Japonesas (MSCI JAPAN), Empresas en Mercados Emergentes (MSCI EM)

Portafolios globales compuestos por fondos mutuales

Carteras Modelo		1er tri. 2022	2do tri. 2022	3er tri. 2022	4to tri. 2022	Año 2022
GLOBALES USD	Moderado	-5,5	-9,0	-4,6	5,3	-13,6
	Moderado 1.5X	-8,2	-12,3	-6,7	6,8	-19,8
	Equilibrado	-6,3	-10,8	-5,2	6,2	-15,8
	Crecimiento	-7,2	-12,0	-6,1	7,2	-17,8
	Conservador	-4,4	-5,6	-4,0	2,7	-10,9
GLOBALES EUR	Moderado	-6,2	-8,4	-4,3	1,6	-16,5
	Moderado 1.5X	-9,4	-13,2	-7,2	1,9	-25,6
	Equilibrado	-6,9	-9,7	-4,1	2,4	-17,4
	Crecimiento	-7,2	-9,8	-4,3	3,1	-17,3

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.

Los mercados bursátiles redondearon un año tumultuoso con ganancias en el cuarto trimestre. Las acciones de mercados emergentes se vieron impulsadas por las autoridades chinas que anunciaron una

relajación de la política covid cero, mientras que las europeas avanzaron con fuerza. Las ganancias de la renta variable se vieron respaldadas por la esperanza de que la inflación pueda estar tocando techo tanto en Europa como en Estados Unidos. Los diferenciales de crédito se estrecharon durante el último trimestre por la mejora de la percepción del riesgo. Aunque los buenos resultados se atenuaron ligeramente a finales de año, los bonos estadounidenses y europeos con grado de inversión y de alto rendimiento generaron rendimientos positivos y superaron a los bonos gubernamentales durante el último trimestre.

En un año que ha sido el peor registrado por el índice *Barclay's U.S. Aggregate Bond* desde que comenzó a elaborarse hace más de 45 años, nuestras estrategias perdieron igualmente valor. A pesar de que mantenemos una duración corta, las estrategias con un alto componente de renta fija no pudieron escapar a los efectos derivados de una política monetaria restrictiva y del aumento de los diferenciales de crédito. Asimismo, las posiciones de renta variable se vieron afectadas negativamente en línea con los desenvolvimientos en los mercados financieros. La estrategia conservadora, con una ponderación de la renta variable del 10% alcanzó un retorno del -10.9%, mientras que el portafolio moderado, con una ponderación de la renta variable del 20%, logró un -13.6%.

La mayor participación de renta variable tuvo una repercusión en la rentabilidad de las estrategias equilibrado y de crecimiento, las cuales rindieron -15.8% y -17.8%, respectivamente. La política monetaria restrictiva de los bancos centrales tuvo

repercusiones en las valoraciones de los títulos de renta variable y de los bonos de menor calidad crediticia.

Las rentabilidades de los Portafolios Globales EUR reflejan en gran medida las cifras alcanzadas por los Portafolios Globales en USD. En las carteras globales EUR, recientemente hemos reducido la duración vendiendo algunos fondos de bonos y reinvertiendo los fondos a corto plazo.

El posicionamiento actual en las carteras refleja una ligera infraponderación de la renta variable europea debido a las tensiones geopolíticas. En EE.UU. favorecemos las empresas de valor (en inglés *value stocks*) y, en general, la exposición a acciones con una política de dividendos atractiva y que adicionalmente sugieren un poder de fijación de precios sostenible. En la renta fija mantenemos una duración relativamente corta.

Portafolios de renta fija compuestos por bonos individuales

Las valoraciones de los bonos de grado de inversión se vieron afectadas negativamente debido al fuerte incremento de los rendimientos y a la ampliación de los diferenciales de crédito.

No obstante, durante el último trimestre los spreads disminuyeron significativamente dada las expectativas de que los bancos centrales serán menos agresivos con los incrementos de tasas de interés.

Carteras Modelo		1er tri.	2er tri.	3er tri.	4to tri.	Año
		2022	2022	2022	2022	2022
Portafolios de Renta Fija	Portafolio de Renta Fija (FIP) 2-5	-3,3	-2,6	-1,3	2,9	-4,6
	Portafolio de Renta Fija (FIP) 5-10	-6,1	-6,7	3,3	7,2	-8,8
	Portafolio de Renta Fija (FIP) 8-12	-6,0	-7,7	-3,6	4,6	-12,9

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

Una de las medidas tomadas para mitigar el impacto de las altas tasas de interés en nuestros portafolios fue aumentar significativamente nuestros niveles de liquidez, al mismo tiempo que no reinvertimos el principal obtenido en los vencimientos de los bonos, esperando por un lado que la FED siga aumentando tasas, aunque probablemente de forma menos agresiva, y, por otro lado, que disminuya la volatilidad de las tasas de interés.

Desde el mes de octubre hemos empezado paulatinamente a reducir los niveles de liquidez en los portafolios con el objetivo de llevarla al mínimo posible en enero de este año.

Portafolios globales compuestos por fondos mutuales (rendimientos acumulados)

Carteras Modelo		Rendimiento Anualizado			
		1 año	3 años	5 años	desde inicio
GLOBALES USD	Moderado	-13,6	-1,7	-0,1	3,3
	Moderado 1.5X	-19,8	-3,5	-1,4	0,8
	Equilibrado	-15,8	-0,8	0,6	4,3
	Crecimiento	-17,8	1,7	1,9	4,3
	Conservador	-10,9	-1,6	-0,1	0,1

GLOBALES EUR	Moderado	-16,5	-3,5	-2,0	-0,4
	Moderado 1.5X	-25,6	-6,2	-3,8	-1,3
	Equilibrado	-17,4	-0,4	-0,6	1,7
	Crecimiento	-17,3	0,0	-0,3	2,4

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 (rendimientos acumulados)

Carteras Modelo		Rendimiento Anualizado			
		1 año	2 años	3 años	desde inicio
Portafolios de Renta Fija	Portafolio de Renta Fija (FIP) 2-5	-4,6	-2,3	0,6	2,2
	Portafolio de Renta Fija (FIP) 5-10	-8,8	-4,5	0,8	3,6
	Portafolio de Renta Fija (FIP) 8-12	-12,9	-6,7	-0,9	2,0

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

Movimiento en las tasas de interés y su impacto en la valoración de los activos financieros

¿Qué le sucede al portafolio de acciones y de bonos si las tasas de interés suben? ¿Conviene mantener bonos con vencimientos de corto o de largo plazo? ¿Conviene invertir en acciones? El movimiento de las tasas de interés tiene sin duda un impacto en las inversiones.

Las tasas de interés de corto plazo son influenciadas directamente por la política monetaria de los bancos centrales mediante ajustes de sus tipos de interés objetivos. Las tasas de interés de largo plazo suelen responder a otros factores como el costo de oportunidad de cambiar consumo presente por futuro, las expectativas de inflación y las primas de riesgo, liquidez y madurez.

Para el mercado de acciones, un alza en las tasas de interés referenciales podría no traer un impacto inmediato en las cotizaciones, sin embargo, si lo puede tener a mediano y a largo plazo. A mayores tasas de interés, mayor es el costo financiero tanto para las empresas como para los consumidores, lo cual podría traer una reducción en el consumo y en el crecimiento de las ganancias de las empresas. Igualmente, al descontar los flujos de ingresos futuros de la empresa a una tasa de rendimiento más alta se reduce el valor presente de los mismos y por ende el valor de la compañía lo que se traduciría en un impacto negativo en el precio de las acciones.

El precio de los activos que generan una renta variable como las acciones ordinarias (dividendos) está relacionado de forma ambigua con las tasas de interés. Si el

incremento de tasas estuviera reflejando una mayor demanda de crédito producto de la actividad económica, esto tendría efectos positivos sobre la rentabilidad de las empresas y por consiguiente sobre los precios. Si el alza de tasas obedece a un intento de los bancos centrales por desacelerar la economía entonces el efecto sobre los precios de las acciones sería probablemente negativo.

Al cabo de un tiempo, el incremento en los costos de financiamiento encarece los proyectos de inversión, el crédito hipotecario y de consumo, lo cual podría traducirse en una disminución de la demanda agregada que en algún momento afectaría la rentabilidad de los negocios.

Ahora concentremos el análisis en los activos con el impacto más evidente e inmediato. Los activos de renta fija como los bonos

Para comenzar es importante entender el concepto del rendimiento al vencimiento de un bono. Este indicador financiero define la tasa de rentabilidad del título expresada como porcentaje de su precio. A su vez es el factor con el que usualmente se descuentan y se traen a valor presente los flujos futuros de efectivo provenientes del cupón y de los pagos del principal. Igualmente hay que tener en cuenta que este concepto asume que los cupones son reinvertidos al mismo rendimiento al vencimiento.

Entre otros, los rendimientos se ven afectados por condiciones de mercado como:

- El desenvolvimiento de las variables macroeconómicas (crecimiento de la economía, expectativas de inflación, tendencias de las monedas).

- Las decisiones de los Bancos Centrales en cuanto a su política monetaria, en específico sobre sus tasas de interés objetivo.
- Eventos corporativos como los resultados financieros, la calidad crediticia, las noticias sobre el lanzamiento de un producto, las fusiones, los pronósticos de ventas o los ciclos económicos.
- La liquidez (a mayor liquidez el rendimiento suele ser más bajo comparado con otro de menor liquidez).
- El riesgo político (medido dentro del riesgo soberano).

El precio de mercado de los activos que generan una renta fija como los bonos (cupones) reacciona negativamente ante aumentos en los niveles de tasa de interés.

Si se espera un alza en las tasas de interés, el precio de mercado de los bonos existentes o en circulación en el mercado secundario cae. Se conseguirían rendimientos más altos en el mercado primario (nuevas emisiones) y, por ende, para compensar el precio de mercado de los bonos cae en el mercado secundario, aumentando sus rendimientos al vencimiento. Dicho de otro modo, la tasa de rentabilidad que descuenta los flujos futuros de efectivo que mencionamos al inicio es mayor por lo que el valor presente resultante es menor.

Sin embargo, el aumento en las tasas de interés conlleva también un efecto positivo ya que los flujos de caja futuros (cupones y vencimientos) podrán ser reinvertidos a tasas de rendimiento mayores.

Por otro lado, ante una reducción en las tasas de interés, las cotizaciones de los bonos suben. Al conseguirse rendimientos más bajos en el mercado primario comparados con los de los bonos en el mercado secundario, el precio de mercado de los últimos sube. Visto de otra forma, el valor actual o precio de mercado aumenta ya que los flujos de efectivo pueden ser descontados y traídos a valor presente a una tasa menor.

Ante los movimientos o ciclos de tasas de interés, resulta apropiado revisar el plazo promedio de vencimiento de su portafolio de bonos. Expliquemos con un ejemplo práctico el impacto en el precio de un bono ante un alza de las tasas de interés en relación con el plazo promedio de vencimiento. Tomemos un bono de 30 años de vencimiento, 5% de rendimiento anual, 5% de cupón anual con pago semestral y un precio de mercado del 100%. Supongamos que el mercado de bonos anticipa un alza en las tasas de interés de 100 puntos básicos; es decir, el rendimiento anual pasa de 5% a 6%, entonces el nuevo precio de mercado resulta en 86.2%; es decir, una caída del -13.8% en el precio. Por otro lado, si el mismo bono tiene un vencimiento de 3 años, el precio resultante es de 97,3%; es decir, una caída de -2.7%. En este ejemplo se explica cómo el plazo del vencimiento promedio del bono es fundamental ante un escenario de alzas de tasas de interés.

Por el contrario, ante una caída de las tasas de interés de 100 puntos básicos, el efecto es aproximadamente el inverso. El mismo bono de largo plazo utilizado en el ejemplo anterior se apreciaría en un 17.3% hasta un precio de 117.3%, mientras que en el de 3 años el precio subiría 2.8% hasta 102.8%. Los valores de

referencia no son exactamente a la inversa debido a otros factores que influyen en los bonos, como la convexidad (a mayor convexidad menor impacto en el alza de tasas de interés).

¿Qué hacer frente al riesgo de subida de las tasas de interés?

Existen estrategias a considerar para mitigar el riesgo de mercado ante un escenario de alza en las tasas de interés tales como la de incorporar títulos de cupón variable (a mayor tasa de interés mayor es el cupón por lo que minimizaría la caída en el precio de mercado).

Abstrayendo otros factores de riesgo también es deseable adquirir bonos con un cupón alto ya que el precio de estos es menos sensible ante cambios en la tasa de interés. Igualmente, es importante invertir en una cartera diversificada, estructurar de forma escalonada los vencimientos y no comprometer el capital a muy largo plazo.

Ante un escenario de aumentos de tasas de interés, lo ideal es estar en títulos de corto plazo, mientras el vencimiento promedio sea menor, también será más baja la caída en precio. Por el contrario, frente a un escenario de tasas de interés a la baja, lo mejor es alargar el plazo promedio de vencimiento de los bonos para obtener ventaja de ganancias de capital debido a una mejora en las cotizaciones. Si el inversionista mantiene una posición en su portafolio de bonos de muy largo plazo ante un escenario de tasas al alza, la caída en los precios podría ser significativa.

Usualmente con un escenario de mayor inflación, la curva de rendimientos se empina;

es decir, los rendimientos de los bonos de largo plazo suelen reflejar rendimientos más altos en proporción a los de corto plazo, esto significa que el impacto en el precio sería aún más fuerte para los títulos de largo plazo.

La estrategia a seguir consiste en revisar la composición actual de su portafolio y analizar el plazo promedio para disminuirlo, tratando en lo posible de reducir la exposición a los bonos de largo plazo y sustituirlos por los de más corto plazo. Adicionalmente, es importante cuidar y estar vigilante de la calidad crediticia del emisor.

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.