

Visión estratégica de mercado 2T2022



Síguenos en LinkedIn como SURA Investment Management y entérate de nuestros análisis y publicaciones diarias.



Síguenos

Índice

01 Capítulo 1: VISIÓN ESTRATÉGICA

pág. 03 [Ver más](#)

02 Capítulo 2: CICLO ECONÓMICO

pág. 06 [Ver más](#)

03 Capítulo 3: VISIÓN MEGATENDENCIAS

pág. 07 [Ver más](#)

Capítulo 1: VISION ESTRATEGICA

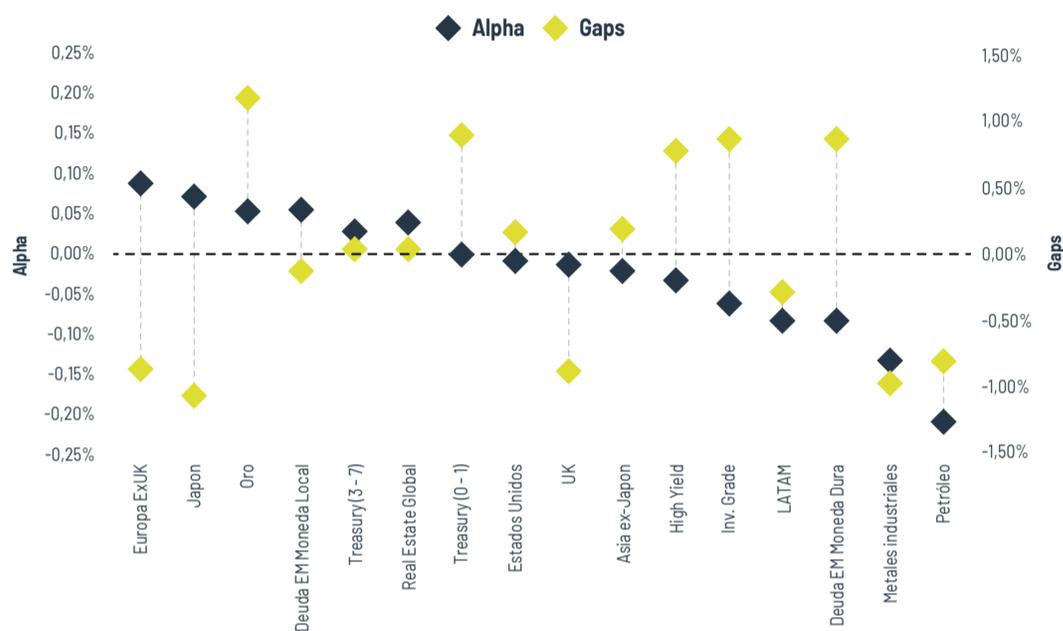
Sorpresas negativas impactaron al mercado, perjudicando la estrategia.

Un notorio arranque de año a cuenta de factores esperados y no esperados que afectaron negativamente a los mercados, tanto de renta variable como renta fija. Dado el posicionamiento estratégico (mayor a tres meses) dictado por nuestro análisis de ciclo económico y optimización de portafolios, estos choques fueron perjudiciales. A continuación, enumeramos los más relevantes.

Desempeño por activo (%)

Fuente: Bloomberg

Figura 1.



La guerra entre Rusia y Ucrania fue el principal catalizador negativo.

Por principio de cuentas, una guerra inició en Europa del Este con la invasión de Rusia a Ucrania. El escalamiento ocurrió con gran velocidad: si bien la inteligencia occidental había detectado actividad militar en la frontera de Rusia con Ucrania desde marzo del año pasado, no fue sino hasta diciembre que el nivel de actividad generó alarma en EE.UU., para acto seguido revelar los planes de invasión rusos. El mercado reaccionó tarde y mal, mostrando volatilidad y caídas sólo hasta la segunda semana de febrero, tocando mínimos a principios de marzo. Los inversionistas esperaban equivocadamente algo similar a lo acontecido entre ambos países en 2014 con la ocupación y anexión rusa de Crimea, pero en esta ocasión, la agresión rusa fue significativamente mayor, al pretender derrocar al Gobierno electo ucraniano, instaurar un gobierno títere que se distanciara de Occidente y la anexión de territorios limítrofes con Rusia (Donbas).

Atención a un endurecimiento de las sanciones a Rusia que involucren el bloqueo del gas y petróleo ruso.

Al riesgo geopolítico que esto causó se sumaron las sanciones económicas que Occidente impuso sobre Rusia como represalia, las cuales no tienen precedente; al respecto, no se espera que sean retiradas a menos que Rusia abandone todas sus pretensiones, e incluso se corre el riesgo de que sean ampliadas si los crímenes de guerra cometidos por el ejército ruso contra civiles ucranianos generan reacciones entre líderes occidentales. Una de esas posibles nuevas represalias, la que mayor preocupación genera entre los inversionistas, es la suspensión de las importaciones de energéticos rusos en países europeos, al representar una importante fuente de financiamiento de la invasión. La dependencia energética de Europa, en particular Alemania, al petróleo y gas natural ruso es tal que una ruptura de este tipo provocaría una recesión en el viejo continente, así como un serio agravamiento de las presiones inflacionarias globales. Esta condición nos lleva a pensar que la probabilidad de que se tomen medidas tan severas es baja, pero eventos de esta naturaleza son prácticamente imposibles de predecir con exactitud. Dado lo acontecido y los incentivos que parecen seguir directa e indirectamente involucrados en el conflicto, el escenario base es de un impasse militar y político en la región, y por lo tanto, el mantenimiento de las sanciones actuales.

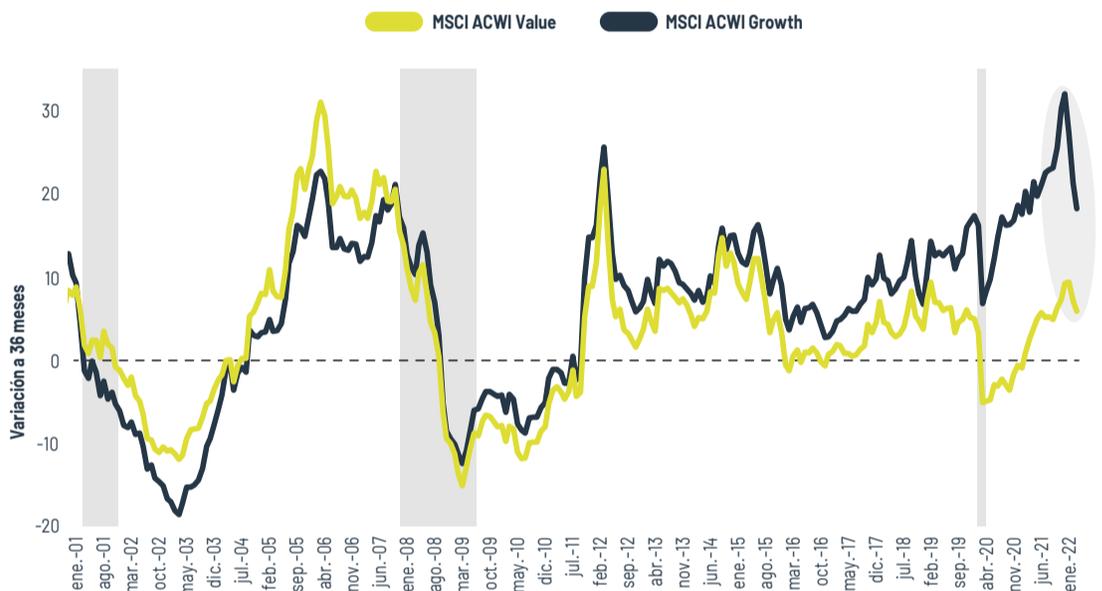
De nuevo, un FED más agresivo de lo esperado.

A la guerra súmese un nuevo viraje de política monetaria por parte de la FED, que incrementó la tasa de referencia en 25 puntos base en su última reunión y ahora pronostica siete incrementos en su tasa de política monetaria este año, en lugar de los tres que veía a principios, así como un proceso de reducción de hoja de balance más agresivo. Es evidente para los participantes de mercado que el FED se equivocó, y que la trayectoria de la inflación y sus componentes han sido una que ameritaba una respuesta de política monetaria más contundente en la segunda mitad de 2021. Derivado de ello, ahora el FED tiene que endurecer la postura más firmemente a lo que hubiera sido necesario de haber actuado antes. Por ende, la posibilidad de caer en recesión se ha elevado, de ello da cuenta el mercado de renta fija y la inversión de la curva de los Bonos del Tesoro entre los nodos de 2 y 10 años. Otra consecuencia de un FED más agresivo del esperado ha sido el desplome del *growth* contra el *value*, explicado por el fuerte incremento de las tasas de interés (figura 1).

Growth contra Value global

Fuente: Bloomberg

Figura 2.



Por último, vale la pena mencionar un riesgo que ha pasado desapercibido por los mercados, con epicentro en China y a cuenta de su manejo de la pandemia. El nivel de contagio, aunque bajo, es muy superior al observado en Wuhan durante 2020 en numerosas regiones de relieve, causando medidas de confinamiento en puntos clave para las cadenas de suministro global como son Guangzhou, Shenzhen y Shanghai. La situación en esta última ciudad sigue siendo delicada para las autoridades chinas, y el impulso estanflacionario global que podría suscitar por su relieve en el comercio internacional (de continuarse con estas medidas) complicaría de sobremano la conducción de la política monetaria en el resto del mundo, ya afligida por las secuelas persistentes de la pandemia y el aislamiento al que se han sumido Rusia y Ucrania. Durante la redacción de este informe, los datos de congestión en este puerto sobrepasan con creces su comportamiento histórico, mientras que el ritmo de contagio no cede pese a los esfuerzos de confinamiento.

La política de tolerancia cero al Covid en China promete mayores disrupciones en cadenas de suministro ya estresadas.

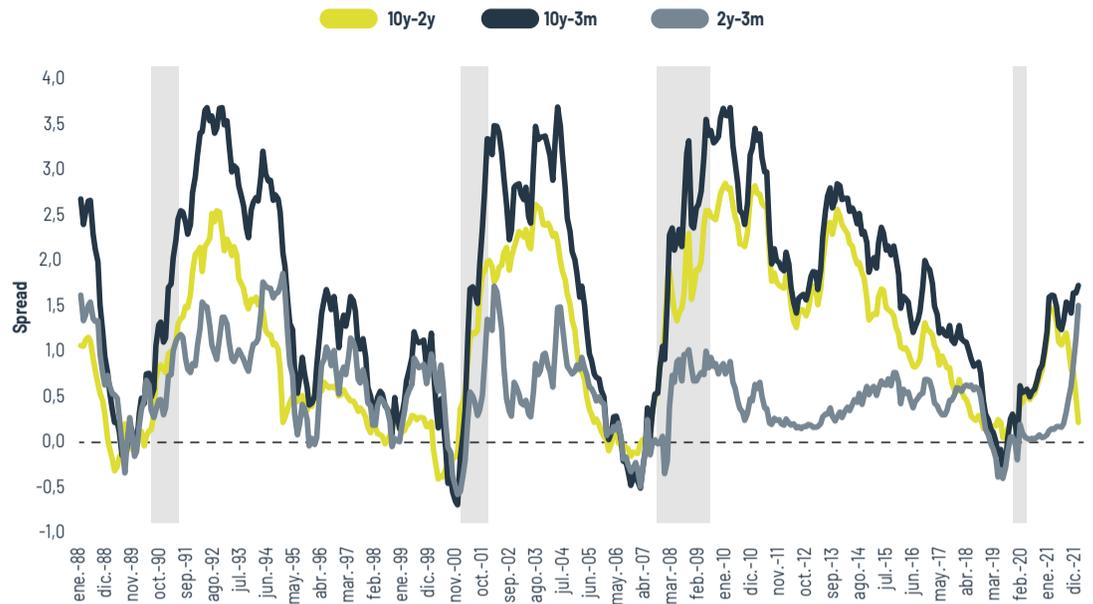
Hasta ahora, el impacto de este factor sobre los mercados ha sido bajo, quizás explicado en los anuncios de relajación monetaria, fiscal y regulatoria (especialmente la inmobiliaria) que las propias autoridades chinas anunciaron en el periodo, los cuales prometen detener el deterioro de las expectativas de crecimiento en China. Sin embargo, es un hecho incontrovertible que la política de cero tolerancia al Covid, especialmente con la aparición de la variante ómicron, tiene que ser ajustada para alcanzar el objetivo de crecimiento autoimpuesto por las autoridades chinas (5.5%), pues la amenaza latente de nuevas variantes que provoquen futuros confinamientos y nuevas restricciones seguirá deprimiendo la confianza, el consumo y la inversión en el país asiático, por no hablar de sus efectos nocivos sobre las cadenas de suministro; al respecto, vale la pena mencionar que sus disrupciones constantes son un reto mayúsculo para el resto del mundo al encontrarse inadecuadamente preparado para resolverlo en el corto y mediano plazo. Existen importantes motivaciones políticas detrás de la implementación de estas medidas expuestas en nuestra entrega pasada. Esas motivaciones explican porque este año no esperamos un ajuste drástico al respecto, pero sí cambios graduales y modulares que mitiguen su impacto económico.



Inversión de la curva

Fuente: Bloomberg

Figura 3.



La inversión reciente de la curva de Tesoros probablemente es una falsa alarma de recesión. Sin embargo, el ciclo económico global sigue mostrando señales desalentadoras.

Respecto a las tasas, vale la pena detenerse y mirar con atención lo que ha ocurrido en la curva de Tesoros. El firme incremento en los nodos de corto plazo acompañó incrementos menores en los nodos largos. Debido a una prima de plazo estructuralmente deprimida, y un FED súbitamente agresivo, la curva de Tesoros se invirtió hasta el nodo de 2 años; es decir, la tasa de 2 años ha superado la de 10 años. Esto típicamente se interpreta como una señal de recesión en el futuro próximo. Sin embargo, los mercados accionarios no reflejan esta señal tan pesimista. Ambos mundos son conciliados si miramos la estructura de la pendiente de corto plazo, es decir, la diferencia entre las tasas cortas como, por ejemplo, la que hay entre las tasas de 2 años y 3 meses; ésta se encuentra en máximos no vistos desde 2002. Algo similar ocurre si tomamos la diferencia entre el nodo de tres meses y el de diez años (figura 4). Por ende, debemos esperar que la inversión del 10Y-2Y se corrija, y que la señal recesiva se desvanezca.

Seguimos favoreciendo el equity americano y asiático emergente, así como el oro, el crédito y Tesoros de corta duración.

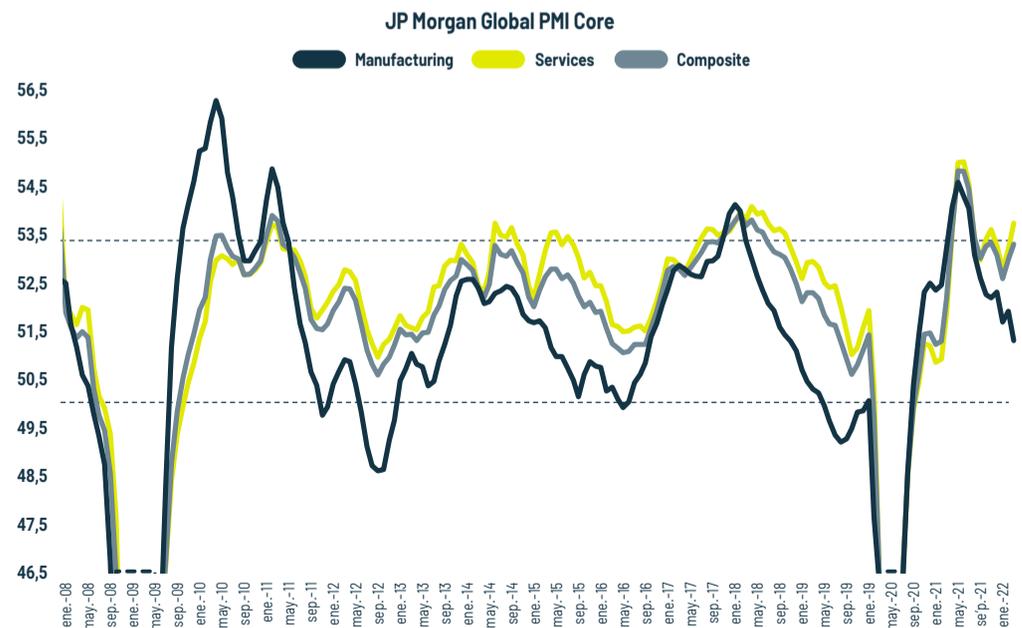
Habiendo dicho la anterior, es claro que la economía global se desacelera. Es algo que hemos venido señalando con anticipación y que se está observando en indicadores líderes como los PMI globales (figura 4). Esta es la principal razón detrás de un posicionamiento estratégico defensivo, pues el endurecimiento monetario por parte del FED, aunado a los riesgos en Europa, perjudicarán más gravemente a los activos de riesgo que a la renta fija. No obstante, consideramos que el impacto no será simétrico, y que el equity americano y asiático emergente presentan características interesantes en un entorno de crecimiento escaso o limitado, aunque esto cambiará si los riesgos de recesión comienzan a cristalizarse.

Finalmente, y de cara a probables escenarios de volatilidad y aversión al riesgo, blindamos el portafolio privilegiando el crédito y papeles del Tesoro de corta duración. Asimismo, el entorno de incertidumbre geopolítica respalda un posicionamiento positivo en el oro pese al riesgo de incrementos en tasas reales.

PMI global ajustado (promedio móvil de 3 meses)

Fuente: Bloomberg

Figura 4.



Capítulo 3:

CICLO ECONÓMICO

El ciclo económico global podría adentrarse pronto a terreno contractivo.

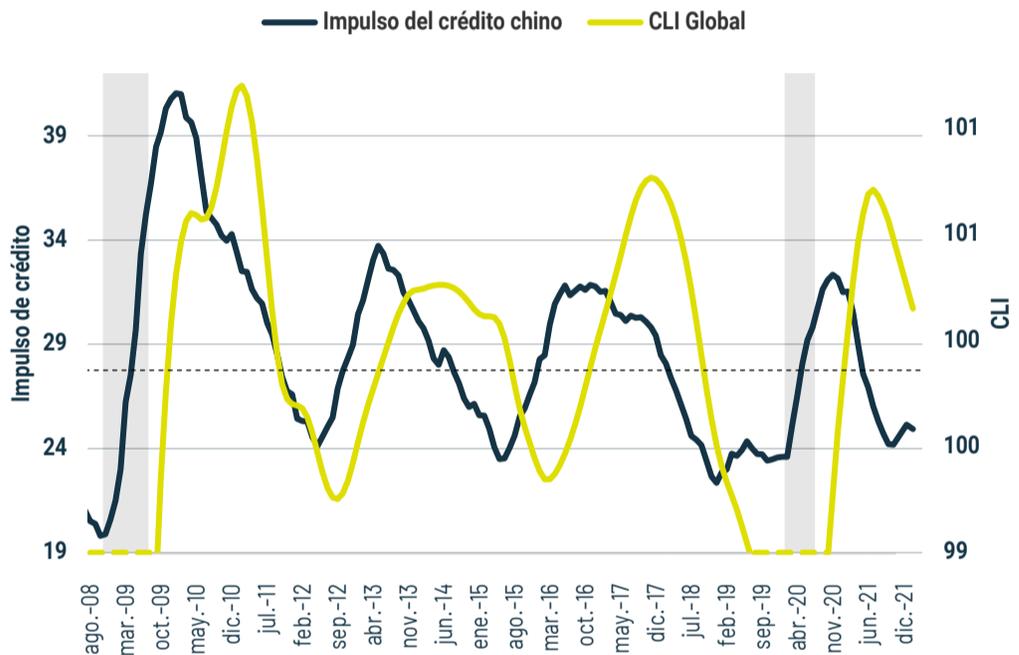
Una nueva revisión de los indicadores adelantados de ciclo global indica que el punto de inflexión ocurrió en julio de 2021, es decir, un poco antes de lo estimado. Las implicaciones de esto saltan a la vista, pues los indicadores de actividad coincidentes han perdido buena parte del dinamismo visto en 2021. Aún no hay señales de que el nivel de actividad global se encuentre por debajo de su tendencia de largo plazo, pero de continuar esta pérdida de dinamismo, es posible que en los próximos meses entremos en una fase de contracción.

Aunque la dispersión de resultados y desempeño de los mercados es amplia en esta fase, históricamente tiende a ser más compleja para los mercados que otras. La perspectiva no es favorable por las razones descritas en el apartado anterior, y porque un importante indicador adelantado del ciclo global, el impulso de crédito chino, sufrió un tropiezo en su lectura más reciente. La velocidad de escape requerida para evitar una contracción global podría no alcanzarse a menos que veamos mayor relajación y/o estímulos en aquel país, distensión en Europa o una sorpresa *dovish* por parte del FED.

Ciclo económico e impulso de crédito chino

Fuente: Bloomberg y OCDE

Figura 5.





Megatendencia

Visión actual

Visión anterior

Justificación



Solidez monetaria y fiscal



Nuevos anuncios de gasto por motivos de seguridad nacional en países desarrollados a raíz de la guerra ruso-ucraniana, de la mano de subsidios o apoyos ante la escalada de precios energéticos. Al “relajamiento” fiscal reciente se contraponen una expresión más dura por parte del FED de su trayectoria monetaria. Muchos países se han adelantado, pero la dinámica de precios a nivel global sigue sin responder a estas acciones. China, por el contrario, presenta un ciclo económico discordante con el mundo, al estar enfrentando una desaceleración más aguda que el resto, pero sin inflación. Esto le permitirá a sus autoridades monetarias, bancarias y fiscales reestimar su economía a fin de alcanzar su objetivo de crecimiento de 5.5% este año.



Demografía y productividad



En EE.UU., la participación laboral se recuperó con gran rapidez en el trimestre pasado, reduciendo la preocupación de expertos en torno de lo que parecía ser una anomalía en la historia estelar de recuperación del sector laboral americano. A lo previo se debe contrastar una reducción de las horas promedio de trabajo en aquella economía. Las caídas reales en salarios acumulan once meses, lo que fuera de consideraciones contables por una alta inflación y el hecho que los salarios tienden a ajustarse con rezago a la misma, pudieran ser reflejo de algo más grave, como una caída estructural de la productividad en aquel país. La reactivación de la inversión productiva deberá corregir este proceso. Por otro lado, la pandemia está teniendo efectos fuertes sobre la fertilidad y la esperanza de vida, que en 2021 volvió a retroceder pese a la aprobación y uso extendido de vacunas.



Sustentabilidad



Un grave retroceso derivado de consideraciones geopolíticas. La alta dependencia a los hidrocarburos rusos por parte de numerosos países europeos será mitigada a un ritmo que podría ser disruptivo o no, dependiendo de las reacciones de estos países al derrotero que tome la invasión rusa a Ucrania. En el corto plazo, esto implicará altos precios del gas, el petróleo y el carbón, y como consecuencia, apoyos para la producción local que busquen reemplazar a sus pares rusos, en detrimento de consideraciones medio ambientales. Sin embargo, en el largo plazo, esta misma motivación geopolítica deberá acelerar la transición energética.

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.