

# 2023:

¿El ojo del huracán o la calma  
después de la tormenta?

**GBM**

Enero, 2023

## Acerca de los autores



### **Juan Carlos Herrera**

**Chief of Wealth Mangement, GBM**

- Socio Director de Inscription Capital 1,200 millones de AUM
- Cofundador de Quantor Capital, LLC (fondo de cobertura)
- Ex-vicepresidente de Citigroup Private Bank, que supervisó más de 2,000 millones de dólares en activos.
- Licenciado por la Universidad de Texas en Austin



### **Andres Maza**

**Chief Investment Officer, GBM**

- MBA en la Escuela de Negocios del IPADE/estudios avanzados en Las Universidades de Harvard y Columbia
- Ex jefe de cartera de dos fondos de cobertura de GBM
- Ex jefe de investigación de GBM

El 2022 fue un año en el que vivimos una transición a un nuevo régimen de mercado que ocasionará implicaciones más allá de lo que vimos el año pasado. El fin del dinero barato provocó un ajuste importante en la mayoría de las clases de activos. Después de una década de condiciones monetarias laxas alrededor del mundo, y particularmente en los países desarrollados, las presiones inflacionarias han llevado a la mayoría de los bancos centrales a endurecer su política monetaria.

Este movimiento a niveles de tasas más altas fue lo que dictó el comportamiento durante el 2022 en la mayoría de los activos y lo que será una de las variables más importantes en los mercados financieros durante 2023.

### Adiós a la política monetaria de tasa cero

Las tasas de interés en muchos países están en sus mayores niveles desde 2008

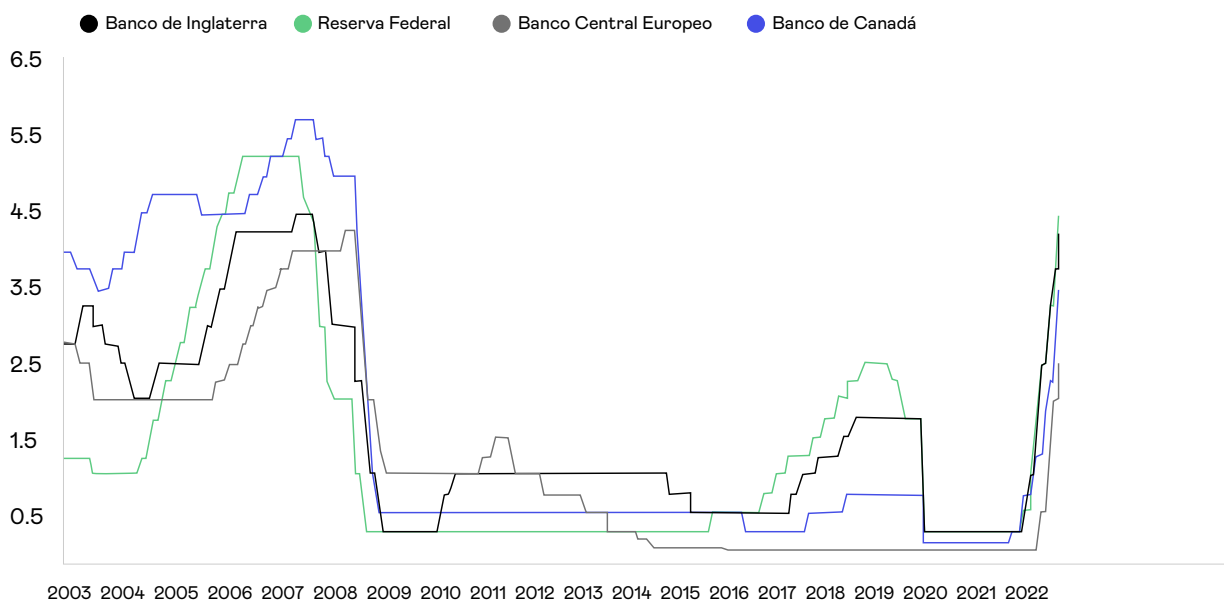


Fig. 1 Incremento de tasas de interés por Bancos Centrales

### Rendimientos de los activos mundiales en 2022

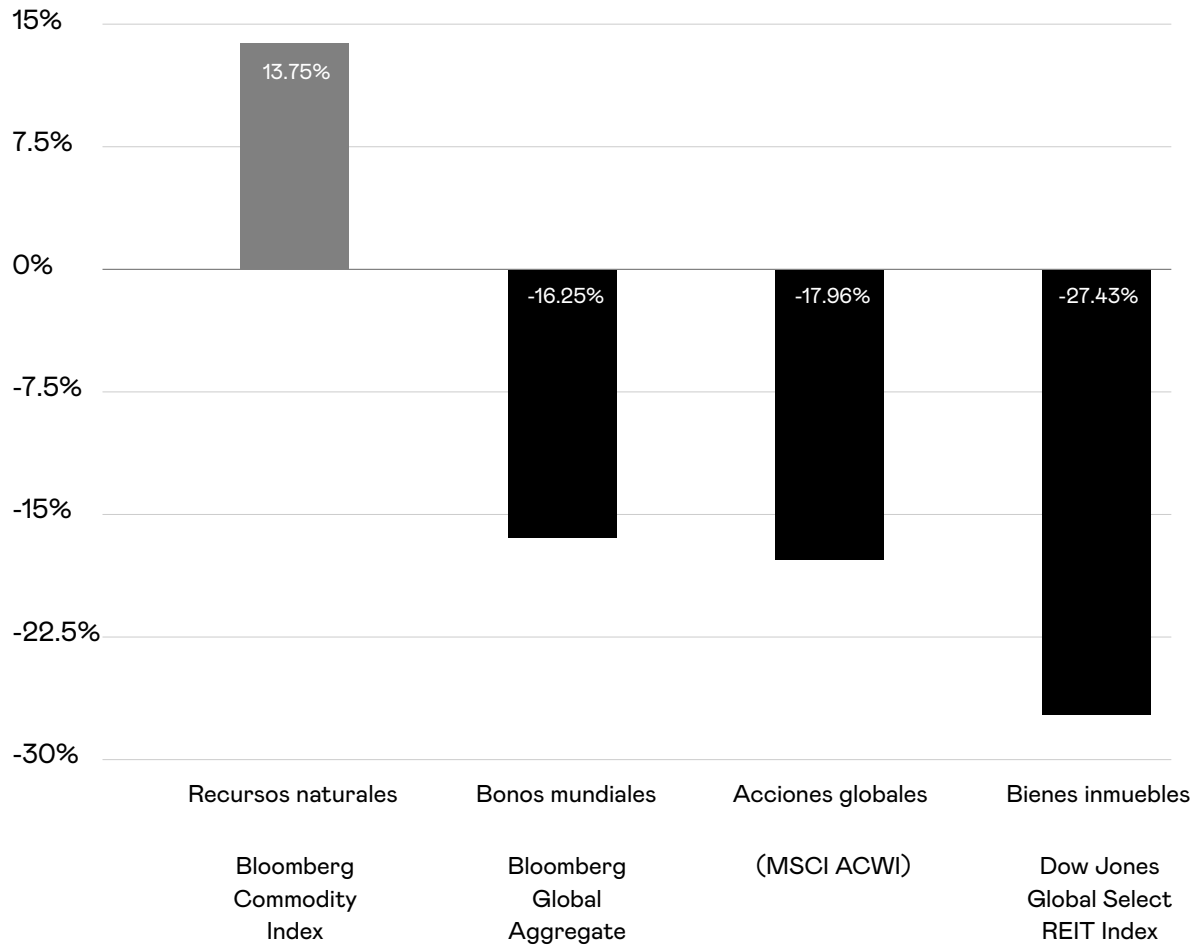


Fig. 2 Rendimientos de los activos mundiales en 2022

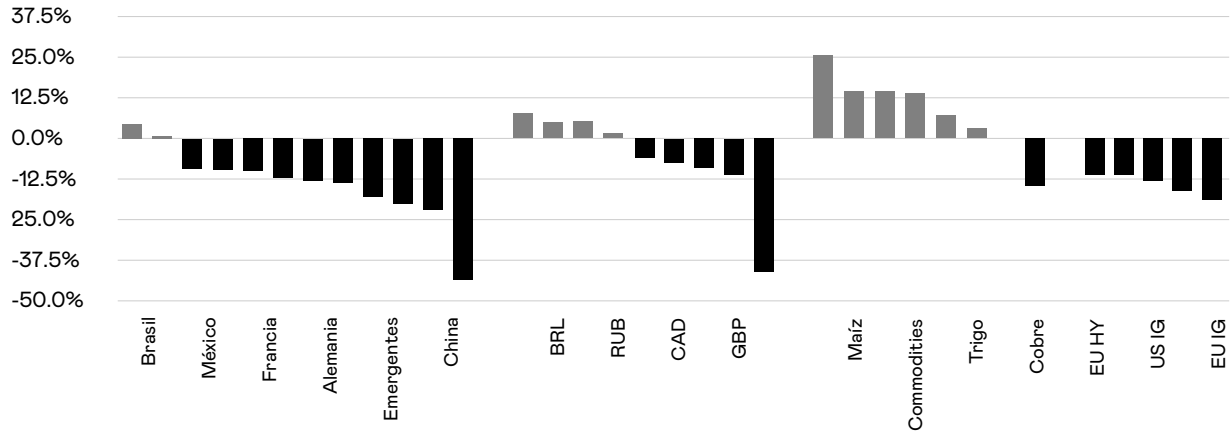


Fig. 3 Desempeño de los principales activos en 2022

Fuente: GBM con datos de Bloomberg

País	Tasa de interés	Tasa de inflación
Estados Unidos	4.50%	7.11%
Canadá	4.25%	6.80%
China	3.65%	1.60%
Reino Unido	3.50%	10.70%
Eurozona	2.50%	9.20%
Alemania	2.50%	8.60%
Francia	2.50%	7.10%
Italia	2.50%	12.60%
España	2.50%	6.70%
Japón	-0.10%	3.80%

Fig. 4 Tasas de interés e inflación de diversos países

Fuente: Ycharts



Detrás de este endurecimiento en política monetaria están los repentes en los niveles de inflación a nivel global. Después de muchos años de estabilidad de precios, los desbalances en las cadenas de suministro provocados por el COVID19, estímulos fiscales y monetarios aplicados para contrarrestar la crisis ocasionada por la pandemia y el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y sus efectos en

el suministro de materias primas clave, resultó en la mezcla perfecta para desatar fuertes presiones inflacionarias alrededor del mundo, con niveles de aumentos de precios no vistos en décadas que obligaron a los bancos centrales a revertir sus estímulos y endurecer su política a un ritmo récord.

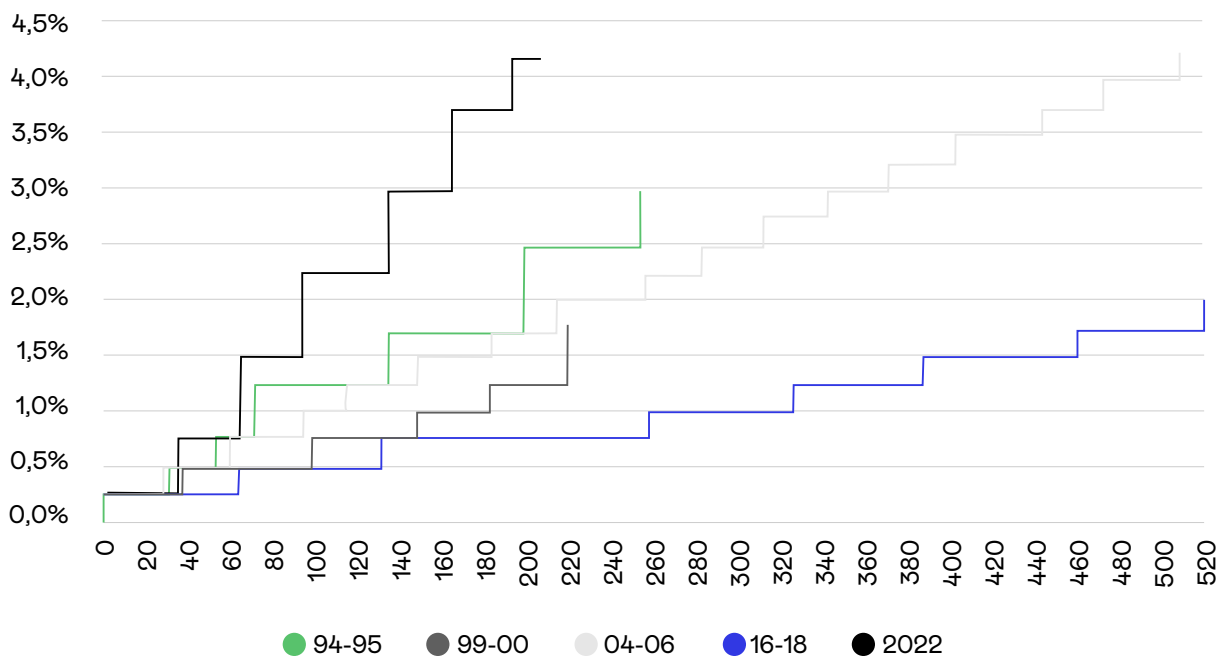


Fig. 5 Alzas de tasas de la Reserva Federal en ciclos restrictivos recientes (días desde el primer aumento hasta el nivel máximo)

Fuente: GBM con datos de Bloomberg

- Effective Federal Funds Rate (I:EFFRND)
- 1 Year Treasury Rate (I:1YTRNK)
- 10 Year Treasury Rate (1:10YTR)
- 30 Year Treasury Rate (I:30YTR)

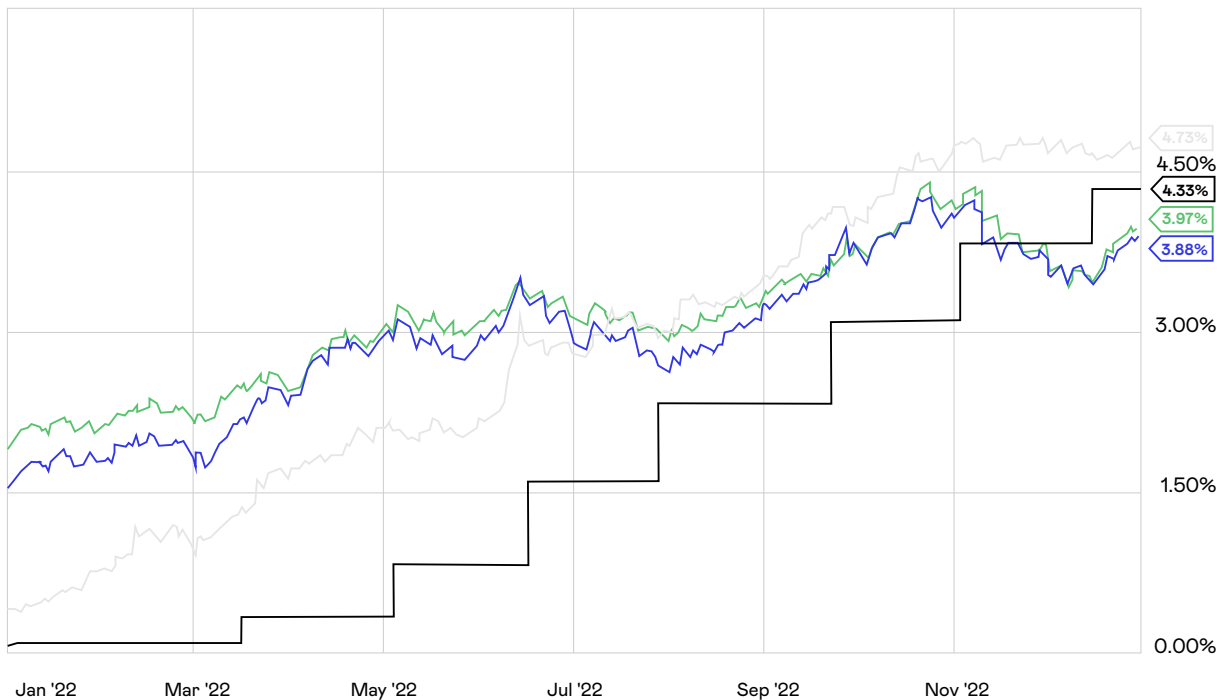


Fig. 6 Tasa de referencia de la Reserva Federal (Banco central de EE.UU.) y las tasas de interés de EE.UU. a 1, 10 y 30 años.

Fuente: Ycharts

**“El 2023 será un año diferente, en el que podemos esperar que la política monetaria permanezca más bien estable y que posteriormente incluso tenga un sesgo acomodaticio”**

Actualmente todo indica que la inflación ha tocado ya sus niveles máximos y ha comenzado un punto de inflexión, por lo que los bancos centrales pronto estarán pausando sus aumentos de tasas. En este contexto el 2023 será un año diferente, en el que podemos esperar

que la política monetaria permanezca más bien estable y que posteriormente incluso tenga un sesgo acomodaticio. Esto debido a que el nuevo reto a enfrentar será la desaceleración económica que se vislumbra en el horizonte.

## ¿Qué debemos esperar para este año?

Las principales temáticas que estarán siguiendo los inversionistas y que definirán la dirección de los mercados en 2023 son:

### Inflación a la baja

Contrario a lo que vivimos en 2022, las tendencias en los niveles de inflación en 2023 serán a la baja. Las respuestas agresivas por parte de bancos como la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y Banco de México, entre muchos otros, han surtido efecto y las últimas lecturas

de inflación muestran que su aceleración ha terminado. Esto permitirá a los bancos centrales relajar sus políticas y dará espacio a los mercados para respirar, que hacia el cierre del año pasado ya mostraban optimismo a causa de estas dinámicas.

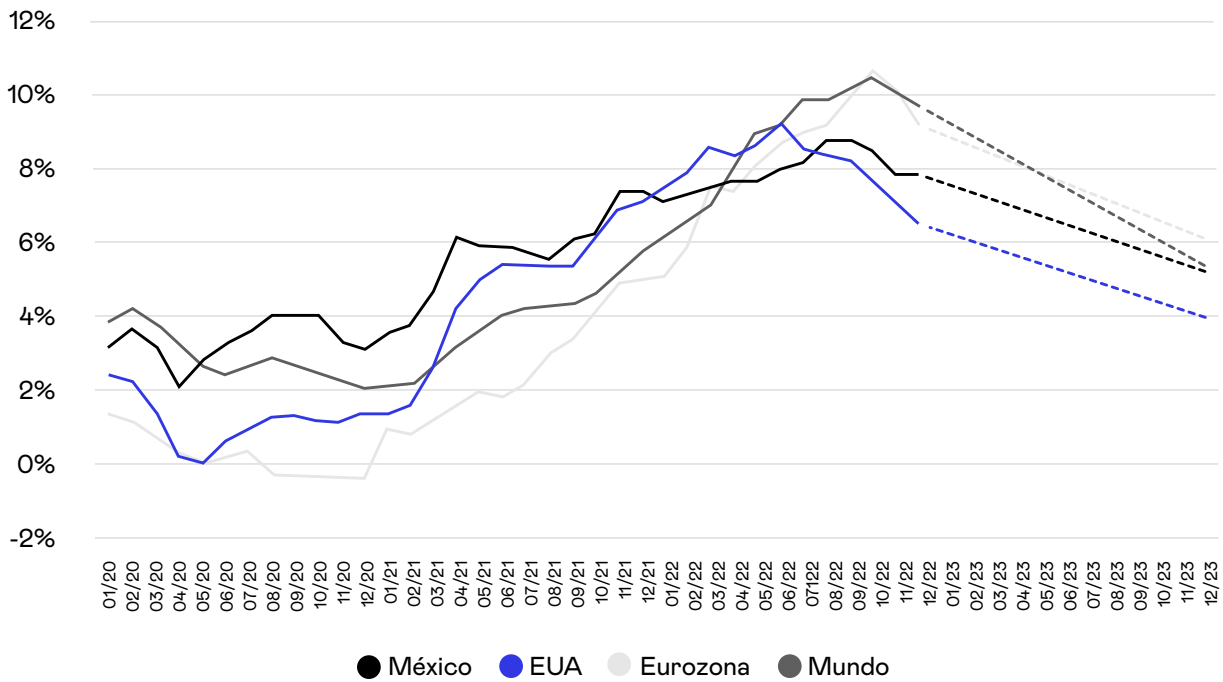


Fig. 7 Inflación histórica y estimados para 2023

Fuente: GBM con datos de Bloomberg



### Restricción monetaria en pausa

Si bien la nueva dirección que está tomando la inflación quita presión a los bancos centrales, estos no estarán listos para revertir sus posturas hasta tener la seguridad de que los precios efectivamente comienzan a estabilizarse y la inflación se acerca a sus niveles objetivo. Por lo mismo, a pesar de que el panorama de crecimiento económico se ha vuelto menos alentador, los principales

bancos continuarán con sus últimas alzas del ciclo durante el primer trimestre del año y luego pausarán sus aumentos de tasas. No será sino hasta finales de año en algunos casos, o incluso hasta 2024, que los principales bancos reviertan su postura, comenzando con un ciclo de relajamiento para normalizar sus tasas y apoyar a sus economías.

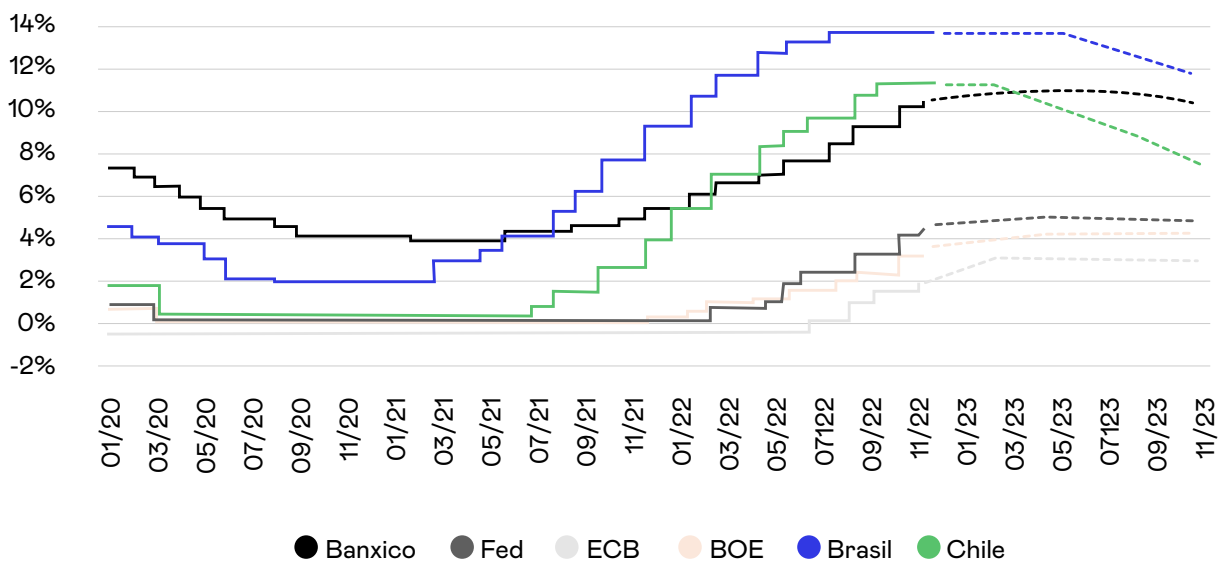


Fig. 8 Tasa objetivo de diversos Bancos Centrales

Fuente: GBM con datos de Bloomberg

## Desaceleración económica

Las políticas macroeconómicas restrictivas no sólo han tenido efectos sobre el ritmo de la inflación, sino de manera más amplia en las economías en general. Con ello, las expectativas de crecimiento para la mayoría de los países durante 2023 han ido a la baja e incluso es probable que algunas regiones del mundo entren en recesión en algún momento del año.

Europa es una de las regiones más vulnerables dado los efectos de la guerra en Ucrania y su dependencia energética de Rusia, por lo que una recesión es inminente. En Estados Unidos esperamos una desaceleración y probablemente una recesión, aunque de perfil corto y poco profundo. China, motor clave de la economía mundial, ha continuado con políticas altamente restrictivas para controlar los contagios de COVID19, las

cuales pesan sobre su economía, que además atraviesa por problemas en su sector de bienes raíces, que al representar casi el 25% del PIB, implica una seria amenaza a su crecimiento. Finalmente, en México también esperamos un crecimiento económico más débil durante 2023, reduciéndose a 1.7% vs. el 3.1% que estimamos para 2022, de la mano con la desaceleración económica que se dará en Estados Unidos y en el mundo.

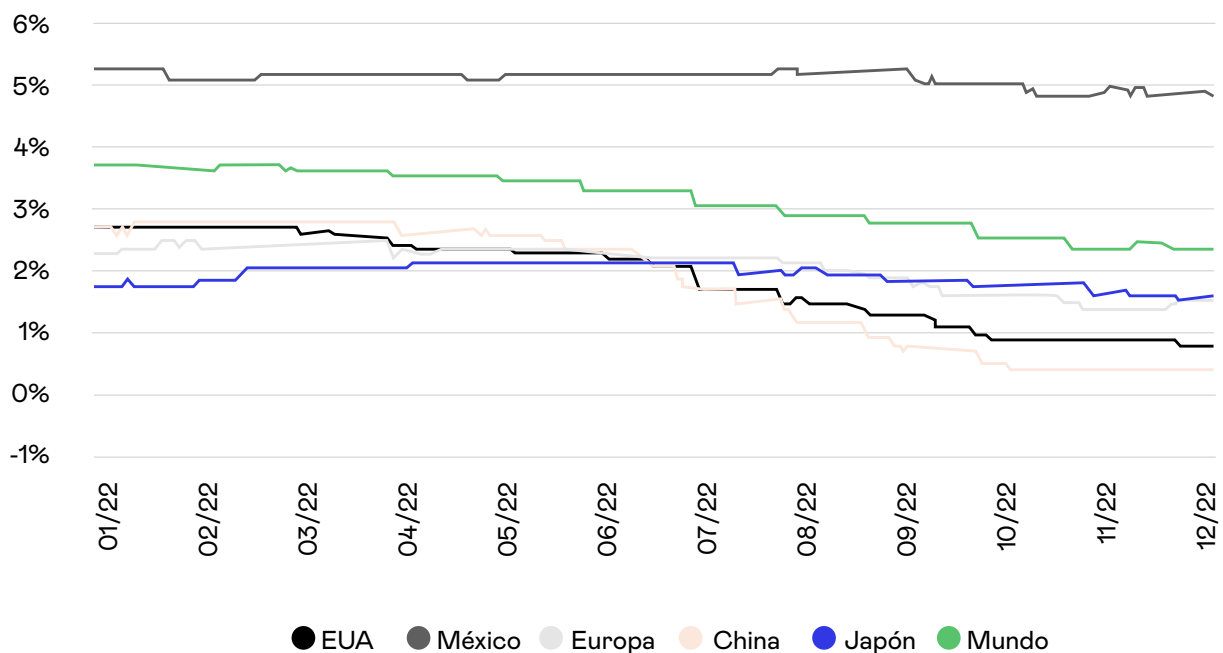


Fig. 9 Historial de consenso de estimados de crecimiento para 2023

Fuente: GBM con datos de Bloomberg

### **Continúan los conflictos geopolíticos**

La invasión rusa a Ucrania todavía no da muestras de concluir, a pesar de los avances que el ejército ucraniano ha logrado durante los últimos meses, por lo que continuará siendo una fuente de incertidumbre e inestabilidad en el futuro cercano, particularmente para Europa.

Por otro lado, las tensiones entre China y Taiwán en cuanto a su soberanía, e incluso los conflictos entre Estados Unidos y China, podrían volver a aflorar en este año, aunque el escenario base es que estos conflictos no lleguen a escalar demasiado debido a que implicarían costos importantes para todos los involucrados.

### **Nuevo régimen en los mercados financieros**

Teniendo en cuenta los nuevos niveles de tasas que deberán permanecer por más tiempo a niveles más altos que los que han predominado desde la gran crisis financiera de 2008, el panorama de los mercados hacia delante tendrá muchas diferencias con lo que hemos vivido en la última década.

En los mercados de deuda, los inversionistas pueden obtener hoy en día rendimientos que no habíamos visto en varios años, sin la necesidad de incurrir en inversiones de mayor riesgo. Esto va en beneficio directo de los inversionistas conservadores o con horizontes de corto plazo, y más aún de aquellos que buscan protegerse en monedas duras, dado que en los últimos años tuvieron que conformarse con tasas bajas.

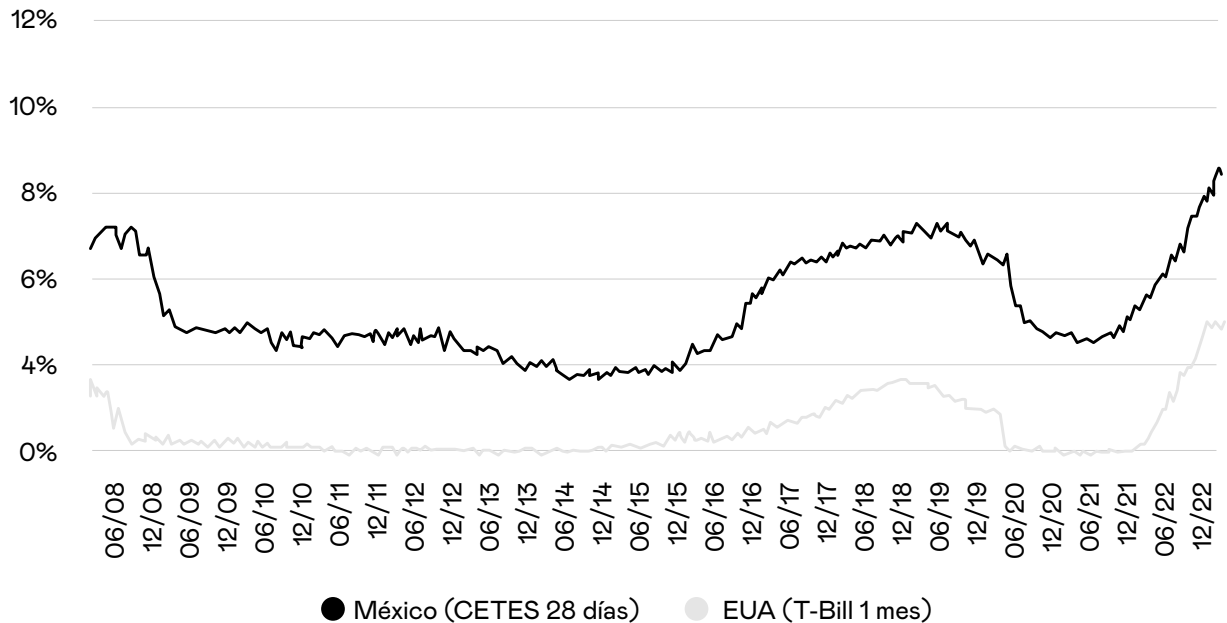


Fig. 10 Tasas de Bonos de Gobierno de corto plazo

Fuente: GBM con datos de Bloomberg

En los mercados accionarios, los nuevos niveles de tasas implican un costo del dinero más alto y por lo tanto un impacto en el valor de las empresas, particularmente aquellas de alto crecimiento que derivan una mayor parte de su valor de lo que sucederá en el futuro. No es casualidad que precisamente ese tipo de empresas hayan estado entre las que más sufrieron durante los ajustes del año pasado.

Sin embargo, hacia adelante, los niveles de valuación más bajos a los que cotizan las bolsas ofrecen un punto de entrada más atractivo para los inversionistas, con retornos potenciales más interesantes. Si bien habrá empresas que en este nuevo régimen tardarán mucho en recuperar su

valor previo a las caídas del año pasado, para el mercado en general los niveles de valuación son un buen indicador de rendimientos de largo plazo y el punto de entrada actual presenta oportunidades interesantes.

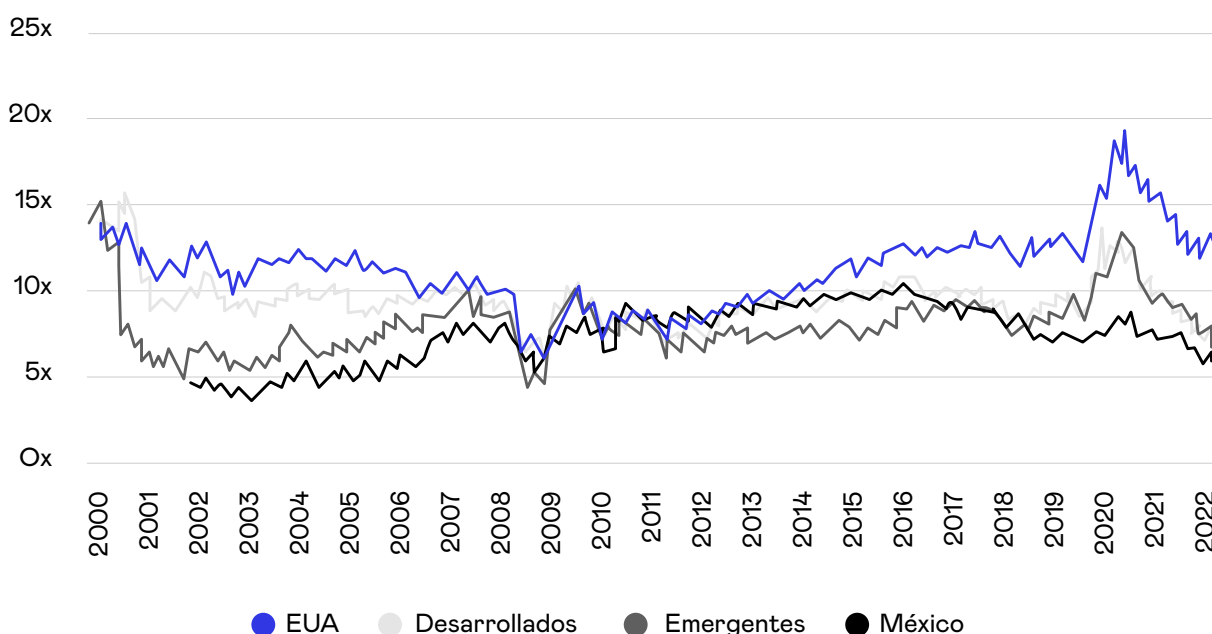


Fig. 11 Múltiplos históricos de valuación precio/utilidad por región

Fuente: GBM con datos de Bloomberg

A pesar de que existen riesgos en el horizonte que podrán ser fuentes de incertidumbre durante el año, los inversionistas pacientes serán como siempre quienes podrán capitalizar las oportunidades que ofrecen los mercados.

Momentos de volatilidad como los que vivimos recientemente, muchas veces desvían a los inversionistas de sus objetivos de inversión y buscan reaccionar

a la volatilidad con movimientos bruscos en sus portafolios. En momentos así es más valioso recordar que el éxito en los mercados depende más bien de la constancia, disciplina y del plazo que permanecemos invertidos en el mercado lo que nos da la mayor probabilidad de obtener un buen resultado más que intentar medirle los tiempos al mercado.

## ¿Qué hacer hacia adelante en 2023?

La diversificación es la mejor estrategia que un inversionista puede tener para protegerse contra los riesgos inesperados del futuro. Sin embargo, aunque estés bien diversificado, no significa que no tendrás fluctuaciones en tu portafolio. A continuación, hablaremos sobre las acciones y bonos mundiales y cómo deben formar parte de tus inversiones.

### Las acciones:

Como puedes ver, las acciones mundiales son las que peor se han comportado hasta ahora; de hecho, algunas empresas individuales han bajado mucho más que el Índice. Por ejemplo, acciones que hace un par de años incrementaron considerablemente su valor, cayeron más de 26% y algunas hasta 65% en 2022.

### Rendimientos 2022

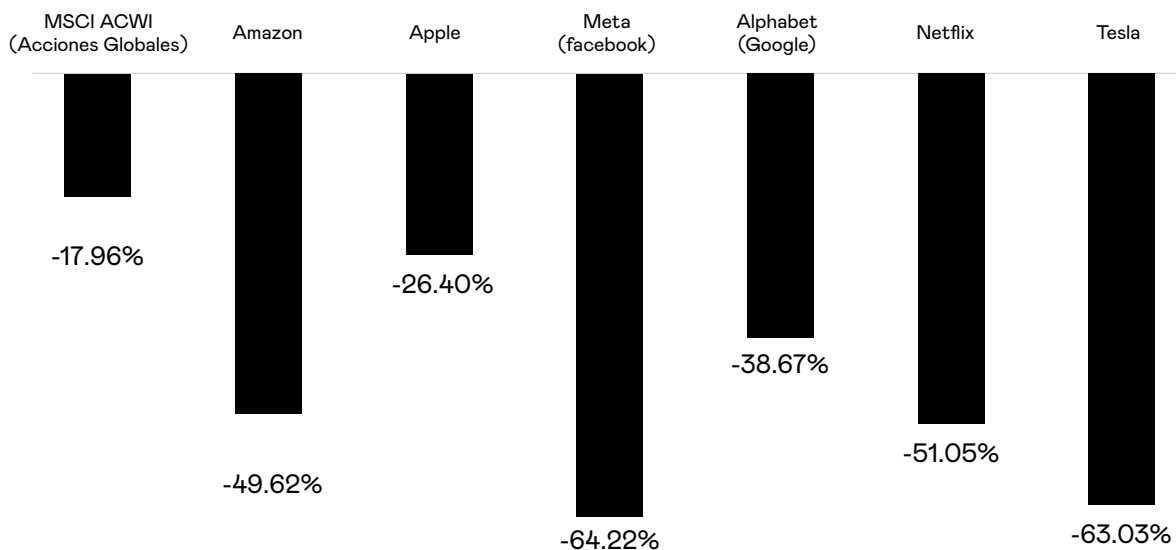


Fig. 12 Rendimientos en 2022 de diferentes acciones mundiales

Fuente: GBM con datos de Bloomberg



Es posible que algunas de estas empresas nunca vuelvan a sus máximos, por lo que recomendamos asumir solo riesgos sistemáticos o de mercado, para aumentar tus probabilidades de éxito en 2023 y más allá.

Por ejemplo, cuando GE, una de las mayores empresas del mundo en aquel momento, cayó más de un 50% tras el estallido de la burbuja puntocom, podríamos haber supuesto que sería una buena oportunidad de compra a largo plazo; después de todo, es GE, ¿qué podría salir mal?

### General Electric Co (GE) Total Return



Fig. 13 Rendimientos de GE 2000-2002

Fuente: Ycharts

Supongamos que después de que cayera un 50% compraste acciones de GE, pensando que un día seguramente alcanzaría su máximo anterior. Veinte años después, sin embargo, te llevarías una gran decepción al saber que había bajado otro 42%:

### General Electric Co (GE) Total Return



Fig. 14 Rendimientos de GE 2004-2022

Fuente: Ycharts

Supongamos ahora que en lugar de comprar GE cuando bajó un 50%, diversificaste e invertiste en el mercado bursátil mundial (asumiendo solo el riesgo sistemático). En ese caso, habrías tenido un resultado completamente distinto:

- Acciones Globales (MSCI ACWI TOTAL RETURN)
- General Electric (GE)

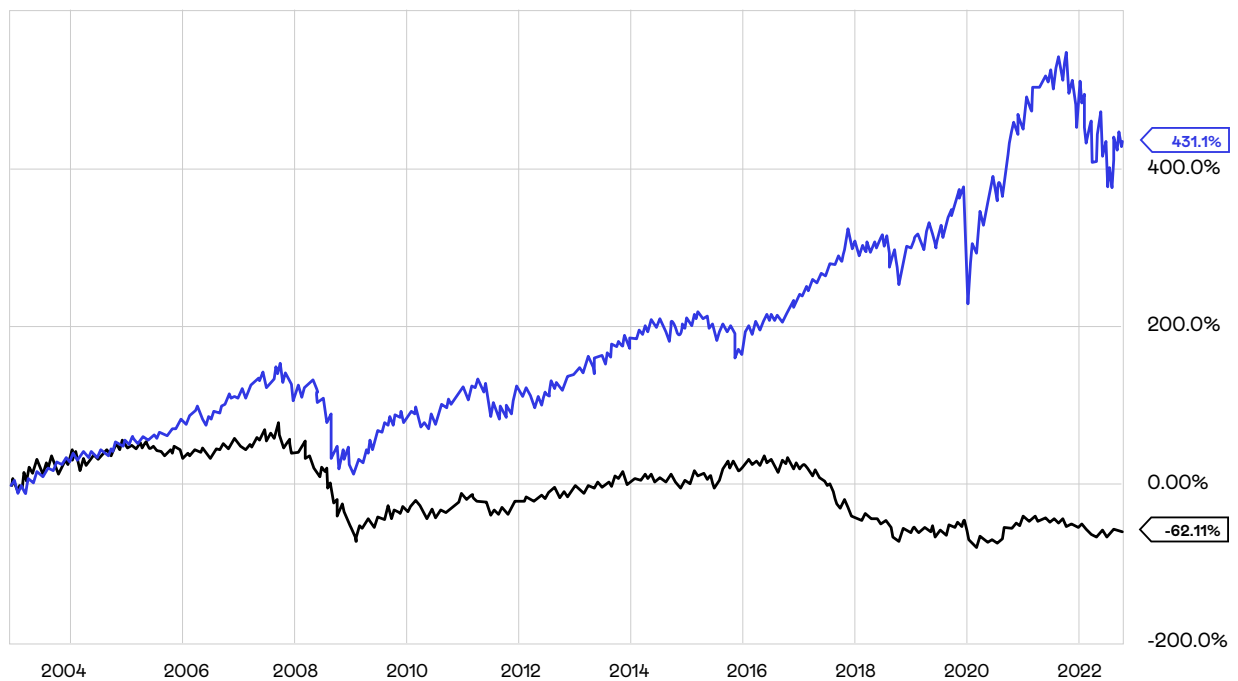


Fig. 15 Rendimientos MSCI vs. GE de 2004 a 2022

Fuente: Ycharts

Confiamos plenamente en que el índice bursátil mundial acabará recuperando su tendencia a largo plazo; sin embargo, nadie sabe cuándo ocurrirá. Por esta razón recomendamos analizar una inversión en nuestro fondo [GBMTRV](#) o en nuestra cuenta discrecional [Global Equities Factor](#).

### **Bonos:**

Sin embargo, la historia más importante de 2022 es la de los bonos mundiales, que tuvieron uno de sus peores años registrados. Aunque no podemos afirmar con seguridad que las acciones vayan a recuperarse rápidamente sí podemos decir que los bonos deberían empezar a rendir mejor, y pronto.

Cuando las tasas se mueven los precios se mueven de manera contraria, es por eso que el año pasado vimos una disminución en los precios de los bonos. A pesar de esto las tasas a las que fueron emitidos no cambiaron, por lo que su rendimiento esperado futuro será mayor (ya que se calcula con la misma tasa, pero un precio menor), esto asumiendo que el emisor del bono cumpla con el poder de seguir haciendo los pagos de cupones y se mantenga solvente.



Por lo tanto, con la caída histórica de los bonos, también estamos viendo un rendimiento a vencimiento muy atractivo en nuestras tenencias de bonos de cara al futuro. Veamos un ejemplo que nos ayudará a entenderlo mejor:

Imagina que firmas un contrato con el gobierno de EE.UU. por el que se compromete a pagarte \$120 USD dentro de diez años si hoy le das \$100 USD; en otras palabras, compras un bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años. Ahora supongamos que en el quinto año de vigencia del bono alguien te ofrece \$60 USD por él. Por lo que tienes la opción de venderlo en el quinto año por \$60 USD o conservarlo hasta el décimo año para cobrar los \$120 USD.

Como se trata de un bono del Estado, no hay riesgo de impago: si conservas el bono hasta su vencimiento en el año diez, tienes garantizado el cobro de los \$120 USD. Supongamos que no vendes el bono y lo conservas hasta el décimo año y recibes los \$120 USD: tu rendimiento sobre ese bono fue del 20%.







Ahora, como alternativa, imagina que vendes el bono al comprador que te ofrece \$60 en el año cinco y que el comprador conserva el bono hasta su vencimiento en el año diez. ¿Cuál es la rentabilidad del comprador? Como compró el bono a \$60 USD, en lugar de \$100 USD y el bono pagaría \$120 USD, la rentabilidad del comprador fue del 100%. El mismo bono, pero diferente rendimiento y ganancia dependiendo de cuándo se compró.

Este ejemplo pretende mostrar que cuando el precio de un bono baja, el rendimiento (o ganancia) del bono sube. Y siempre que el bono no incumpla, podemos calcular su 'rendimiento al vencimiento' en un día determinado. Así pues, a nuestros efectos, el rendimiento medio al vencimiento de los bonos del

Un ejemplo más realista de cómo funciona, es observar el precio del SHV, un ETF que invierte en bonos del Estado a corto plazo con una duración efectiva de unos tres meses. 'Duración' significa lo sensible que es el precio de un bono a una variación de los tipos de interés. Cuanto mayor sea la duración de un bono, más se moverá su precio en respuesta a los tipos de interés.



En la siguiente gráfica, observa cómo las tasas de interés a tres meses subieron cuando el mercado anticipó que la Reserva Federal subiría las tasas de interés, lo que provocó la caída del precio del SHV:

- iShares Short Treasury Bond ETF (SHV) Total Return Level
- 3 Month Treasury Rate (I:3MTRNK)

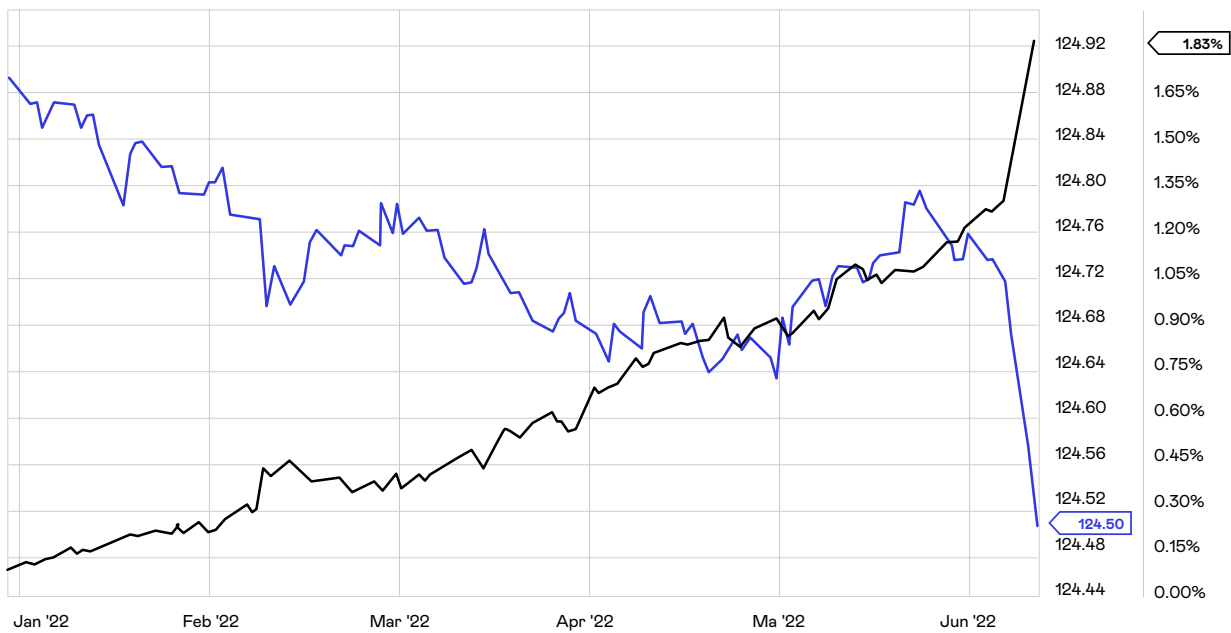


Fig. 16 Precio de los bonos de 3 meses en EE.UU. usando el ETF SHV vs. la tasa de interés de 3 meses en EE.UU.

Fuente: Ycharts

Ahora observa lo que ocurre con el precio de la SHV a medida que las tasas de interés siguen subiendo y los bonos de la cartera empiezan a vencer y se reequilibran mediante la compra por parte de la SHV de bonos más nuevos y de mayor rendimiento:

- iShares Short Treasury Bond ETF (SHV) Total Return Level
- 3 Month Treasury Rate (I:3MTCMR)

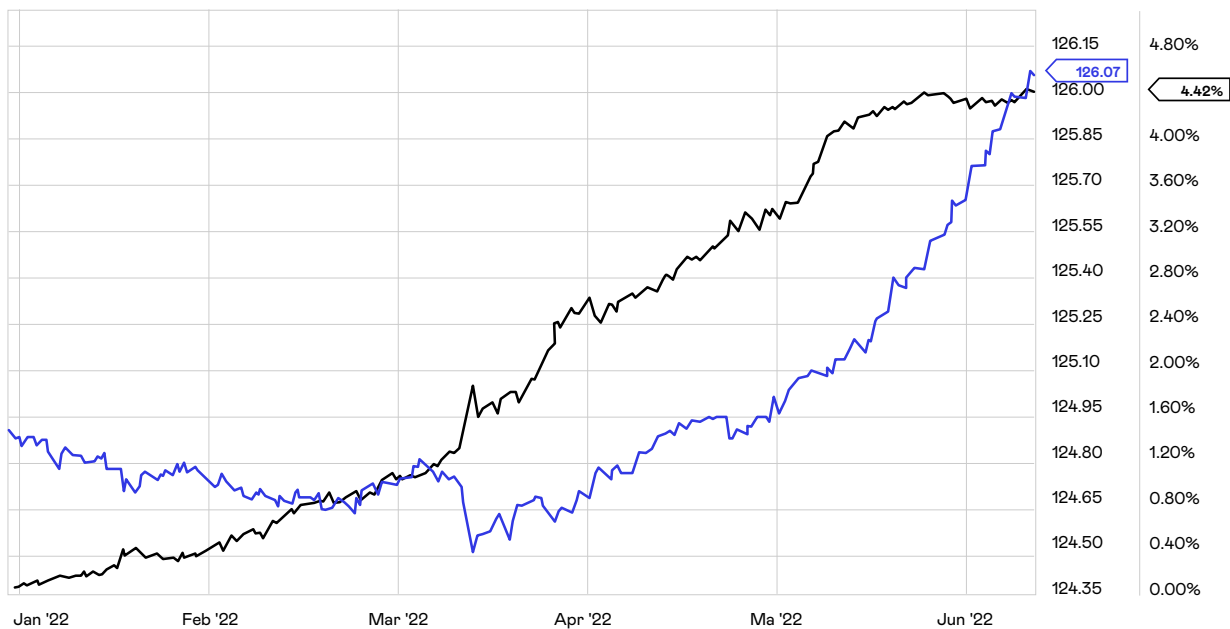


Fig. 17 Precio de los bonos de 3 meses en EE.UU. usando el ETF SHV vs. la tasa de interés de 3 meses en EE.UU. en 2022

Fuente: Ycharts

Esto es exactamente lo que ocurrirá con los bonos de mayor duración en algún momento del futuro. Por lo tanto, si solo estás asumiendo un riesgo de mercado sistemático en los bonos, y no hay impago,

cuanto más baje el precio, mayores serán los rendimientos esperados en el futuro. Este ejemplo es sólo una versión abreviada de lo que ocurrirá con los bonos de mayor duración.

## En conclusión

Aunque las acciones y los bonos mundiales tuvieron un año difícil en 2022, los activos expuestos al [riesgo sistemático](#) tienden a revertir con el tiempo a sus rendimientos históricos esperados. Debido a que las acciones (MSCI ACWI) y los bonos globales (Bloomberg Global Aggregate (^BBGATR)) han tenido rendimientos anualizados a 20 años del 8.46% y el 2.81% respectivamente, es razonable esperar que sus rendimientos futuros a partir de este momento sean mucho mayores que estos promedios para revertir a la media. Aunque esto no está en absoluto garantizado, el punto de entrada para las acciones y bonos mundiales hoy es probablemente mejor de lo que ha sido en mucho tiempo.

● Acciones Globales (MSCI ACWI Total Return)

● Bonos Globales (Bloomberg Global Aggregate)

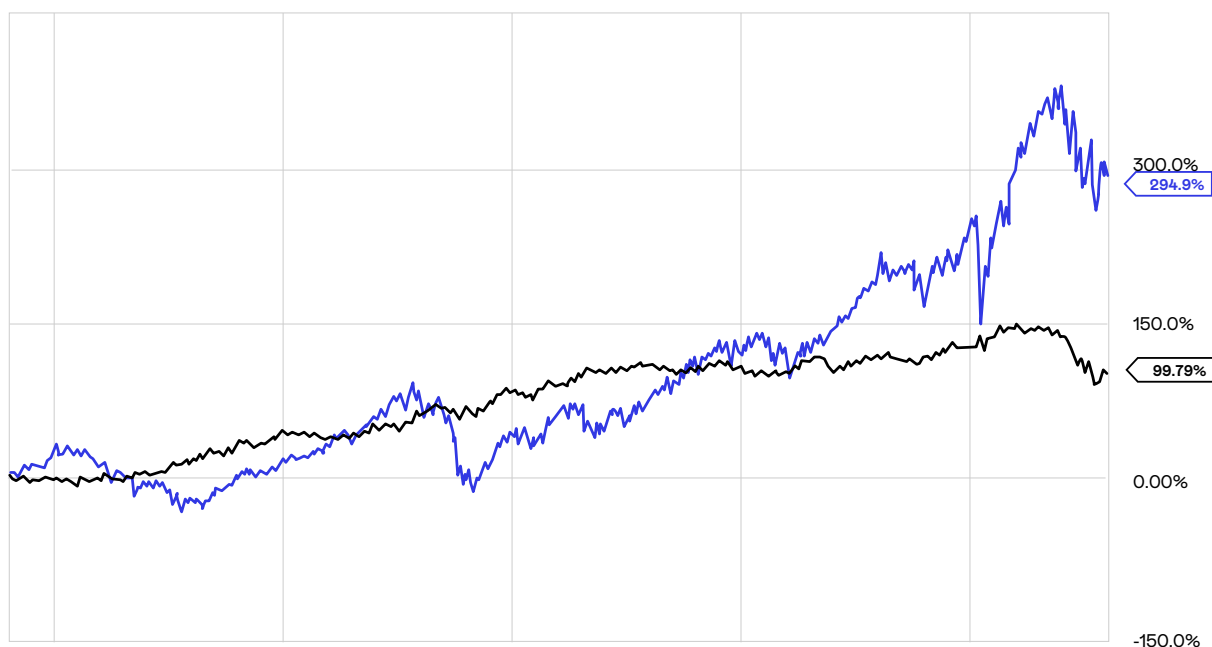


Fig. 18 Rendimientos MSCI ACWI y ^BBGATR de 2000-2020

Fuente: Ycharts

**GBM**