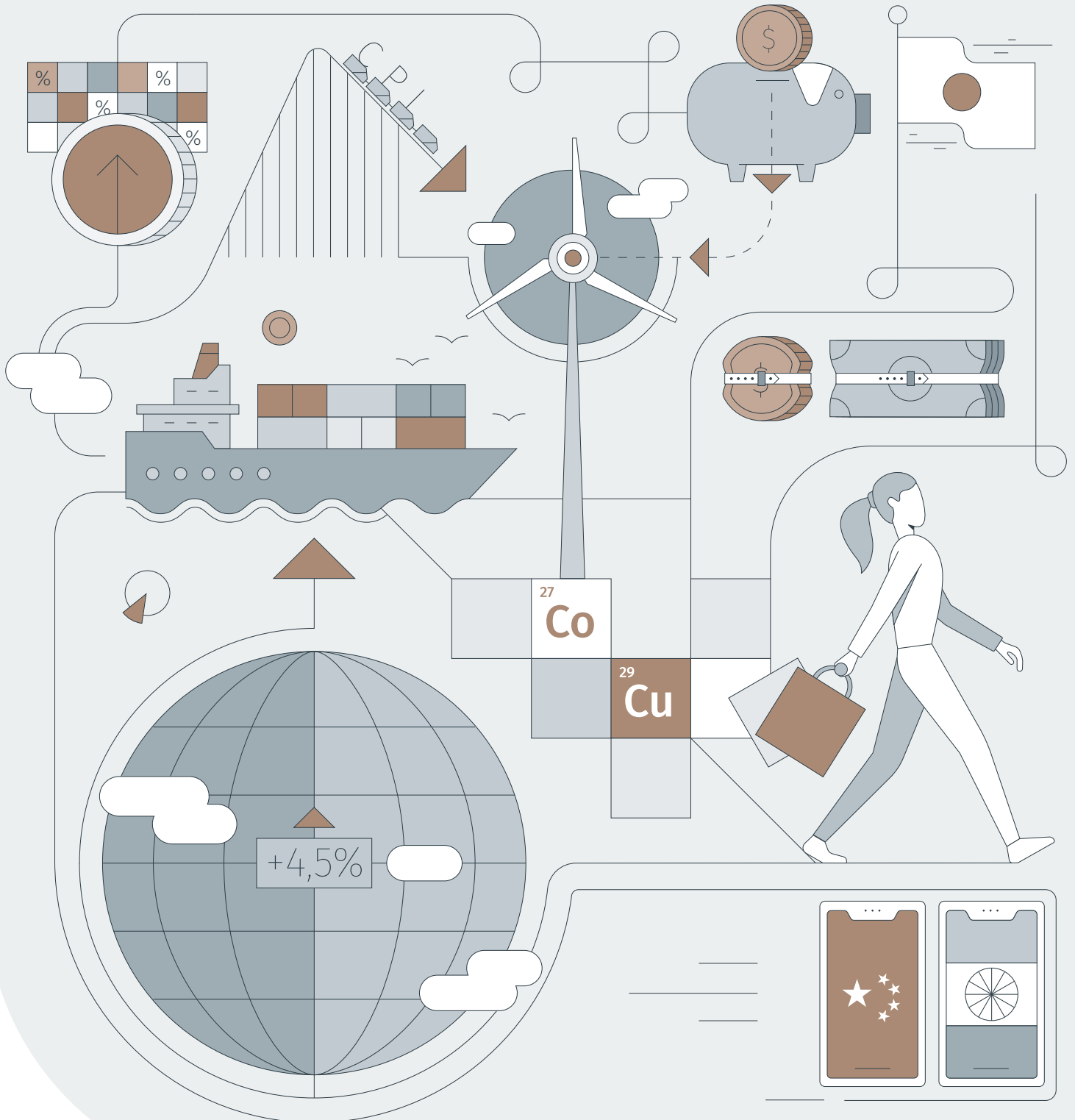


2022



# OUTLOOK

Nuestros 10 primeros temas para el año que viene



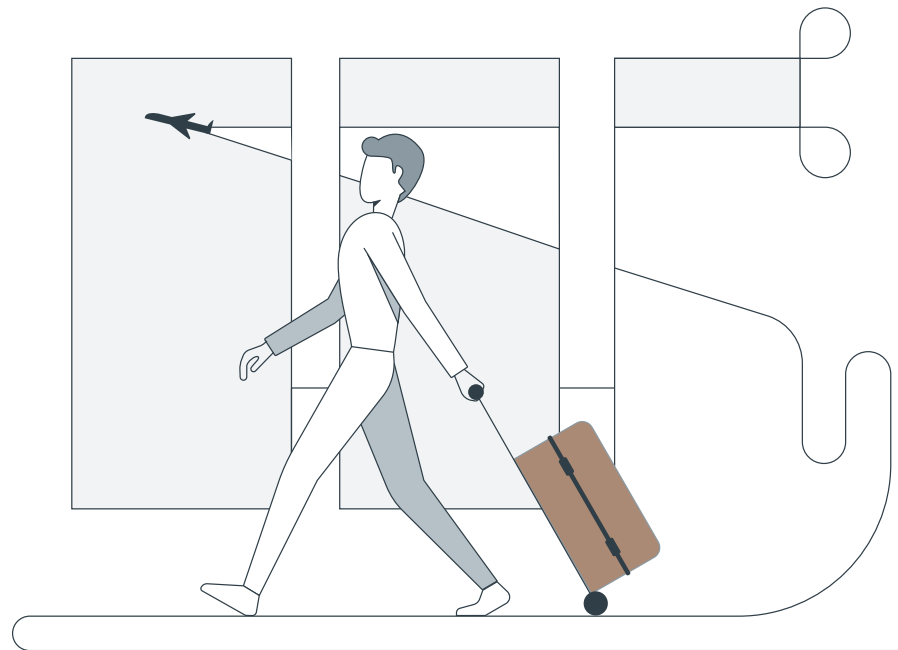
Tema

1

Correcto

## Recuperación económica global sincronizada

Pensamos que habría una recuperación sincronizada en el crecimiento económico mundial en el 2021. Eso sí sucedió.



El crecimiento mundial será de un 5,7 % en el 2021 según los pronósticos más recientes del FMI (realizados en octubre). Se espera que todas las regiones principales hayan

crecido entre un 5 % y un 6 %, un grado de crecimiento simultáneo que rara vez se ha observado en el pasado.

Puntaje total

8/10

# Revisión de 2021 Outlook

Cada mes de diciembre, revisamos las perspectivas que presentamos un año antes. En general, obtuvimos un puntaje de 8/10.

Tema

2

Correcto

## Consumidores digitales

Consideramos que los cambios en los patrones de gasto de los consumidores fueron un tema importante en el 2021: algunos son una continuación de las tendencias anteriores a la pandemia, otros son parte de un cambio estructural mayor.

Continuó la tendencia hacia las ventas minoristas en línea, a pesar de una reducción en la participación en línea inmediatamente después de la reapertura (especialmente en el mercado del Reino Unido). La transferencia a ventas en línea de servicios no se registra en la mayoría de las estadísticas, que cubren solo las ventas de bienes físicos. Sin embargo, el crecimiento de tales ventas (por ejemplo, productos financieros, juegos en línea, descargas de video y contenido de redes sociales) es posiblemente una tendencia igual de importante.

Tema

3

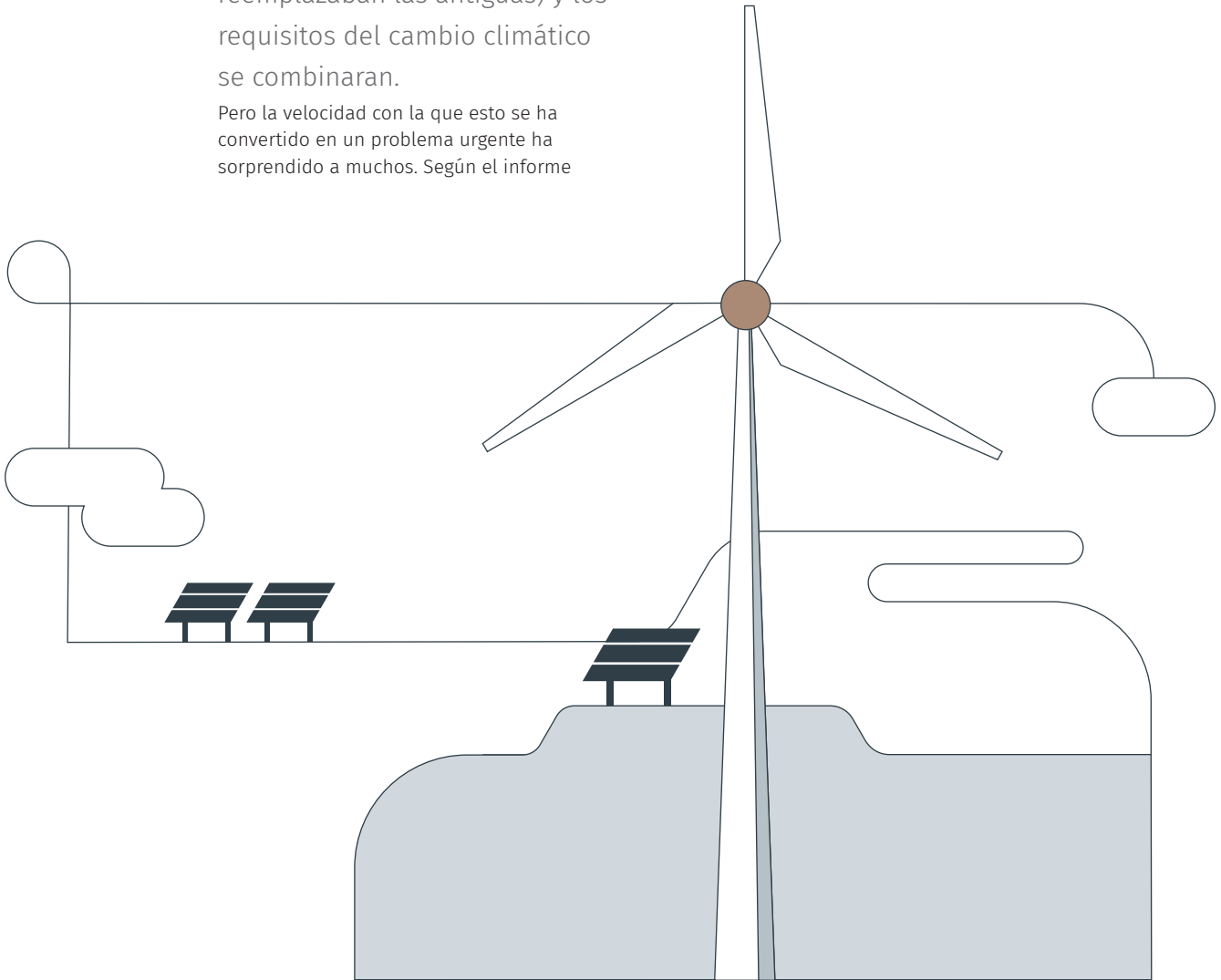
Correcto

## El cambio climático y la destrucción creativa

Esperábamos que el 2021 fuera un año en el que las fuerzas de la destrucción creativa (con nuevas tecnologías que reemplazaban las antiguas) y los requisitos del cambio climático se combinaran.

Pero la velocidad con la que esto se ha convertido en un problema urgente ha sorprendido a muchos. Según el informe

Perspectivas de la energía en el mundo de la AIE, para limitar el calentamiento global a 1,5 °C será necesario un aumento de la inversión anual en proyectos e infraestructuras de energía limpia hasta alcanzar casi USD 4 billones al año hasta el 2030.



Tema

4

Incorrecto

## La inflación se mantiene baja

Esperábamos que la inflación se mantuviera baja. En la mayoría de las economías esto no ocurrió (Japón fue una excepción notable).

A finales del 2021, hubo un profundo debate acerca de si el aumento demostraría ser transitorio o más permanente. Creemos que será transitorio. Además, las expectativas de inflación a futuro siguen siendo fijas, cerca de los objetivos del 2 % de los bancos centrales.

Tema

5

Correcto

## El gran gobierno sigue grande

Como esperábamos, el gasto gubernamental siguió siendo una gran parte del PIB en el 2021.

Ahora, hay medidas para aumentar los impuestos y sustentar gastos más altos (como en EE. UU. y el Reino Unido) o restringir el gasto en cierta medida. Sin embargo, esto se enfrenta con la necesidad de gastar en la infraestructura de energía limpia (los gobiernos cumplirán con su parte, aunque la mayor parte del financiamiento provendrá del sector privado).

Tema

6

Correcto

## Aún quedan oportunidades de ingreso fijo

Pensamos que, a pesar de los bajos rendimientos en los principales mercados desarrollados de bonos gubernamentales y de las escasas perspectivas de ganancias de capital,

hubo oportunidades atractivas en otras tres áreas de los mercados de ingresos fijos: exposición a países ricos, deuda de mercado emergente y convertible. Estas áreas produjeron mayores ingresos que los bonos gubernamentales globales y los de grado de inversión.

Tema

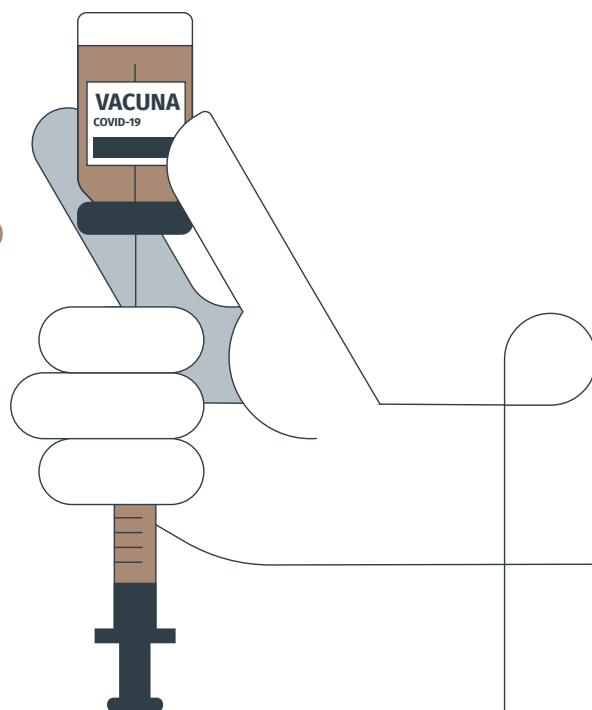
7

Parcialmente correcto

## La belleza de lo pequeño

Esperábamos que las pequeñas empresas tuvieran un buen desempeño en relación con las empresas de alta capitalización.

En China, los mercados emergentes y Asia, excepto Japón, ese fue el caso: Las acciones de baja capitalización superaron significativamente a las acciones de alta capitalización. Sin embargo, el retorno de las acciones de alta capitalización supera al de acciones de baja capitalización en EE. UU. y Japón; y los retornos de los dos sectores fueron ampliamente similares en Europa.



Tema

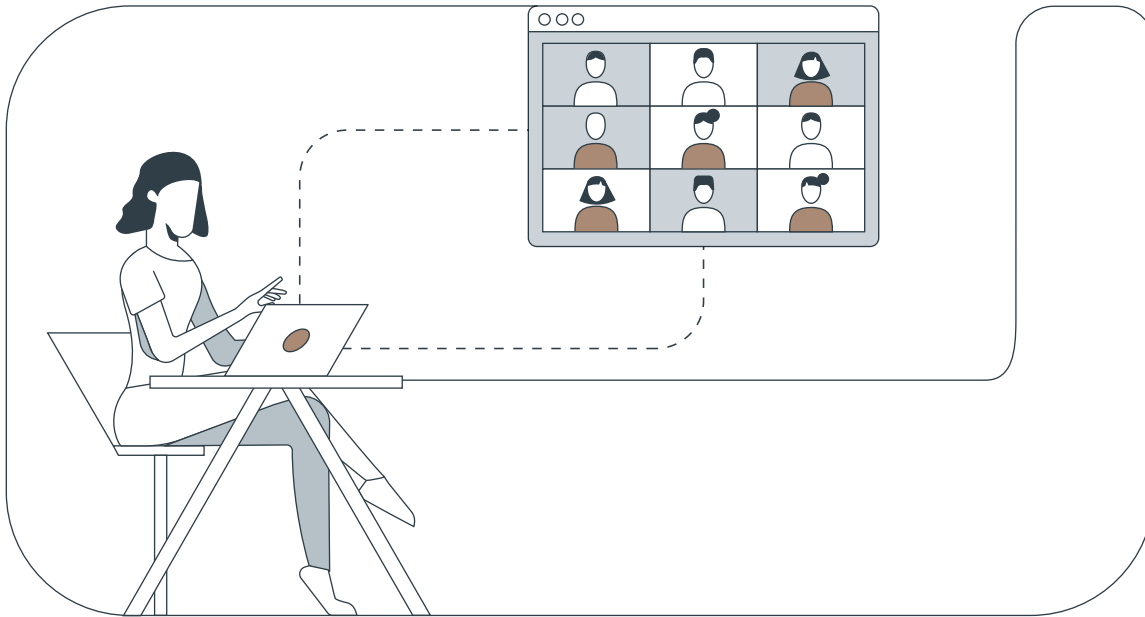
8

## Consolidación de las grandes empresas de tecnología

Correcto

Esperábamos que las grandes empresas de tecnología de EE. UU. consolidaran su posición en el mercado en el 2021.

Pensamos que la fuerte generación de flujos de caja y la solidez de sus balances justificaban sus valoraciones y que estas empresas podrían seguir haciéndolo bien tras varios años de buenos resultados. Así fue, ya que el sector tecnológico obtuvo una rentabilidad ligeramente superior a la del mercado general (sin el sector tecnológico) en el 2021.



Tema

9

## Oportunidades de atención médica

Parcialmente correcto

A pesar de las atractivas valoraciones del sector y los factores estructurales que lo respaldan,

el sector de atención médica de EE. UU. no superó el índice general S&P 500 de EE. UU. en el 2021. Aun así, los retornos fueron sustancialmente positivos (15,7 %) en el año hasta el 1 de diciembre del 2021; y hubo algunos retornos atractivos en empresas de atención médica específicas.

Tema

10

## Se renueva la cooperación global

Correcto

La cooperación global se reinventó en el 2021 y, en varios aspectos clave, mejoró.

Aunque permanecieron las tensiones entre EE. UU. y China, y entre el Reino Unido y la UE, las medidas para hacer frente al cambio climático y para establecer un tipo mínimo común del impuesto de sociedades fueron hitos notables en el camino hacia una mayor cooperación.

---

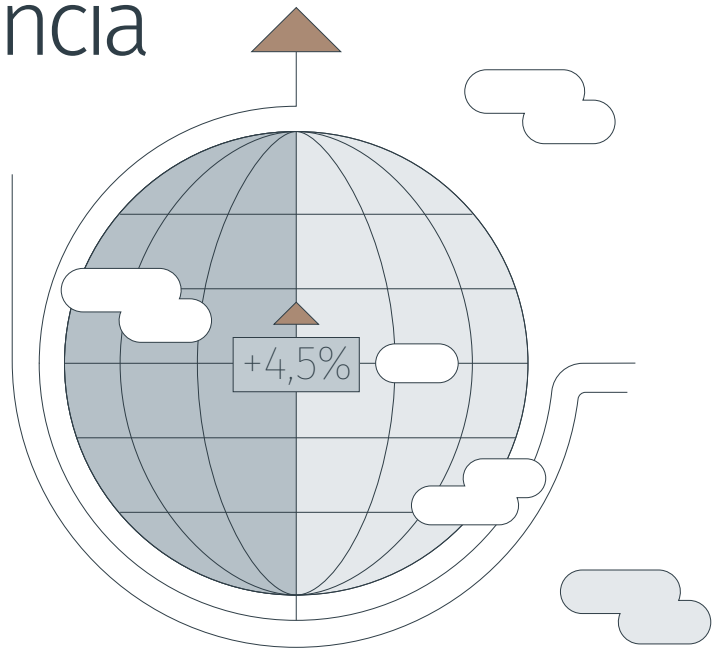
Nuestros  
**10 primeros temas**  
para el año que viene

---

# 1

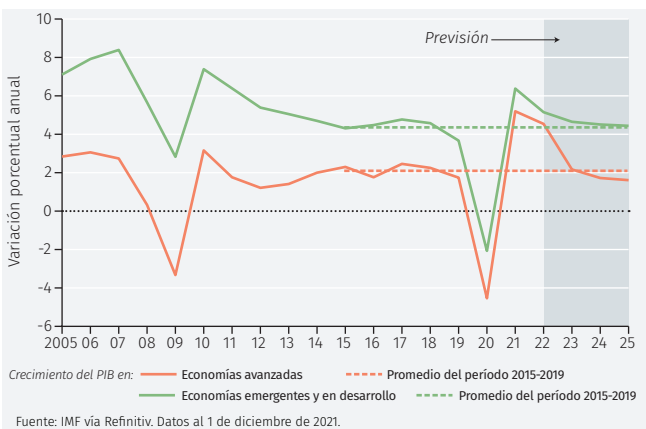
## Crecimiento global por encima de la tendencia

Esperamos que el crecimiento global se mantenga fuerte en el 2022, alrededor del 4,5 %. El crecimiento estará por encima de la tendencia previa al COVID, pero se atenuará en el 2023.

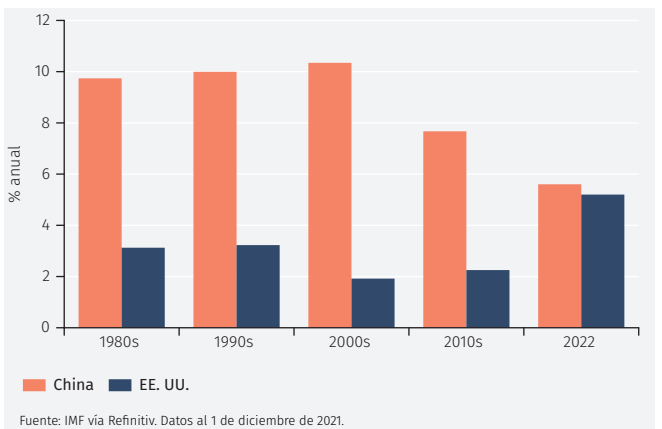


Esperamos que el crecimiento económico global siga siendo sólido en el 2022, alrededor del 4,5 % en las economías avanzadas y el 5 % en las economías en desarrollo y emergentes (consulte la Figura 1a). Sin embargo, después de un sólido término del 2021 y con restricciones renovadas debido a la variante de ómicron del COVID, es probable que el 2022 comience con cierta debilidad.

1a. Crecimiento global del PIB: por encima de la tendencia en el 2022



1b. ¿Nos ponemos en guardia?



Dicha tasa de crecimiento para las economías avanzadas será de más del doble del 2,1 % observado en los cinco años previos a la pandemia. Se impulsará por el progreso continuo en la lucha contra el COVID, en particular un aumento en las tasas de vacunación en los países que se han atrasado y el despliegue de nuevas terapias, en particular una píldora contra el COVID, una reducción en los ahorros acumulados, una reconstrucción de inventarios y una disminución en los cuellos de botella de la cadena de suministro. Luego, disminuirá la tasa de crecimiento de las economías avanzadas, en los años posteriores, hacia la tasa potencial a largo plazo de alrededor del 1,5 % al 2 %.

En el 2022, el crecimiento en los países emergentes y en desarrollo superará por poco su promedio previo al COVID. Lo más importante es que el crecimiento de China se ralentizará, aunque alrededor del 5 % seguirá siendo fuerte según la mayoría de los estándares.

En el 2022, podríamos ver, por primera vez en décadas, que el crecimiento en EE. UU. se acerque al de China (consulte la Figura 1b). Dado que el presidente

Biden ha dicho que EE. UU. se encuentra en una competencia con China que determinará si la economía de libre mercado occidental o las autocracias orientales tiene el mejor desempeño, este resultado apoyaría a EE. UU. Esto sucedería con mayor razón si China sucumbiera a un colapso de mercado de crédito y propiedad (que, después de todo, EE. UU. ha experimentado varias veces en su historia). Por cierto, no creemos que suceda.

En otras partes de Asia, esperamos un impulso a partir de la apertura en las economías de la ASEAN, ciertamente un grupo inestable, dada la situación actual en Birmania, y la India que aparentemente tendrá un fuerte crecimiento. Su aplicación de vacunas, tras un lento comienzo, ha progresado muy bien y nos parece alentadora la reestructuración de la economía, especialmente el crecimiento del sector del comercio electrónico. Brasil parece sumido en la incertidumbre política antes de las elecciones presidenciales de finales de año, que pueden suponer la reelección del expresidente Lula. Y a pesar de la ventaja de los altos precios del petróleo y el gas, el crecimiento de Rusia parece ser muy lento.

# 2

## Compra compulsiva

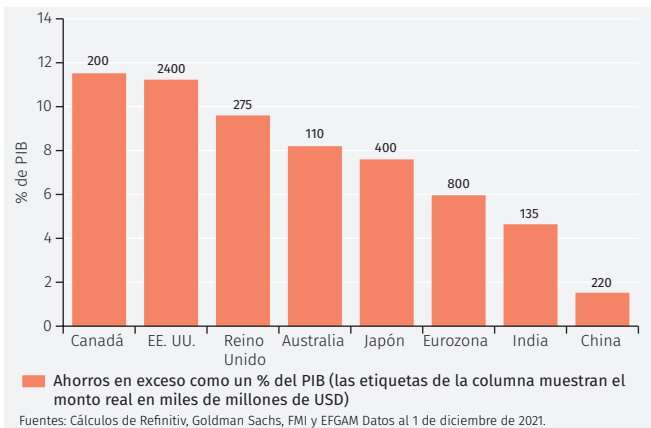


A medida que la preocupación por el COVID disminuya en el 2022, los consumidores estarán dispuestos a gastar más, sobre todo con sus ahorros acumulados. Los gastos de ocio y atención médica serán dos áreas clave.

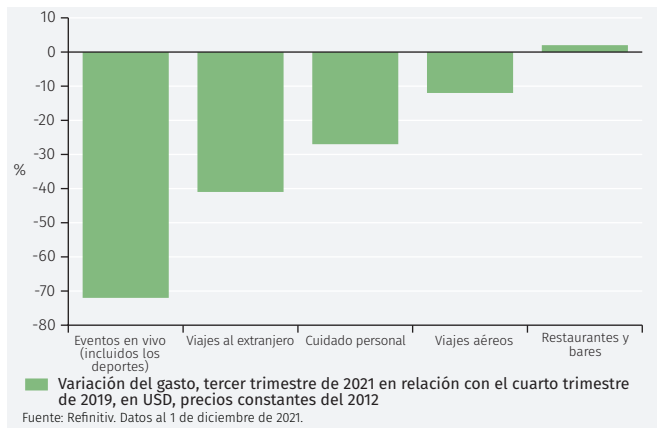
El aumento de la demanda y el ahorro acumulado favorecerán la recuperación del gasto en el 2022. Por supuesto, la rapidez con la que se produzca ese rebote depende de los avances en la reducción del COVID (y, sobre todo, de su variante ómicron), pero vemos que la confianza de los consumidores se está recuperando de forma constante.

La escasez de suministros (como automóviles nuevos y usados) y la falta de mano de obra calificada (por ejemplo, para renovaciones en el hogar) han tendido a aumentar los precios en muchas áreas de gastos de consumo. Creemos que este mayor poder de fijación de precios por parte de las empresas seguirá siendo un tema importante, especialmente en áreas como la industria aérea, donde se ha reducido la capacidad.

2a. Ahorros en exceso globales<sup>1</sup>

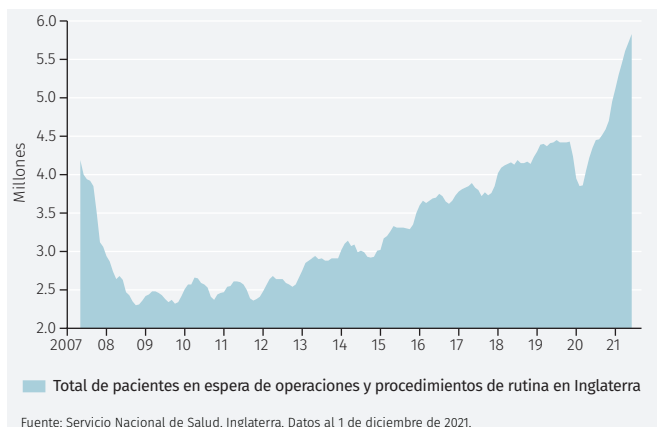


2b. Gran potencial de rebote en gastos de ocio



Se espera que en EE. UU. y el Reino Unido, dos economías con grandes ahorros en exceso acumulados (consulte la Figura 2a), saquen el máximo provecho. Vemos dos temas importantes. En primer lugar, los gastos en actividades de ocio se recuperarán. En EE. UU., el gasto en algunas categorías, como eventos en vivo, viajes al extranjero y cuidado personal, sigue muy por debajo de los niveles previos a la pandemia (consulte la Figura 2b). En segundo lugar, esperamos un mayor gasto en atención médica. Debido a que los recursos en el sistema de atención médica se desviaron hacia la pandemia del COVID, se ha generado un retraso en la atención de los pacientes que esperan otros procedimientos médicos. En el Reino Unido, por ejemplo, 5,9 millones de personas están esperando un tratamiento (consulte la Figura 2c). Esperamos un gasto más alto en esta área, tanto por el estado como por los propios consumidores.

2c. Listas de espera de tratamiento médico en Inglaterra



<sup>1</sup>Ahorros por encima de la tasa de ahorro promedio del 2019.

# 3

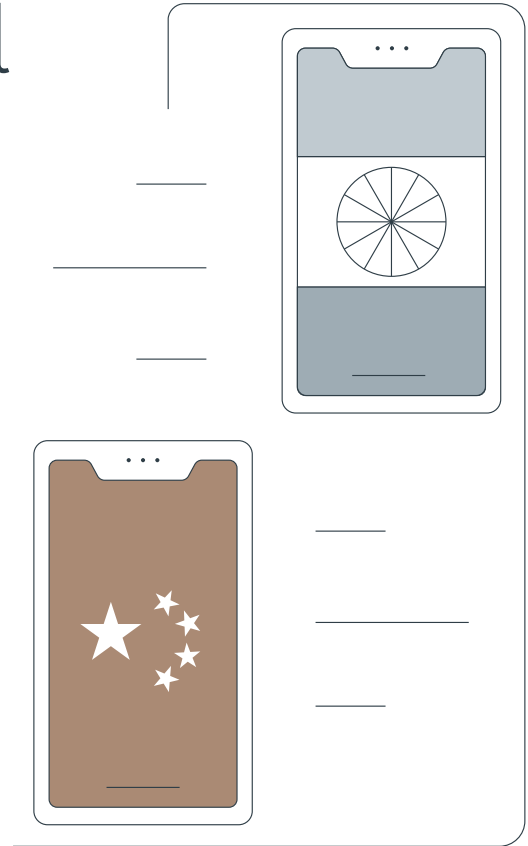
## Los mercados emergentes avanzan hacia lo digital

Por lo general, las economías emergentes se han quedado atrás con respecto a las economías avanzadas en el avance hacia la digitalización. En muchos frentes, vemos que lograrán avances importantes en el 2022. Esto genera oportunidades de inversión interesantes.

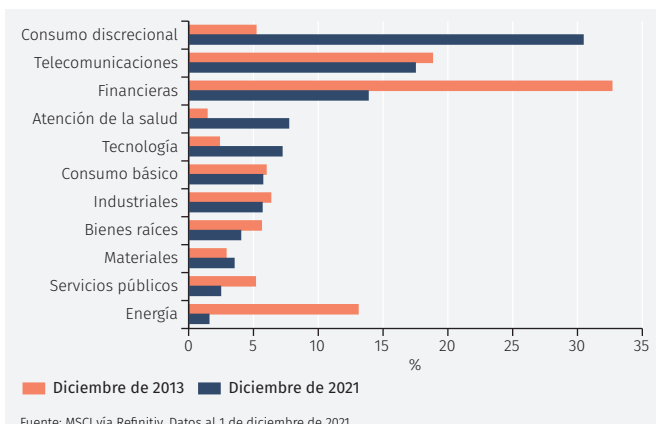
Es esperada que la digitalización se convierta en una tendencia más prominente en los países emergentes y en desarrollo en el 2022. Los cimientos ya están listos para dar lugar a una mayor digitalización. El 90 % de las personas menores de 30 años viven en estas economías<sup>2</sup>; ese grupo etario suele ser mucho más propenso a adoptar tecnologías digitales, especialmente aplicaciones basadas en teléfonos inteligentes; y la infraestructura necesaria, particularmente las redes de telefonía celular, ya está implementada (ya que normalmente son más fáciles de instalar que las redes de telefonía fija) o se está introduciendo. Según una encuesta, la penetración de los teléfonos inteligentes en las economías en desarrollo es mucho mayor que en las economías desarrolladas, aunque la conectividad 4G sigue siendo menor<sup>3</sup>.

Los servicios que consideramos particularmente interesantes en este cambio a la digitalización son la banca móvil, el intercambio de viajes y las ventas minoristas en línea. En todo el mundo, hay ejemplos interesantes de empresas en esos sectores que probablemente vendrán con OPI (ofertas públicas iniciales) en el 2022.

Por supuesto, no todas las economías emergentes están en la misma etapa del desarrollo digital. En África, la red de pagos móviles de M-Pesa ya está bien establecida y se están agregando servicios de comercio electrónico a esa plataforma. Además, China ya es líder en muchas áreas de digitalización. Como resultado, hemos visto la naturaleza del cambio en el mercado de capital chino en los últimos años (consulte la Figura 3). Los sectores de consumo discrecional, tecnología y telecomunicaciones, en los que están representadas predominantemente empresas del sector privado, suelen ofrecer productos y servicios similares a los de sus contrapartes de EE. UU. más conocidas. Ahora son tres de los sectores más grandes. Su mayor participación tuvo lugar debido a que la importancia relativa



3. Pesos sectoriales en el índice de MSCI China



de la energía, los servicios públicos y las empresas industriales (a menudo las empresas estatales) ha disminuido. Estos cambios en China ofrecen una indicación de los potenciales cambios en otros mercados de capital emergentes a medida que avanza la digitalización; cambios que crearán oportunidades de inversión mucho más interesantes.

<sup>2</sup> Fuente: Nomura; UNCTAD. 1 de diciembre de 2021.

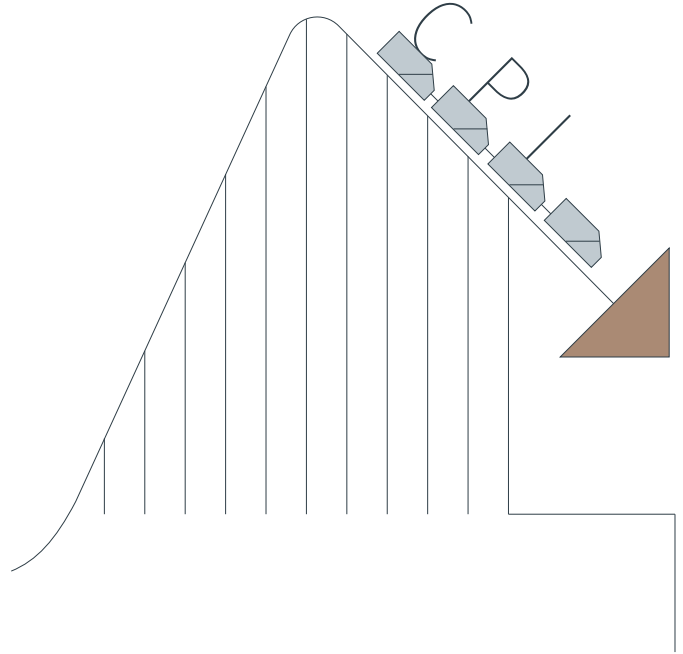
<sup>3</sup> Fuente: Deloitte. <https://tinyurl.com/32xcakbm>. 1 de diciembre de 2021.

# 4

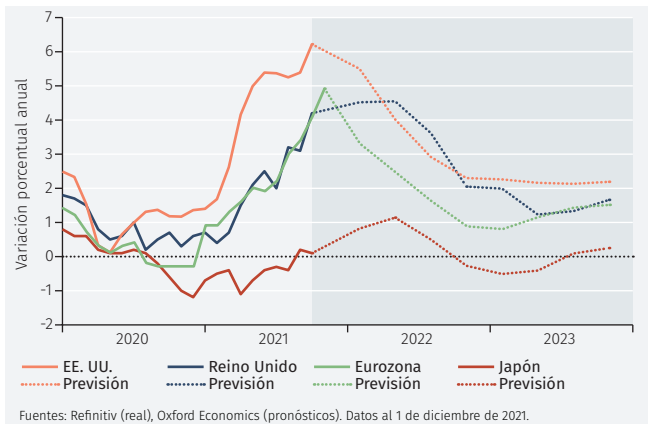
## La inflación demuestra ser transitoria; riesgos de una política equivocada

El desafío más importante para el 2022 es determinar si la inflación demuestra ser transitoria o no. Creemos que, en general, así será. Con una inflación en EE. UU. que caerá a un 2 o 3 %, pero no hasta la segunda mitad del año. Existe el riesgo de que los legisladores cometan un error.

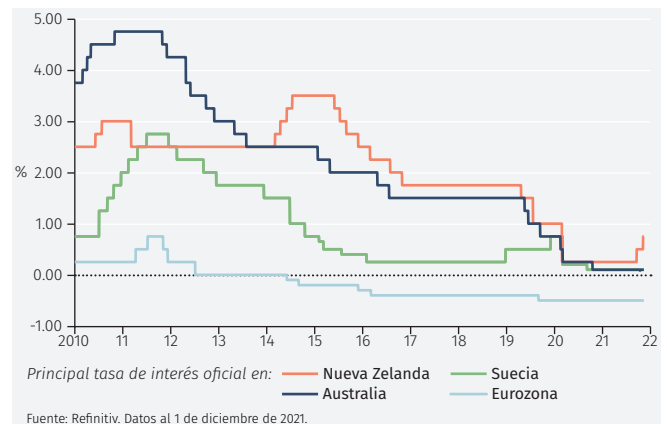
Creemos que una mayor inflación en EE. UU., el Reino Unido y la eurozona será transitoria y que volverá a bajar al 2 % en la segunda mitad del 2022 (consulte la Figura 4a). La inflación en Japón superará brevemente el 1 %. Ese descenso se verá impulsado por los efectos de base, es decir, la comparación con los fuertes aumentos de precios en los meses correspondientes del 2021, el alivio de los problemas de la cadena de suministro y, potencialmente, el debilitamiento de los precios del petróleo y las materias primas.



4a. Tasas de inflación de las economías avanzadas



4b. Lo que sube (por lo general) baja



Sin embargo, existe el riesgo de que los bancos centrales cometan un error de política. Hay tres maneras en las que esto podría suceder. En primer lugar, es posible que sobrestimen el papel que desempeñó la demanda en el aumento de la inflación. En segundo lugar, pueden subestimar la lentitud de la inflación y argumentar que el hecho de que se mantiene alta a pesar de que los factores de suministro se moderaron es evidencia de que es necesaria una política más estricta. En tercer lugar, pueden subestimar la cantidad colectiva de ajuste que están haciendo. A medida que un número creciente de ellos endurece su política, la contracción de la demanda

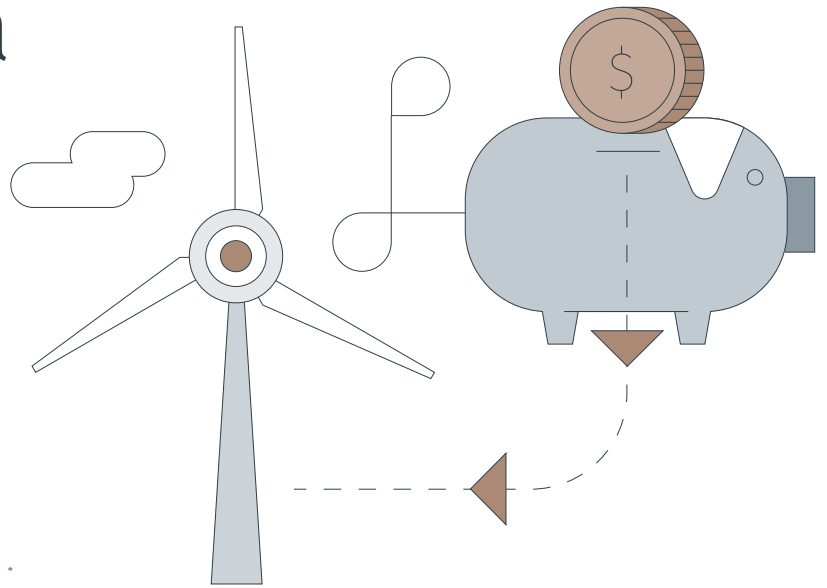
agregada mundial puede ser mayor de lo que prevén. Este último es una preocupación particular en los mercados emergentes, donde el ajuste ha sido rápido y marcado, en respuesta a la amenaza de inflación. Desde la crisis financiera global, ha habido varios ejemplos de bancos centrales que elevan las tasas, y terminan revirtiendo estos cambios (consulte la Figura 4b).

El riesgo es que vuelvan a cometer el mismo error.

# 5

## Ahorros y la infraestructura ecológica

Durante varios años, las tasas de interés reales se han mantenido bajas por un exceso de ahorro. Ahora, existe una necesidad urgente de inyectar esos ahorros para financiar la infraestructura ecológica. El 2022 será un año en el que se reconozca claramente esa urgencia.

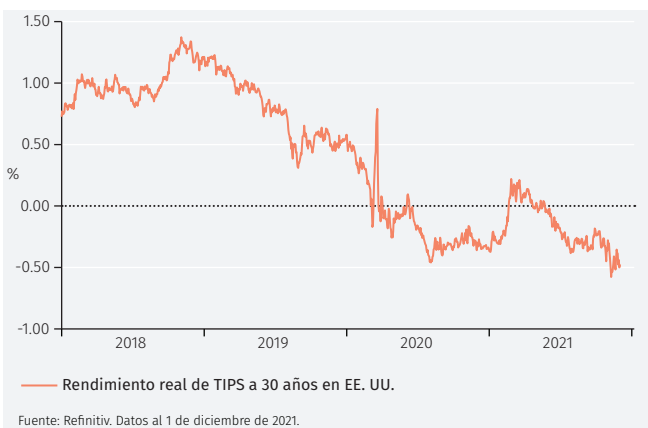


El rendimiento real de US TIPS (Valores del Tesoro protegidos contra la inflación de EE. UU.) tuvo una caída histórica, en territorio negativo para bonos de 30 años, a finales del 2021 (consulte la Figura 5a). Es decir, el Gobierno de los EE. UU. puede fijar los costos de préstamos reales negativos para las próximas tres décadas. Hay tres explicaciones principales de por qué se ha producido esta situación: las importantes compras de bonos gubernamentales por parte de los bancos centrales, que deprimen su rendimiento; el estancamiento secular, es decir, el menor crecimiento tendencial a largo plazo impulsado por la debilidad de la demanda; y, como reflejo del elevado ahorro y el escaso gasto en inversión, un exceso de ahorro a nivel mundial<sup>4</sup>.

limpia podría ayudar a alcanzar los objetivos deseables de limitar el calentamiento global a 1,5 grados, mientras se restauran los rendimientos reales a un nivel más adecuado y se genera un impulso de bienvenida al crecimiento y al empleo.

¿Pero eso sucederá? Movilizar el exceso de ahorro no es una tarea fácil. La “reducción del riesgo” por parte de muchos inversionistas institucionales, en particular los planes de pensiones de beneficios definidos y las compañías de seguros, ha sido en realidad fomentada por los cambios regulatorios posteriores a la crisis financiera. Suelen inclinarse más por la seguridad relativa de los activos de renta fija que de los de renta variable, y menos aún por los proyectos de infraestructuras a largo plazo. Los fondos soberanos de capital y los bancos centrales pueden tener los recursos para invertir, pero, por lo general, también son inversionistas conservadores. Los gobiernos mismos podrían proporcionar el financiamiento, pero muchos están preocupados por sus altos niveles de deuda, que han aumentado aún más como resultado de las medidas de apoyo contra el COVID. Sin embargo, la necesidad de financiar la infraestructura ecológica será mucho más evidente en el 2022 y se dará inicio a un progreso tangible.

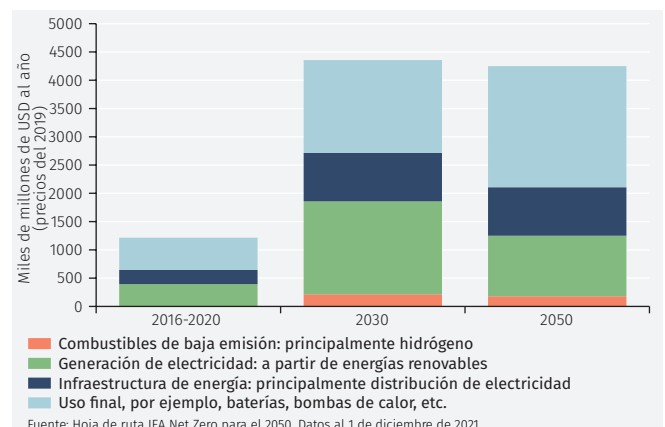
**5a. La disminución de los rendimientos reales sugiere que los ahorros superan la inversión**



Ahora, las necesidades de infraestructura de energía limpia para cumplir con las emisiones netas de carbono cero para el año 2050 son enormes (consulte la Figura 5b). Con un costo de USD 4 billones al año durante el siguiente cuarto de siglo, se deberá gastar USD 100 billones en total.

Claramente, si existe un exceso de ahorro global que disminuye el rendimiento, movilizar estos fondos hacia la inversión en energía

**5b. Se espera que la inversión en energía limpia cumpla con las emisiones netas cero para el 2050**



<sup>4</sup> Por ejemplo, la explicación proporcionada por Larry Summers. Visite <https://tinyurl.com/vx74z429>

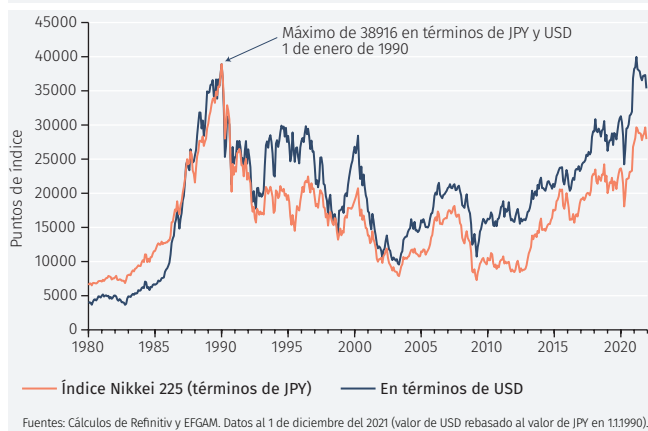
# 6

## Convalecencia de cuarto de siglo de Japón

La economía de Japón continúa su recuperación y creemos que el mercado de capitales puede progresar hasta recuperar su punto más alto como el de 1989.

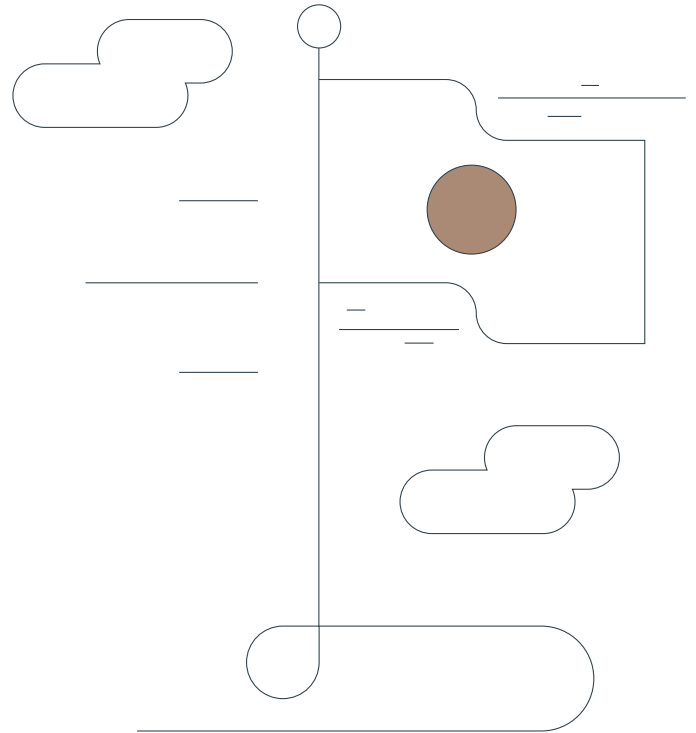
Los amplios índices de mercado de valores de Japón alcanzaron su punto más alto a fines de diciembre de 1989 y, luego, disminuyeron más del 80 % hasta un punto bajo a fines del 2009 (consulte la Figura 6a). La recuperación desde entonces ha sido constante y, aunque el mercado general todavía ronda el 20 % por debajo de su punto más alto en términos de yenes, ha recuperado su punto más alto anterior en términos de dólares estadounidenses.

**6a. El índice Nikkei 225 en términos de yenes y dólares estadounidenses**

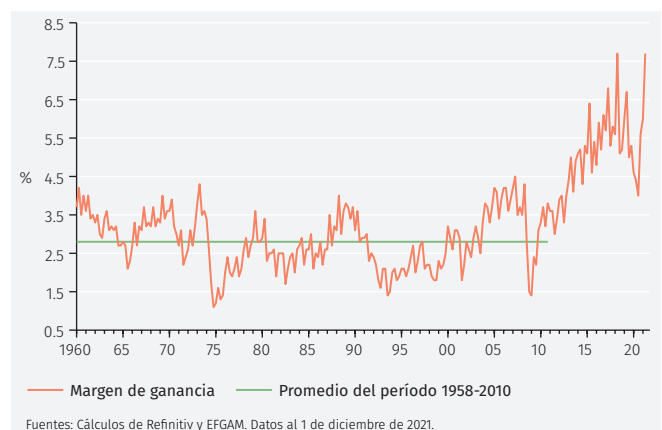


Creemos que el mercado puede avanzar aún más en el 2022. Hay tres razones principales. En primer lugar, el crecimiento de las ganancias debería ser fuerte. Los márgenes de ganancias están ahora muy por encima de su promedio histórico (consulte la Figura 6b); el crecimiento de las ventas de exportaciones se verá ayudado por una reapertura más amplia de la economía global, especialmente en otras economías asiáticas; y las ventas nacionales estarán respaldadas por una reapertura a viajes de negocios y turismo.

En segundo lugar, el yen japonés se encuentra a un nivel competitivo frente al dólar estadounidense: JPY 114/USD al 1 de diciembre del 2021, más débil que el índice de JPY 110/USD en la que las empresas



**6b. Empresas japonesas: Margen de beneficio**



japonesas generalmente se consideran competitivas en los mercados internacionales.

En tercer lugar, la mayoría de los inversionistas extranjeros han sido vendedores netos de acciones japonesas durante varios años. Las ventas netas al extranjero ascendieron a JPY 25 billones desde el 2015-2020<sup>5</sup> y tienen una exposición infravalorada al mercado. Eso comenzó a cambiar en el 2021 y creemos que continuará así.

<sup>5</sup>Fuente: Evercore ISI; 1 de diciembre del 2021.

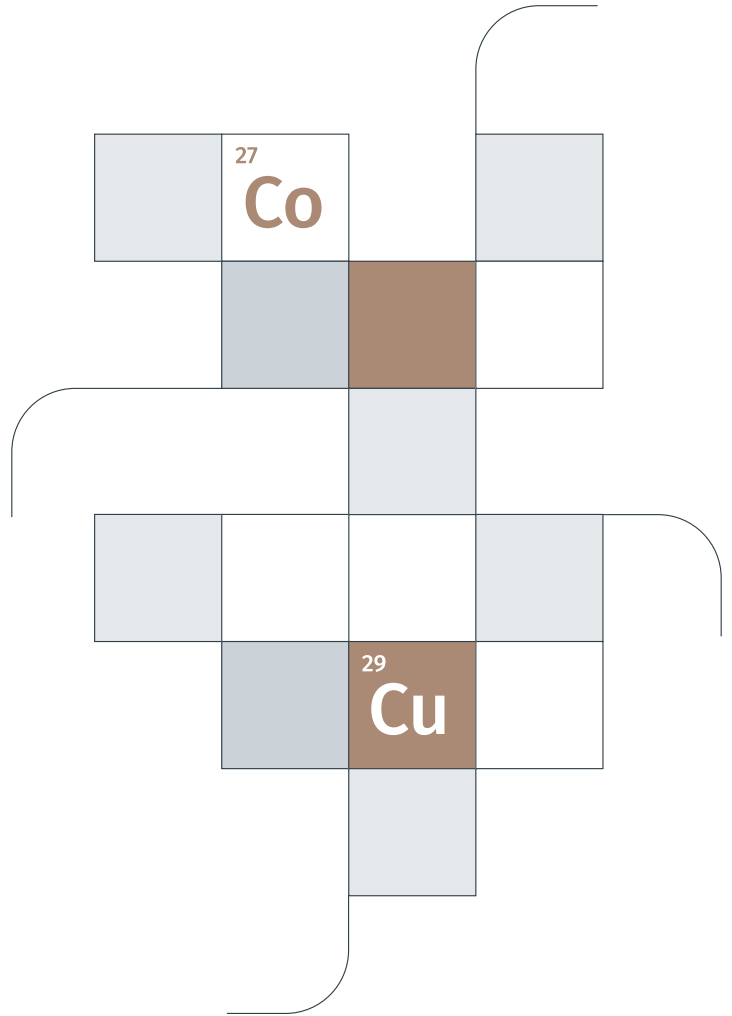
# 7

## Materias primas: identificar a los ganadores

Después de un fuerte aumento en la escasez de suministros en el 2021, creemos que los precios de las materias primas se flexibilizarán en el 2022. Escoger a los ganadores es importante: estructuralmente, el cobre y el cobalto siguen siendo los favorecidos.

Adelantamos una debilidad general en los precios de las materias primas para el 2022, impulsada por un crecimiento económico global más débil (consulte la Figura 7a). La demanda más débil en China, que representa la mitad del consumo de la mayoría de las materias primas industriales, será un factor importante<sup>6</sup>. Sin embargo, se espera que el 2022 sea un año en el que la tendencia general en los precios de las materias primas tenga menos importancia que detectar a los ganadores individuales. Los factores estructurales, especialmente la transición a energía limpia, favorecen la fortaleza de las materias primas como el cobre y el cobalto, debido a su uso en vehículos eléctricos y la nueva infraestructura energética. Un vehículo eléctrico utiliza hasta 3½ veces más cobre que un vehículo con motor de combustión interna<sup>7</sup>. La tendencia a una futura disminución en el uso de combustibles fósiles es indicador de una baja en los precios del petróleo y el carbón. No obstante, las limitaciones en la exploración y el desarrollo del petróleo pueden ser un problema para el suministro antes de que se reduzca sustancialmente la demanda, en especial, si la transición a vehículos eléctricos es más lenta de lo que se espera. Nuevamente se espera una inestabilidad en la trayectoria del precio del petróleo.

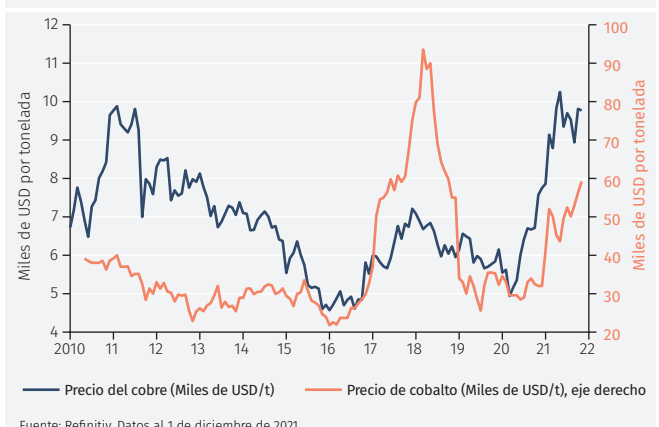
Así que, con precios más débiles de las materias primas, aunque el cobre y cobalto se mantienen mejor que el petróleo y el carbón, la decisión es nuestra.



7a. Precios de materias primas e indicador principal de la OCDE



7b. Cobre y cobalto



<sup>6</sup> <https://tinyurl.com/3hvpv4x4>

<sup>7</sup> Fuente: WoodMackenzie. <https://tinyurl.com/yk3brkfh>

# 8

## Será difícil obtener ganancias

El 2022 será un entorno más normal para las ganancias corporativas, después de los cambios bruscos en los últimos dos años. Las mayores sorpresas positivas, creemos, estarán en Asia. Pero el mercado estadounidense sigue siendo el rival a vencer.

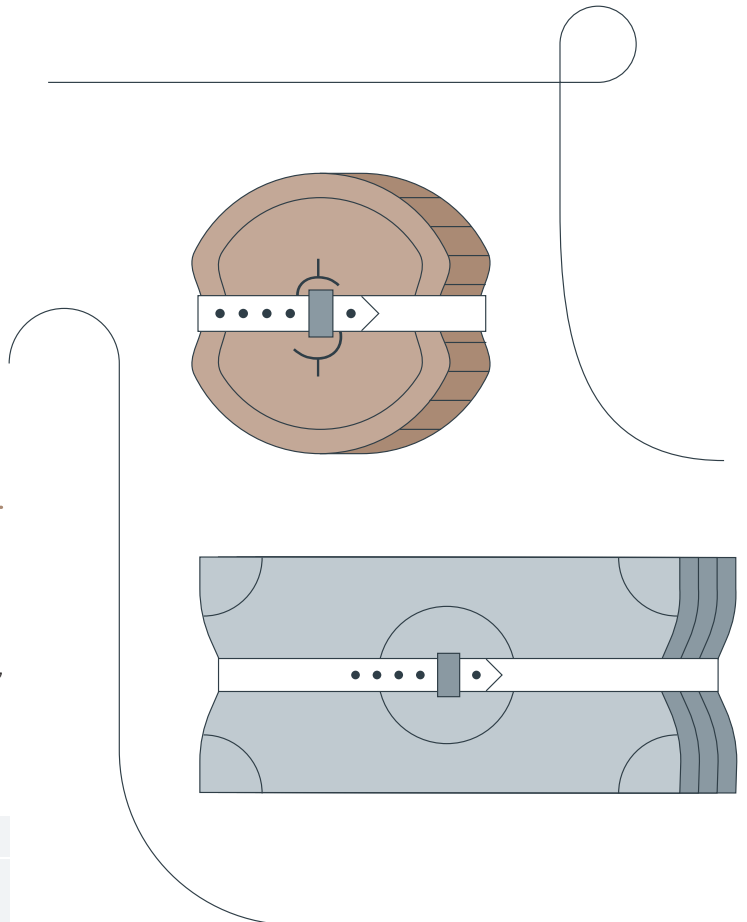
Después de un año terrible para las ganancias corporativas globales en el 2020, pero un año increíblemente bueno en el 2021 (consulte Figura 8a), se espera que el crecimiento de las ganancias corporativas vuelva a un ritmo más normal en el 2022. Sin embargo, después de un fuerte cuarto trimestre del 2021 y con inquietudes renovadas sobre la variante ómicron del COVID, el primer trimestre del año puede ser débil en términos de ganancias.

**8a. Ganancias corporativas globales**

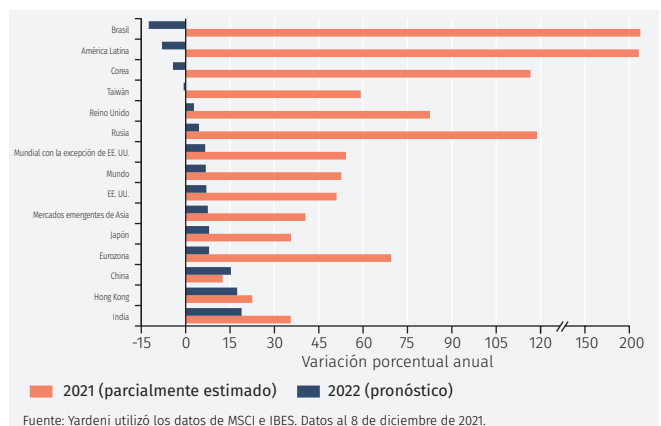


En Estados Unidos, esperamos que el crecimiento de las ganancias llegue a una tasa "típica" de entre el 5 % y el 10 %. El costo tiene un efecto en las ganancias, pero las empresas, en conjunto, han podido mantener e incluso mejorar los márgenes de ganancias. Eso debería continuar en el 2022.

La reapertura de los mercados asiáticos clave debería ayudar a las ganancias en esas economías, especialmente para las empresas en las que las ventas se han restringido por la escasez de semiconductores y para aquellas que han estado cerradas durante algún tiempo, especialmente en el sector de viajes y turismo.



**8b. Crecimiento de las ganancias, 2020-2022**



# 9

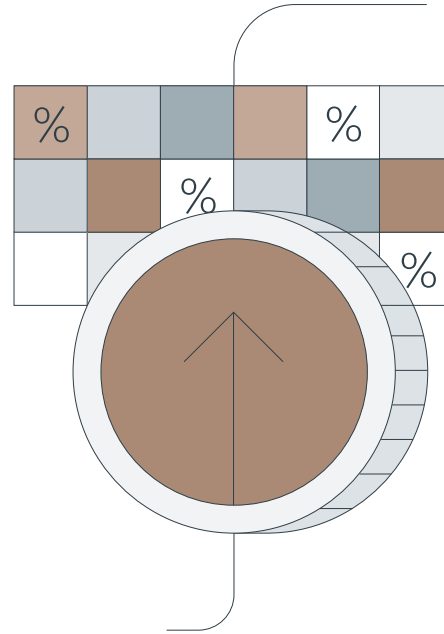
## Aún quedan oportunidades de ingreso fijo

La creciente presión en los rendimientos de los bonos gubernamentales debilitarán los retornos totales. Los bonos de mercado emergentes son nuestra elección en un entorno difícil.

Por lo general, será un escenario complicado en el 2022 para la mayoría de los mercados de ingresos fijos desarrollados más importantes. El nivel inicial de rendimientos es bajo en términos nominales y negativo en términos reales. Claramente, ya se ha dicho esto antes sobre la perspectiva del año entrante. Para este año, es probable que la continua presión creciente en la inflación junto con un crecimiento económico razonablemente sólido, y las demandas para el gasto en infraestructura de energía limpia, suban la vara para el rendimiento de bonos gubernamentales.

En este entorno difícil, vemos una oportunidad interesante en los bonos de mercados emergentes, tanto en monedas fuertes como en monedas locales. Los rendimientos de moneda local son altos y, en muchos mercados, a menudo se ven elevados por el fuerte ajuste de la política monetaria nacional. A la medida que veamos el efecto de amortiguar las presiones inflacionarias nacionales, creemos que se pueden lograr atractivos retornos de moneda local. Existe la posibilidad de que esto se pueda aumentar por la apreciación de las divisas.

En China, las diferenciales de alto rendimiento están considerablemente por encima del nivel correspondiente en el mercado estadounidense (consulte la Figura 9b). Esto refleja las preocupaciones por el sector de la propiedad, en particular. Creemos que estos se han exagerado y, en consecuencia, representan una oportunidad.



9b. Diferenciales de alto rendimiento de China y EE. UU.



9a. Retorno de ingresos fijos

10,2%	59,4%	15,0%	13,6%	19,6%	22,4%	8,2%	1,5%	14,3%	17,3%	1,0%	22,8%	54,5%	5,6%
8,3%	50,9%	14,8%	7,0%	17,9%	7,3%	6,1%	1,3%	10,7%	14,3%	-0,4%	13,1%	11,0%	3,5%
4,8%	34,2%	12,8%	6,3%	15,3%	-1,4%	4,8%	-0,3%	9,9%	10,4%	-1,2%	12,6%	9,5%	-0,8%
-2,4%	17,1%	12,5%	6,2%	15,1%	-2,6%	3,6%	-1,4%	5,9%	8,2%	-1,3%	9,5%	9,2%	-1,0%
-14,8%	11,4%	6,3%	5,6%	7,0%	-4,1%	0,6%	-2,7%	4,7%	7,4%	-1,8%	8,4%	7,0%	-2,3%
-26,9%	6,9%	5,9%	3,1%	4,3%	-4,3%	0,0%	-3,2%	2,1%	7,3%	-2,5%	6,8%	6,5%	-2,6%
-37,0%	5,9%	5,5%	0,3%	2,6%	-4,3%	-0,8%	-3,3%	1,7%	3,0%	-3,4%	6,4%	5,3%	-4,6%
n/a	2,6%	5,4%	-6,5%	1,8%	-8,6%	-1,9%	-10,4%	1,7%	2,5%	-4,1%	5,6%	3,9%	-6,1%
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*

■ Bonos convertibles de EE. UU.      ■ TIPS de EE. UU.      ■ Hipotecas de EE. UU.  
■ Total global      ■ Gobierno global  
■ Bonos en moneda local de mercados emergentes      ■ Moneda fuerte de mercados emergentes      ■ Alto rendimiento global

\* Datos al 1 de diciembre del 2021. Fuente: Índices de Bloomberg Barclays. El rendimiento pasado no es necesariamente un indicador del futuro.

# 10

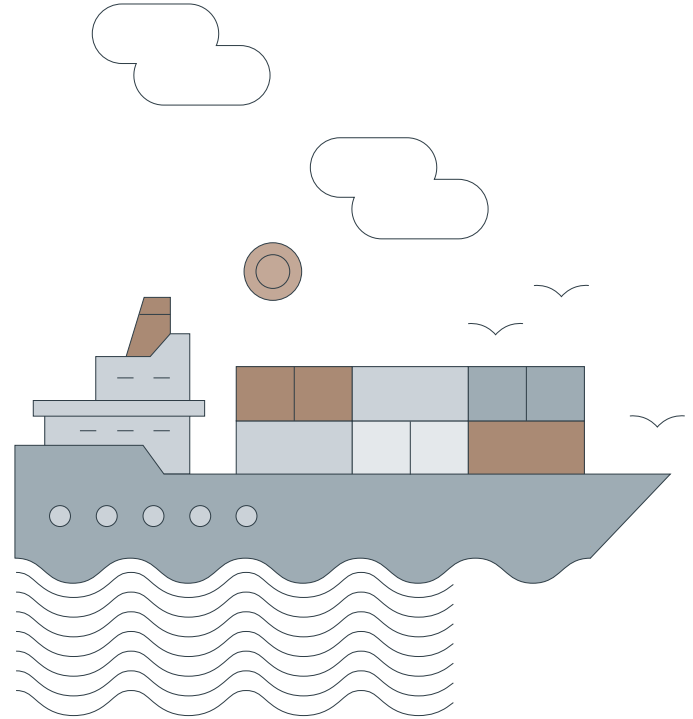
## Globalización, reshoring y nuevos patrones de comercio

La globalización continuará, pero varios factores limitan el alcance del reshoring.

Los patrones del comercio global están cambiando y el 2022 será un año importante. En particular, hay presiones claras para el reshoring de la producción. El impulso para ello, en EE. UU., durante la presidencia de Trump, fue traer de vuelta los puestos de trabajo perdidos en manos de los productores en el extranjero. Durante la presidencia de Biden, el énfasis está en la fabricación de cadenas de suministro, particularmente en productos electrónicos y farmacéuticos, más resilientes. También existe un aspecto ambiental: la producción nacional puede tener una huella de carbono menor que la producción en el extranjero. Además, debido a que los costos de transporte se mantienen altos y los programas de envío son menos seguros, ya no se puede confiar en los flujos globales perfectos.

Sin embargo, varios factores limitan el alcance de este reshoring.

Una restricción clave es la falta de mano de obra. Desde una perspectiva a largo plazo, el crecimiento de la población de EE. UU. está disminuyendo debido a una menor tasa de natalidad y a una menor inmigración. La participación en la fuerza laboral a corto plazo (aquellos que trabajan o buscan trabajo activamente) no ha podido recuperarse a su nivel previo al COVID. La “gran renuncia” (trabajadores que renuncian voluntariamente a sus trabajos) ha hecho que hasta 1,5 millones de mayores de 55 años adelanten su jubilación; las responsabilidades de cuidado infantil, las enfermedades a largo plazo relacionadas con el COVID, el estrés laboral y las inquietudes sobre la persistencia del virus han disuadido a otros<sup>6</sup>.



Otro factor que limita el alcance del reshoring es la complejidad de la producción global. La producción de la vacuna contra el COVID puede requerir más de doscientos componentes individuales, que a menudo se fabrican en diferentes países<sup>7</sup>.

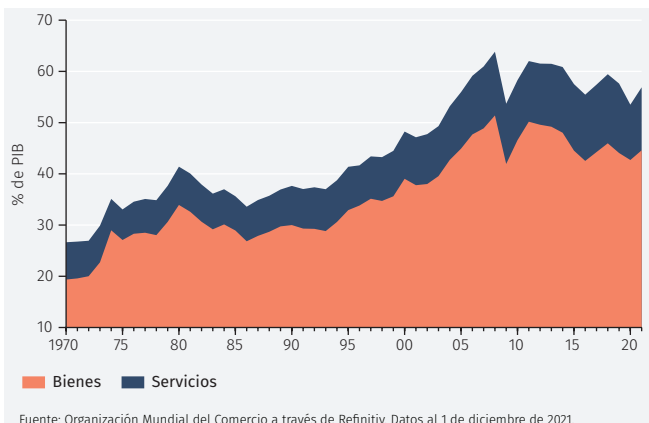
Para muchos artículos electrónicos, se necesitan miles de componentes. Ya no vivimos en un mundo donde los productos electrónicos de consumo se inventan en un garaje en California.

Una de las soluciones es la automatización y reconfiguración de los procesos de fabricación mediante la incorporación de la inteligencia artificial (IA) para hacerlos lo más eficientes y libres de errores posible.

Si bien esto ayudará a la producción de bienes físicos, el comercio de servicios está creciendo en importancia. Durante un tiempo, las funciones administrativas para muchas empresas se han llevado a cabo en el extranjero: desde el soporte técnico en Filipinas hasta el desarrollo de software en Uruguay y la emisión de pasajes aéreos en India. Probablemente esta operación comercial de servicios no se registra de manera adecuada: según una estimación, podría ser el doble de lo que indican los datos en la Figura 10<sup>8</sup>.

Por lo tanto, aunque la naturaleza de la globalización está cambiando, el alcance del reshoring es limitado. Seguiremos viviendo en un mundo interconectado a nivel mundial.

10. Volúmenes del comercio mundial



<sup>6</sup>Niall Ferguson, Bloomberg. <https://tinyurl.com/29nn28jc>

<sup>7</sup><https://www.nature.com/articles/d41586-021-00727-3>

<sup>8</sup><https://tinyurl.com/5yputmze>

# Equipo de macroeconomía

La estrategia macroeconómica se encuentra en el corazón de nuestro abordaje de inversión. El trabajo de nuestro equipo macroeconómico influye en las decisiones no solo a nivel de clases de activo, sino también en las asignaciones a nivel geográfico, sectorial y de acciones individuales.



**Moz Afzal**

Director global de Inversiones



**Daniel Murray**

Subdirector de informática



**Stefan Gerlach**

Economista en jefe



**GianLuigi Mandruzzato**

Economista sénior



**Joaquin Thul**

Economista

# Publicaciones sobre inversiones

Publicaciones clave que describen nuestros puntos de vista globales, conocimientos del mercado y perspectivas de inversión.



## Intime: Nota diaria sobre el mercado

Nota que resume los eventos más importantes que afectaron el mercado en las últimas 24 horas.

**Frecuencia:** Martes a viernes.  
Solo en línea.



## Invision: Nota semanal sobre macroeconomía

Nota que resume los principales eventos macroeconómicos de la semana anterior.

**Frecuencia:** Cada lunes.  
Solo en línea.



## Inview: Opinión interna global

Opinión interna global y perspectivas de inversión, con pautas de asignación de activos, perspectivas macroeconómicas e ideas de inversión.

**Frecuencia:** Mensual.



## Insight: Análisis trimestral del mercado

Análisis trimestral del mercado. Perspectivas generales de alto nivel sobre el rendimiento del mercado de activos, regiones clave y un artículo con enfoque especial.

**Frecuencia:** Trimestral.



## Infocus: Apuntes macroeconómicos

Un análisis de los eventos predominantes del mercado.

**Frecuencia:** Ad hoc.



## Más allá de la referencia: El podcast de EFG

El nuestro no es el típico podcast de análisis de mercado; vamos más allá de la referencia al profundizar en temas actuales que afectan a los mercados, las economías y la psicología de los inversores.

**Frecuencia:** Quincenal

Si desea recibir cualquiera de las publicaciones sobre inversiones de EFG, escriba a [marketing@efgam.com](mailto:marketing@efgam.com)

## Aviso Importante

**El valor de las inversiones y los ingresos derivados de ellas pueden disminuir o aumentar, y el rendimiento pasado no es un indicador del rendimiento futuro. Los productos de inversión pueden estar sujetos a riesgos de inversión, por ejemplo, la posible pérdida total o parcial del capital invertido.**

Este documento no constituye (ni debe interpretarse como) un folleto, un anuncio publicitario, una oferta pública ni una colocación de ninguna inversión, valor, instrumento financiero u otros productos o servicios, ni una recomendación para comprar, vender, retener o solicitar dichos instrumentos. No tiene el propósito de ser una representación final de los términos y condiciones de ninguna inversión, valor, instrumento financiero u otros productos o servicios. Este documento solo tiene fines de información general, y no tiene el propósito de brindar asesoramiento sobre inversión ni ninguna otra recomendación específica sobre ninguna acción u omisión. La información contenida en este documento no contempla los objetivos de inversión específicos, la situación financiera ni las necesidades particulares del destinatario. Usted debe buscar su propio asesoramiento profesional en función de sus circunstancias particulares antes de realizar cualquier inversión o si tiene dudas sobre la información aquí contenida.

Aunque la información contenida en el presente se obtuvo de fuentes que se consideran confiables, ningún miembro del grupo EFG representa ni garantiza su precisión, y podría estar incompleta o resumida. Cualquier opinión incluida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso. Este documento puede contener opiniones personales que no reflejan necesariamente la postura de ningún miembro del grupo EFG. Hasta el máximo grado permitido por la ley, ningún miembro del grupo EFG será responsable de las consecuencias de cualquier error u omisión incurridos en este documento, ni de la confianza que se deposite en cualquier opinión o declaración contenidas en este documento, y cada miembro del grupo EFG renuncia expresamente a cualquier responsabilidad, lo que incluye (sin limitación) la responsabilidad por daños fortuitos o consecuentes que surjan de ellas o que resulten de cualquier acción u omisión por parte del destinatario en virtud del presente.

La disponibilidad de este documento en cualquier jurisdicción o país puede ser contraria a la ley o regulación local, y las personas que tomen posesión de este documento deben informarse sobre las restricciones y respetarlas. Este documento no puede reproducirse, divulgarse ni distribuirse (en su totalidad o en parte) a ninguna otra persona sin el permiso previo por escrito de un miembro autorizado del grupo EFG.

Este documento fue producido por EFG Asset Management (UK) Limited para su uso por el grupo EFG y las entidades subsidiarias y afiliadas en todo el mundo dentro del grupo EFG. EFG Asset Management (UK) Limited está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority (Autoridad de Conducta Financiera) del Reino Unido, con el registrada N° 7389746. Dirección registrada: EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom. Teléfono +44 (0)20 7491 9111.

Si usted recibió este documento de alguna sucursal o entidad afiliada de las que figuran más abajo, tenga en cuenta información proporcionada para cada una:

### Información para inversionistas en Australia:

Este documento fue preparado y emitido por EFG Asset Management (UK) Limited, una empresa privada limitada con el número de registro 7389746 y con su dirección registrada en Leconfield House, Curzon Street, Londres W1J 5JB (número de teléfono +44 (0)20 7491 9111). La Autoridad de Conducta Financiera n.º 536771 regula y autoriza a EFG Asset Management (UK) Limited. EFG Asset Management (UK) Limited está exenta del requisito de contar con una licencia australiana de servicios financieros con respecto a los servicios financieros que proporciona a los clientes mayoristas en Australia, y está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido (Registro de FCA n.º 536771) según las leyes del Reino Unido que difieren de las leyes australianas. Este documento es confidencial y está previsto únicamente para el uso de la persona a quien se entrega o envía, y no se puede reproducir, en su totalidad o en parte, a ninguna otra persona.

### Orden Clase CO de ASIC 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited le notifica que se basa en la exención de la Orden de Clase CO 03/1099 (Orden de Clase) de la Comisión Australiana de Valores e Inversiones (ASIC), ampliada en su funcionamiento por ASIC Corporations (Instrumento de Derogación y Transición 2016/396) para las empresas reguladas por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) del Reino Unido, que le exime del requisito de poseer una licencia australiana de servicios financieros (AFSL) en virtud de la Ley de Sociedades del 2001 (Commonwealth) (Ley de Sociedades) con respecto a los servicios financieros que le proporcionamos.

### Requisitos regulatorios del Reino Unido

Los servicios financieros que le proporcionamos están regulados por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) según las leyes y los requisitos regulatorios del Reino Unido, que son diferentes de los de Australia. Por lo tanto, cualquier oferta u otra documentación que reciba de nosotros en el transcurso de la prestación de servicios financieros se prepararán de acuerdo con esas leyes y requisitos regulatorios. Los requisitos regulatorios del Reino Unido se refieren a la legislación, las normas promulgadas conforme a la legislación y cualquier otra política o documento pertinente emitidos por la FCA.

### Su estado como cliente mayorista

Con el objetivo de ofrecerle servicios financieros y para cumplir con la Orden de Clase, debe ser un "cliente mayorista" dentro del significado establecido en la sección 761G de la Ley de Sociedades. En consecuencia, mediante la aceptación de cualquier documentación por nuestra parte antes del inicio de la prestación de servicios financieros a usted o en el transcurso de esta, usted:

- nos garantiza que es un "cliente mayorista";
- acepta proporcionar dicha información o evidencia que podamos solicitar ocasionalmente para confirmar su estado como cliente mayorista;
- acepta que podemos dejar de prestarle servicios financieros si ya no es cliente mayorista o no nos proporciona información o evidencia satisfactoria para confirmar su estado como cliente mayorista; y
- acepta notificarnos por escrito dentro de 5 días hábiles si deja de ser un "cliente mayorista" para los fines de los servicios financieros que le proporcionamos.

**Bahamas:** EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. cuenta con la licencia de la Securities Commission of The Bahamas (Comisión de Valores de las Bahamas) de conformidad con la Ley del Mercado de Valores de 2011 y las Regulaciones del Mercado de Valores de 2012, y está autorizada para llevar a cabo negocios de valores en las Bahamas y desde ese país, entre ellos la comercialización de valores, la organización de operaciones en valores, la gestión de valores y el asesoramiento sobre valores. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. también cuenta con la licencia del The Central Bank of The Bahamas (Banco Central de las Bahamas) de conformidad con la Ley reguladora de bancos y sociedades fiduciarias de 2000, como empresa bancaria y fiduciaria.

**Bahréin:** EFG AG Bahrain Branch está regulada por el Central Bank of Bahrain (Banco Central de Bahréin), con domicilio legal en Bahrain Financial Harbour, West Tower, 14th Floor, Kingdom of Bahrain.

**Bermudas:** EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. es una sociedad exenta constituida en Bermudas con responsabilidad limitada. Dirección registrada: Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda.

**Islas Caimán:** EFG Bank cuenta con la licencia de la Cayman Islands Monetary Authority (Autoridad Monetaria de las Islas Caimán) para llevar a cabo operaciones bancarias de conformidad con la Ley de Bancos y Sociedades Fiduciarias de las Islas Caimán. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. cuenta con la licencia de la Cayman Islands Monetary Authority (Autoridad Monetaria de las Islas Caimán) para dedicarse al negocio de inversión de valores de conformidad con la Ley de Bancos y Sociedades Fiduciarias de las Islas Caimán, y para dedicarse al negocio de inversión de valores de conformidad con la Ley Comercial de Inversiones en Valores de las Islas Caimán.

**Chile:** EFG Corredores de Bolsa SpA cuenta con la licencia de la Comisión para el Mercado Financiero ("Ex SVS") como corredor de bolsa autorizado para realizar transacciones de corretaje de valores en Chile y actividades reguladas complementarias, entre ellas la gestión discrecional de la cartera de valores, la organización de operaciones en valores y el asesoramiento en inversión. Número de registro: 215. Dirección registrada: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

**Chipre:** EFG Cyprus Limited es una empresa de inversión establecida en Chipre con el N.º de empresa HE408062, con dirección registrada en Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus. EFG Cyprus Limited está autorizada y regulada por la Comisión de Bolsa y Valores de Chipre (CySEC)

**Dubái:** EFG (Middle East) Limited está regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái con dirección registrada en Gate Precinct Building 05, nivel 07, casillero postal 507245, Dubái, Emiratos Árabes Unidos.

**Guernsey:** EFG Private Bank (Channel Islands) Limited cuenta con la licencia de la Guernsey Financial Services Commission (Comisión de Servicios Financieros de Guernsey).

**Hong Kong:** EFG Bank AG está autorizado como banco con licencia por la Hong Kong Monetary Authority (Autoridad Monetaria de Hong Kong) de conformidad con la Ordenanza bancaria (Cap. 155, Leyes de Hong Kong) y está autorizado a llevar a cabo actividades reguladas de Tipo 1 (comercio de valores), Tipo 4 (asesoría sobre valores) y Tipo 9 (administración de activos) en Hong Kong.

**Jersey:** EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited está regulada por la Jersey Financial Services Commission (Comisión de Servicios Financieros de Jersey) para dedicarse al negocio de inversión en virtud de la Ley de Servicios Financieros (Jersey) de 1998.

**Liechtenstein:** EFG Bank von Ernst AG está regulado por la Financial Market Authority Liechtenstein (Autoridad del Mercado Financiero de Liechtenstein), con la siguiente dirección: Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

**Luxemburgo:** EFG Bank (Luxembourg) SA figura en la lista oficial de bancos establecidos en Luxemburgo de conformidad con la Ley de Luxemburgo del 5 de abril de 1993 relativa al sector financiero (en su versión modificada) (la "Ley de 1993"), en poder de la autoridad supervisora de Luxemburgo (Commission de Surveillance du Secteur Financier), como sociedad anónima de conformidad con la Ley de Luxemburgo (société anonyme) autorizada para llevar a cabo sus actividades de conformidad con el Artículo 2 de la Ley de 1993. Los residentes de Luxemburgo que deseen obtener cualquier información relacionada con los servicios de EFG Bank (Luxembourg) S.A. deben comunicarse exclusivamente con EFG Bank (Luxembourg) S.A. a la siguiente dirección: 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg, o al siguiente teléfono: +352 264541.

**Mónaco:** EFG Bank (Monaco) SAM es una sociedad anónima monegasca registrada como empresa con el N.º 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM es un banco que lleva a cabo actividades financieras autorizadas y reguladas por la Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (Autoridad de Supervisión Prudencial y de Resolución) de Francia y por la Commission de Contrôle des Activités Financières (Comisión para el Control de Actividades Financieras) de Mónaco. Dirección registrada: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco). Teléfono: +377 93 15 11 11. El destinatario de este documento habla perfectamente inglés y renuncia a la posibilidad de obtener una versión en francés del presente.

**República Popular China:** EFG Bank AG Shanghai Representative Office está aprobada por la China Banking Regulatory Commission (Comisión Reguladora Bancaria de China) y registrada en la Administración de Industria y Comercio de Shanghai de conformidad con el Reglamento de la República Popular China para la Administración de Bancos con Inversión Extranjera y las normas de implementación relacionadas. Número de registro: 310000500424509. Dirección registrada: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. El alcance comercial de la Oficina de Representación de EFG Bank AG Shanghai se limita a realizar actividades sin fines de lucro, limitadas a enlace, investigación de mercado y consultoría.

**Portugal:** La sucursal en Portugal de EFG Bank (Luxembourg) S.A. está registrada en la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios) con el número de registro 393 y en el Banco de Portugal con el número de registro 280. Número de registro comercial y de contribuyente: 980649439. Dirección registrada: Av. da Liberdade, No 131, 6to Do - 1250-140 Lisboa, Portugal.

**Singapur:** La sucursal de EFG Bank AG en Singapur (UEN N.º T03FC6371) cuenta con la licencia de la Monetary Authority of Singapore (Autoridad Monetaria de Singapur) como banco mayorista para dedicarse al negocio bancario y es Asesor Financiero Exento según se define en la Ley de Asesores Financieros y Licenciatario Exento de Servicios de Mercados de Capital Exento según se define en la Ley de Valores y Futuros.

**Suiza:** EFG Bank AG Zurich, incluidas sus sucursales en Ginebra y Lugano, está autorizado y regulado por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Autoridad de Supervisión del Mercado Financiero, FINMA) de Suiza. Dirección registrada: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Suiza. Sucursales suizas: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 and EFG Bank SA, Via Maggatti 2 6900 Lugano.

**Reino Unido:** EFG Private Bank Limited está autorizado por la Prudential Regulation Authority (Autoridad de Regulación Prudencial) y regulado por la Financial Conduct Authority (Autoridad de Conducta Financiera) y la Prudential Regulation Authority, con número de registro 144036. EFG Private Bank Limited es miembro de la Bolsa de Londres. Empresa registrada N.º 2321802. Dirección registrada: EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom. Teléfono: +44 (0)20 7491 9111. En relación con EFG Asset Management (UK) Limited, tenga en cuenta la información de estado que aparece más arriba.

**Estados Unidos:** EFG Asset Management (UK) Limited Corp. ("EFGAM") es una entidad afiliada a EFG Capital, un agente-intermediario registrado en la SEC y miembro de la Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") y de la Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Ningún miembro de SEC, FINRA o SIPC avala este documento ni los servicios y productos proporcionados por EFG Capital o su filial con sede en los EE. UU., EFGAM Americas. EFGAM Americas está registrado en la SEC como asesor de inversión. EFG Capital proporciona productos de valores y servicios de corretaje, y EFGAM Americas proporciona servicios de gestión de activos. EFG Capital y EFGAM Americas son afiliadas por medio de propiedad común y pueden mantener personal asociado mutuamente. Este documento no está destinado para su distribución entre personas estadounidenses ni para la consideración de personas estadounidenses que sean "compradores calificados" (según se define en la Ley de Sociedades de Inversión de los Estados Unidos de 1940, en su versión modificada (la "Ley de Sociedades de Inversión")) e "inversionistas acreditados" (según se define en la Norma 501(a) de la Ley de Valores). Los valores a los que se hace referencia en este documento no se registrarán en virtud de la Ley de Valores ni se calificarán según los estatutos estatales de valores aplicables. Los fondos a los que se hace referencia en este documento no se registrarán como sociedades de inversión en virtud de la Ley de Sociedades de Inversión. Los analistas ubicados fuera de los Estados Unidos son empleados de filiales no estadounidenses que no están sujetas a las normas de la FINRA.

**Zürich**

EFG Bank AG  
Bleicherweg 8  
Casillero postal 6012  
8022 Zürich  
Suiza  
Tel.: +41 44 226 17 17  
Fax: +41 44 226 17 26

**Ginebra**

EFG Bank SA  
Quai du Seujet 24  
Casillero postal 2391  
1211 Ginebra 2  
Suiza  
Tel.: +41 22 918 71 71  
Fax: +41 22 918 71 72

**Lugano**

EFG Bank SA  
Via Magatti 2  
Lugano 6901  
Suiza  
Tel.: +41 58 809 31 11  
Fax: +41 58 809 36 78

enquiries\_ch@efgbank.com  
[efgbank.com](http://efgbank.com)