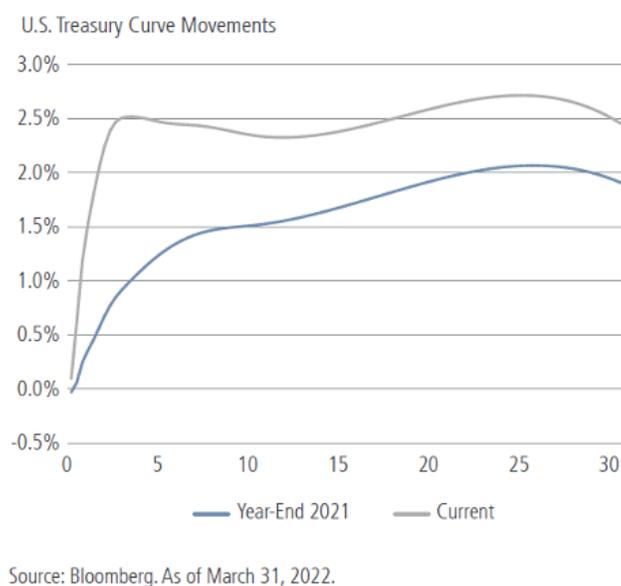


ACTUALIZACIÓN Y PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE RENTA FIJA

Actualización y perspectivas del mercado de renta fija

Para los inversionistas, el primer trimestre de 2022 fue uno de los más difíciles en más de cuatro décadas. El Índice de bonos agregados de Barclays sufrió su peor trimestre desde 1980 porque los rendimientos aumentaron significativamente este año. Los rendimientos reflejan el repunte de la inflación, con un aumento del IPC general de marzo al 8,4 %, un máximo de 40 años que cruzó el 8 % por primera vez desde 1982. Los mercados esperaban que la Reserva Federal endureciera significativamente la política monetaria para controlar la inflación. La economía se ha visto afectada por un doble choque inflacionario causado por el COVID y Ucrania.



El Índice de bonos agregados de Barclays tuvo su peor trimestre desde 1980. El aumento de los tipos de interés durante el primer trimestre provocó caídas significativas en todo el mercado de bonos:

U.S. Fixed Income	1 Month	3 Months	YTD
US Aggregate	-2.78%	-5.93%	-5.93%
US TIPS	-1.86%	-3.02%	-3.02%
US Treasury	-3.11%	-5.58%	-5.58%
US Agencies	-2.37%	-4.24%	-4.24%
US Municipals	-3.24%	-6.23%	-6.23%
US Securitized	-2.61%	-5.00%	-5.00%
US Corporates	-2.52%	-7.69%	-7.69%
US High Yield	-1.15%	-4.84%	-4.84%
US Leverages Loans	.05%	-0.10%	-0.10%

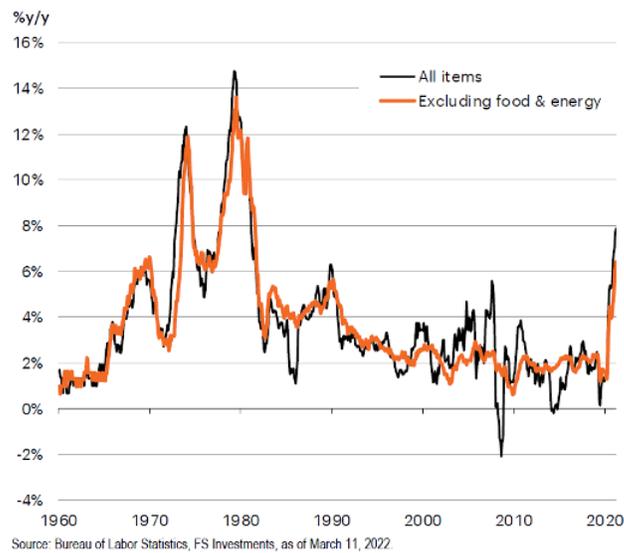
Source: BNY Mellon Portfolio Strategy Group using data from Bloomberg as of March 31, 2022.

La velocidad de la revalorización del mercado por encima de la trayectoria de las subidas de los tipos de interés ha sido sorprendente. La Reserva Federal se está embarcando en un ciclo agresivo de aumento de tipos con el objetivo de reducir la inflación. En este punto, los mercados se preparan para otros 175-200 puntos básicos de aumentos de tipos este año, lo que significa que es probable que tengamos en algún momento un aumento o dos de tipos de 50 puntos básicos, muy probablemente en las próximas dos reuniones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). La declaración del FOMC en marzo proyectó una política de tipos en 1.875 % y 2.75 % para fines de 2022 y 2023, respectivamente.

PERSPECTIVE DEL MERCADO

La clave para las perspectivas de renta fija son la trayectoria de la inflación y la trayectoria de los tipos de interés. Recomendamos la infrponderación de la renta fija con grado de inversión debido al aumento del riesgo de tipo de interés provocado por el aumento de la inflación. La inflación ha aumentado significativamente este año, como se ve en el gráfico a continuación.

Inflation roars back after skipping a generation



La inflación es el principal impulsor de la trayectoria de la economía. Actualmente, la economía ha sido golpeada simultáneamente por dobles choques inflacionarios. El primero está relacionado con COVID, y el segundo está desencadenado por la guerra en Ucrania. **El punto crucial del problema es que las causas de la inflación están impulsadas por la oferta, mientras que la Reserva Federal solo tiene herramientas para abordar la demanda.**

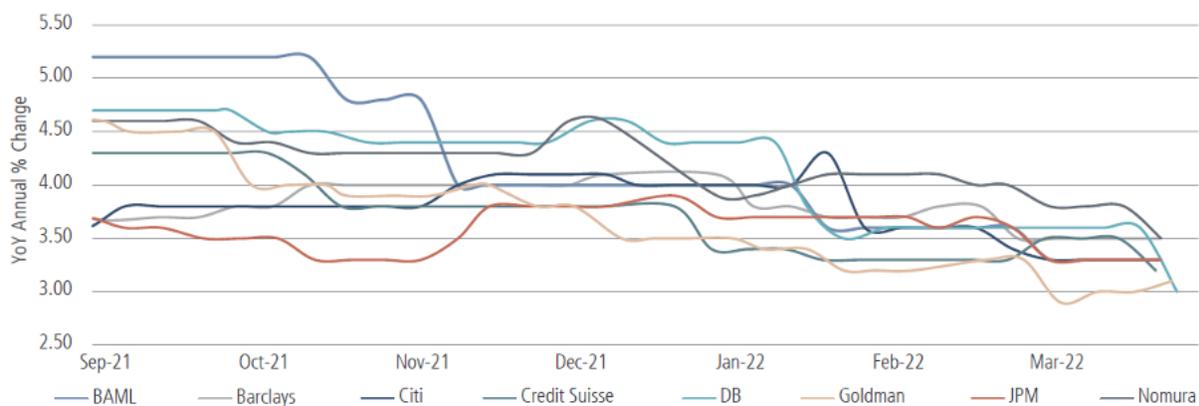
Primero, el shock relacionado con la COVID no se ha disipado porque la COVID no se ha ido. La mayor inflación fue provocada por la demanda agregada estimulada por una enorme política fiscal, incluidas tres rondas de cheques a los hogares. A medida que se gastaban los cheques en bienes, la cadena de suministro, también interrumpida por la pandemia de la COVID-19, se vio abrumada por la demanda y los precios subieron. Debido a que se ha gastado el dinero del cheque de estímulo, la carga anticipada del consumo de bienes, la reanudación del gasto en servicios, la reposición de inventarios y el reingreso continuo a la fuerza laboral, la inflación relacionada con COVID debería disminuir lentamente a lo largo del año. Sin embargo, con China todavía envuelta en cierres relacionados con COVID, las cadenas de suministro aún están interrumpidas. Un aspecto importante es la fuerza laboral que no volvió a trabajar como se esperaba a medida que retrocedían los casos de COVID. El ajustado mercado laboral resultante ha ejercido una presión al alza sobre los salarios, lo que es inflacionario.

El segundo choque inflacionario fue desencadenado por eventos geopolíticos en Europa del Este. Rusia es un gran exportador de energía, metales y alimentos, por lo que el boicot occidental redujo el suministro y elevó los precios de la energía y los alimentos. Reemplazar la gran oferta de Rusia llevará un tiempo considerable, por lo que es probable que los efectos de la inflación también duren mucho tiempo.

La respuesta de la Reserva Federal al aumento de la inflación ha sido aumentar los tipos de interés. El primero fue un alza de 25 puntos básicos en marzo. Se espera que aumenten los tipos en 225 puntos básicos para fines de 2022, incluidos 50 puntos básicos en la reunión del FOMC de mayo. Creemos que la Reserva Federal tendrá un ciclo de alzas agresivo hasta que la inflación se recupere. El efecto de la subida de tipos está provocando una ralentización de los pedidos de bienes de capital y de las solicitudes de hipotecas. Debido a una política más estricta, el mercado espera que el crecimiento económico caiga:

GROWTH FORECASTS: EASING FROM HIGH LEVELS

2022 U.S. GDP Forecasts



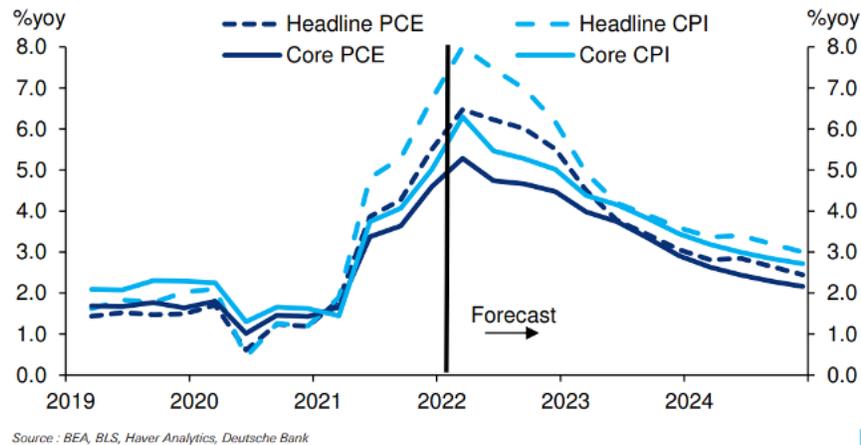
Source: Bank of America, Barclays, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Nomura. As of March 2022.

En nuestra opinión, son varios los escenarios económicos que podrían producirse: un aterrizaje suave, un aterrizaje duro y una estanflación:

ATERRIZAJE SUAVE

Actualmente, el mercado espera que la inflación haya alcanzado el pico en marzo y caiga lentamente a lo largo del año. Esperamos que la segunda vuelta del balance se anuncie en la reunión del FOMC de julio y comience en agosto. Estas políticas deberían reflejar la credibilidad de la Reserva Federal en la lucha contra la inflación sin hacer que la economía

caiga en picada a medida que se digiere el impacto de las materias primas. El endurecimiento ayudará a contener la inflación. Las perspectivas de inflación según Deutsche Bank se ilustran a continuación.



Parece que gran parte de la política agresiva de la Reserva Federal ya está integrada en la curva de rendimiento. Además, la tasa de política real es extremadamente negativa y, por lo tanto, simulada, y la curva de rendimiento real tiene una pendiente ascendente, lo que no indica una recesión. Si la Reserva Federal puede "enhebrar la aguja", podría conducir a un aterrizaje suave. En nuestra opinión, este es un resultado positivo para la renta fija.

- **Bonos del Tesoro y municipales:** los bonos del Tesoro y municipales ahora tendrán más rendimiento, pero el rendimiento real seguirá siendo un desafío.
- **Crédito:** el grado de inversión, el alto rendimiento y los préstamos han visto rendimientos más altos. Estos sectores podrán aportar ingresos a un portafolio de renta fija. Actualmente, la calidad crediticia de las empresas está mejorando. Como resultado, el crédito tiene un atractivo perfil de rentabilidad frente a riesgo. Los préstamos, que son de tasa flotante, son una forma efectiva de subir las tasas de interés.
- **Deuda de mercados emergentes:** con rendimientos atractivos, la deuda de mercados emergentes puede proporcionar una rentabilidad absoluta en un entorno mundial más estable.

Actualmente, no vemos señales de una recesión a corto plazo, pero las probabilidades están aumentando.

ARTERRIZAJE DURO

Podría ocurrir un aterrizaje duro si la Reserva Federal endurece excesivamente la política monetaria elevando demasiado los tipos. La preocupación es que para controlar la inflación, la Reserva Federal utilizará la destrucción de la demanda poniendo la economía en recesión. Además, la alta inflación que no disminuye durante el resto del año podría hacer que sean más agresivos en el endurecimiento de la política monetaria, sacrificando así el crecimiento económico en los próximos años y afectando potencialmente a los mercados. Los futuros de los fondos federales ya están valorando los recortes de tipos de interés a fines de 2023. Esto sugiere que los administradores de bonos no creen que la economía pueda tolerar el ciclo de aumento que tiene en mente la Reserva Federal. En nuestra opinión, un aterrizaje forzoso es un resultado mixto para la renta fija, con el núcleo funcionando bien pero los segmentos más arriesgados empeorando:

- **Bonos del Tesoro y municipales:** los bonos del Tesoro y municipales pueden proporcionar un contrapeso debido a la fuga hacia la calidad después de que cese la subida de tasas.
- **Crédito:** los diferenciales que aumentan debido al debilitamiento de los fundamentos tienden a perjudicar las inversiones crediticias, y los segmentos de mayor rendimiento se ven más afectados negativamente.
- **Deuda de mercados emergentes:** una recesión en los Estados Unidos podría afectar negativamente a los mercados emergentes en general.

ESTANFLACIÓN

Existe el riesgo de que la economía esté demasiado caliente en términos de inflación y demasiado fría en términos de crecimiento. En este escenario, la economía estadounidense enfrentaría un impacto negativo para el crecimiento y generaría más inflación. Esto podría ocurrir si la inflación se vuelve mucho más amplia y, por lo tanto, más difícil de contener. Esto podría dar lugar a una espiral de precios y salarios y a que la curva de rendimiento se mueva por encima de lo que se cotiza actualmente a medida que la Reserva Federal se vuelve más agresiva. La economía probablemente se desaceleraría a medida que las tasas más altas disminuyan la demanda.

Las herramientas de la Reserva Federal no pueden abordar las interrupciones de la cadena de suministro, la escasez de mano de obra y el suministro de alimentos y energía. Solo puede afectar la cantidad y el precio del dinero para restringir la demanda agregada. Como tal, la naturaleza de la inflación impulsada por la oferta significa que combatirla agresivamente con la política monetaria afectará el crecimiento y hará poco para abordar la causa subyacente.

Cuanto más alta y más larga sea la inflación, más agresiva podría volverse la Reserva Federal. Si la inflación resulta más rígida o más alta de lo que espera el mercado, la Reserva Federal puede verse obligada a endurecerse más agresivamente y los activos de riesgo pueden tambalearse. En nuestra opinión, la estanflación es un resultado extremadamente negativo para todo el ámbito de la renta fija.

En general, para todos los escenarios económicos, la gran incógnita a día de hoy sigue siendo la trayectoria a medio plazo de los tipos de interés por la inflación. Sin embargo, es probable que la inflación sea mayor en el futuro que la observada en los cuarenta años anteriores. Lo que hace que este entorno de inversión sea complicado es que, si bien el mercado espera que la Reserva Federal suba las tasas de interés, también espera que la Reserva Federal las reduzca:



EL PAPEL DE LA RENTA FIJA

Para invertir de manera efectiva en renta fija, es importante comprender sus cuatro funciones principales en un portafolio: liquidez, diversificación, estabilidad e ingresos.

Liquidez: la renta fija puede aportar liquidez a los portafolios. Debido a la amplitud del mercado, los valores pueden venderse sin que se alteren demasiado los precios. Según la Asociación de la Industria de Valores y Mercados Financieros (SIFMA), el mercado de bonos de Estados Unidos supera los \$50 billones (neto de la tenencia de la Reserva Federal, el Seguro Social y otras agencias gubernamentales) en 2021:

Bond Market Segment	Outstanding (\$tn)
Money Market	1,014.20
US Treasury Securities	22,584.00
Federal Agencies	1,433.30
Municipal Securities	4,049.70
Mortgage Backed Securities	12,201.60
Asset Backed Securities	1,585.30
Corporate Securities	10,022.40
Total	52,890.50

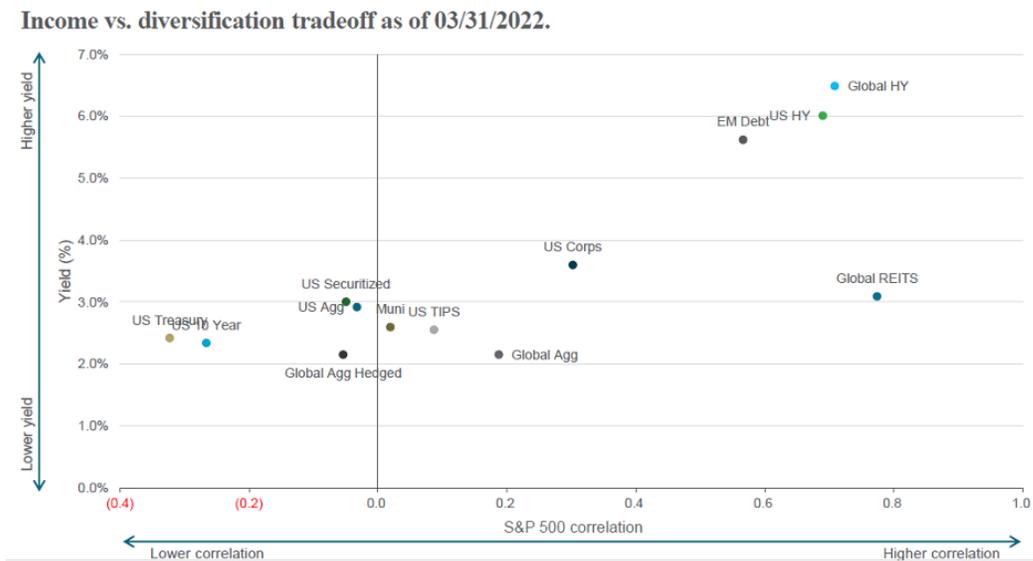
Fuente: Asociación de la Industria de Valores y Mercados Financieros (SIFMA)

Ingresos: históricamente, los ingresos reinvertidos son compuestos, lo cual es un factor importante para ayudar al crecimiento de un portafolio. Para montos distribuidos proporciona el financiamiento para pagar las necesidades. Durante varios años, la renta fija proporcionó un nivel de ingresos inadecuado debido a los bajos rendimientos. El lado positivo del aumento de las tasas es que, en el futuro, se pueden generar más ingresos, como se muestra:

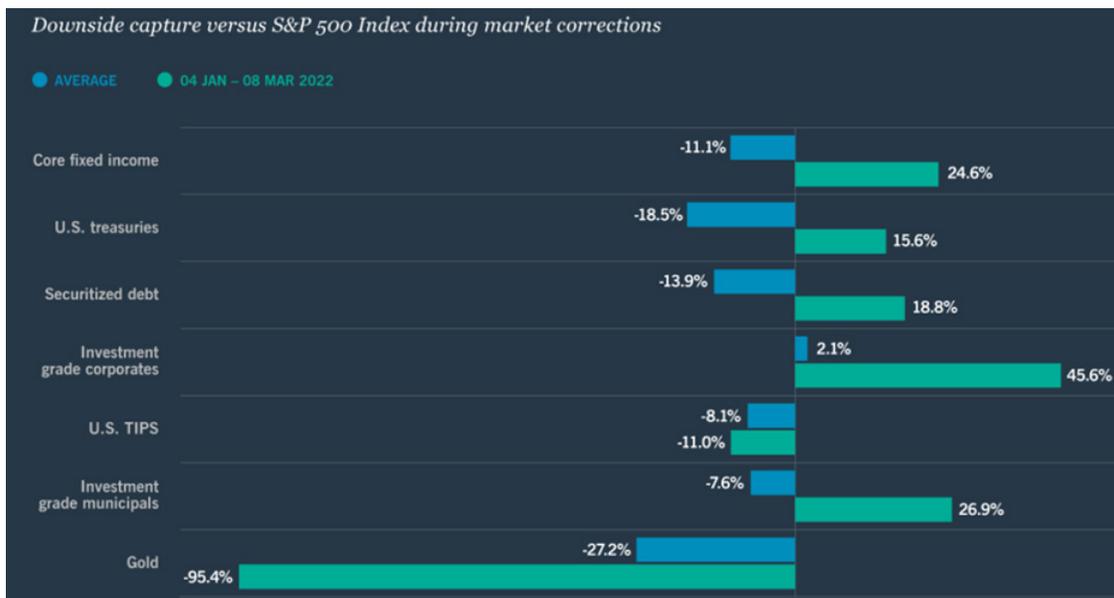
Sector	Yield at 3/31/2022	Yield at 12/31/2021
U.S. Aggregate	2.92%	1.75%
U.S. 10Y Treasury	2.32%	1.52%
Municipals	2.60%	1.11%
Investment Grade Corporates	3.60%	2.33%
High Yield Corporates	6.01%	4.21%
Municipals	2.60%	1.11%
MBS	2.99%	1.98%
ABS	3.45%	1.96%
Leveraged Loans	5.41%	4.60%

Source: JPMorgan Asset Management 3/31/2022

Diversificación: la renta fija ofrece diversificación en un portafolio debido a su correlación con las acciones. Debido a la inflación, la correlación entre acciones y bonos ha aumentado, pero en general, la renta fija ofrece diversificación, lo que mejora la rentabilidad frente al riesgo de un portafolio. Los sectores gubernamentales tienen un mayor beneficio que el crédito corporativo debido a que tienen menores correlaciones con la equidad. El riesgo del crédito se ve afectado por el mismo ciclo de ganancias que afecta a las acciones.



Estabilidad: Históricamente, los bonos han proporcionado un contrapeso eficaz contra el riesgo del mercado de valores. Debido a la fuga hacia la calidad, los bonos del gobierno han ganado a medida que el mercado de valores experimenta una caída. Sin embargo, debido a los rendimientos más bajos del mercado, la capacidad de los bonos para proteger un portafolio se ha visto disminuida. Además, los bonos son susceptibles al aumento de los tipos, lo que también afecta negativamente a las acciones. Como resultado, este año, los bonos no han cumplido el papel tradicional de protección. Sin embargo, después de que los tipos alcancen su punto máximo, los bonos deberían volver a brindar protección al portafolio. Esto será necesario en caso de un aterrizaje forzoso económico. El siguiente gráfico muestra la diferencia de protección entre este trimestre y los últimos 25 años:



TODO EN CONTEXTO

La renta fija tuvo el trimestre más difícil en más de cuarenta años debido al aumento de las tasas de interés provocado por una mayor inflación. Debido a la inflación elevada y la incertidumbre en torno a su trayectoria, somos cautelosos con la siguiente opinión:

- **Efectivo:** sobreponderado debido a la incertidumbre de la recesión y la trayectoria de la inflación. Los rendimientos por efectivo han ido en aumento.
- **Renta fija con grado de inversión:** infraponderado debido al impacto del riesgo de tipo de interés. Si la inflación aumenta aún más, los rendimientos deberían aumentar más de lo que actualmente está incrustado en la curva de rendimiento.
- **Otra renta fija:** infraponderación general debido a los riesgos de recesión e inflación
 - » *Infraponderar los bonos corporativos de alto rendimiento, pero dado el aumento de las tasas, sobreponderar los préstamos sénior*
 - » *Mantener los bonos municipales de alto rendimiento y los bonos de mercados emergentes en neutral*

Debido a la incertidumbre de la trayectoria económica, es prudente contar con un portafolio diversificado por funciones. También es importante utilizar la gama completa de inversiones en un portafolio, incluidos los activos reales y las inversiones privadas.



RENUNCIA DE RESPONSABILIDAD

Este documento contiene nuestras opiniones y comentarios actuales que están sujetos a cambio sin aviso previo. Nuestros comentarios se difunden con fines informativos y educativos solamente y no toma en consideración los objetivos de inversiones, situaciones financieras o necesidades específicas de ningún destinatario. La información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes que entendemos son confiables, pero no garantizamos su integridad o precisión. La información contenida en este documento no constituye asesoramiento legal o fiscal para ninguna persona. Consulte con su asesor fiscal sobre las implicaciones de impuestos de la información ofrecida en esta presentación. Toda inversión implica el riesgo de pérdida.