

RESTABLECIENDO EXPECTATIVAS

SUMARIO

- Los rendimientos de inversión de 2010 a 2021 fueron históricamente muy altos, particularmente en acciones. Es poco probable que en el futuro se llegue a ese nivel.
- El entorno macro de la Gran Moderación estuvo respaldado por la globalización, tasas de interés excepcionalmente bajas, expansión cuantitativa y deflación.
- Esperamos que el nuevo régimen sea una reversión de la Gran Moderación y vuelva a ser impulsado por los factores fundamentales.
- La inflación a largo plazo debería ser superior a la del periodo 2010 a 2020 y más cercana a los promedios históricos.
- El crecimiento económico potencial de EE. UU. se estima en aproximadamente 1,8 – 2,0 %.
- Como resultado, las expectativas realistas de rentabilidad de la renta variable están en una cifra de un dígito medio a superior.
- Se espera que la renta fija básica genere un rendimiento real bajo.
- Los activos reales, en particular las materias primas y la infraestructura, tienen fuertes vientos de cola.

Generar el mismo rendimiento que en el pasado requerirá un nivel mucho más alto de experiencia y esfuerzo en comparación con el pasado y requerirá un mayor enfoque en la arquitectura del portafolio. Para los inversores que analizan los próximos meses y años, creemos que las expectativas de rendimientos futuros deben revisarse, ya que los factores que impulsaron los altos rendimientos y la baja volatilidad de la década anterior están siendo reemplazados por un nuevo conjunto de factores con resultados diferentes. En este comentario, discutimos esos factores y cómo esperamos que se desempeñen las acciones, la renta fija y los activos reales en el nuevo entorno en el que estamos ingresando para que los inversores puedan establecer sus expectativas y objetivos en consecuencia.

ÚLTIMOS DIEZ AÑOS

La década transcurrida entre 2011 a 2021, un período llamado la Gran Moderación, produjo un entorno muy propicio para asumir riesgos. Este período de 10 años vio una tasa de rendimiento mucho más alta que el promedio de los 110 años anteriores y fue uno de los mejores períodos de 10 años desde 1901. Combinado con una volatilidad excepcionalmente baja, los rendimientos ajustados al riesgo estuvieron en el extremo más alto en comparación con la historia.

10-Year Summary Statistics for the U.S. 60/40 Portfolio
March 1901 – March 2021



Sources: AQR, Bloomberg, Ibbotson Associates (Morningstar), GFD and Datastream. U.S. 60/40 Portfolio is based on 60% S&P 500 and 40% 7-year Datastream U.S. bond index.

NUEVO RÉGIMEN ECONÓMICO

Creemos que la economía se encuentra en medio de un cambio de régimen que afectará significativamente las inversiones. Los impulsores de los últimos 10 años (deflación, tasas de interés bajas, flexibilización cuantitativa y globalización) dieron como resultado un clima de inversión fuerte para los activos tradicionales de 2010 a 2020. Estos vientos de cola positivos llevaron a una volatilidad muy baja tanto en la economía como en los mercados.

El Covid ha sido un catalizador importante que provocó el cambio de régimen. Desencadenó interrupciones en el suministro y escasez de mano de obra, lo que resultó en una mayor inflación de costos. La Reserva Federal ahora está endureciendo la política para controlar la inflación.

El nuevo régimen tendrá una inflación más alta, tasas de interés más altas, menos acomodación monetaria y menos globalización, lo que resultará en un entorno de inversión menos favorable. El resultado será una rentabilidad más baja y una mayor volatilidad. Se espera que el crecimiento económico, que se ha ido reduciendo durante algunas décadas, siga cayendo. Como resultado, los rendimientos futuros estarán mucho más impulsados por factores fundamentales, lo que generará rendimientos más modestos en los activos tradicionales que en la década anterior.

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE CAPITALES

Utilizamos los supuestos del mercado de capital proporcionados por LCG Associates para realizar análisis internos sobre el rendimiento futuro frente al riesgo.

	Annual Average Return		Wall Street Consensus Expected Return Next Decade (2022-2031)
	1926-2021	1980-2021	
Equities			
US Large-Cap	10.5%	12.3%	5.8%
US Mid-Cap		13.1%	6.8%
US Small-Cap	11.9%	11.0%	7.1%
International Stocks:			
Developed Market Stocks		8.7%	6.5%
Small-Cap Stocks		6.7% ²	7.3%
Emerging Market Stocks		9.4%	8.3%
Global Equity		6.7% ⁵	6.4%
Bonds			
Core	5.1%	7.3%	2.3%
TIPS		5.5% ⁶	1.8%
High Yield		9.1%	4.2%
Bank Loans		4.8% ⁷	4.1%
Convertibles		10.3% ⁸	4.4%
International (unhedged)		7.0%	2.1%
Emerging Markets		8.3% ⁹	4.3%
Munis		6.4%	2.3%
Short-term		5.8%	1.6%
Long-term (corporate)		9.2%	2.9%
Preferred Securities		5.0% ⁷	4.3%

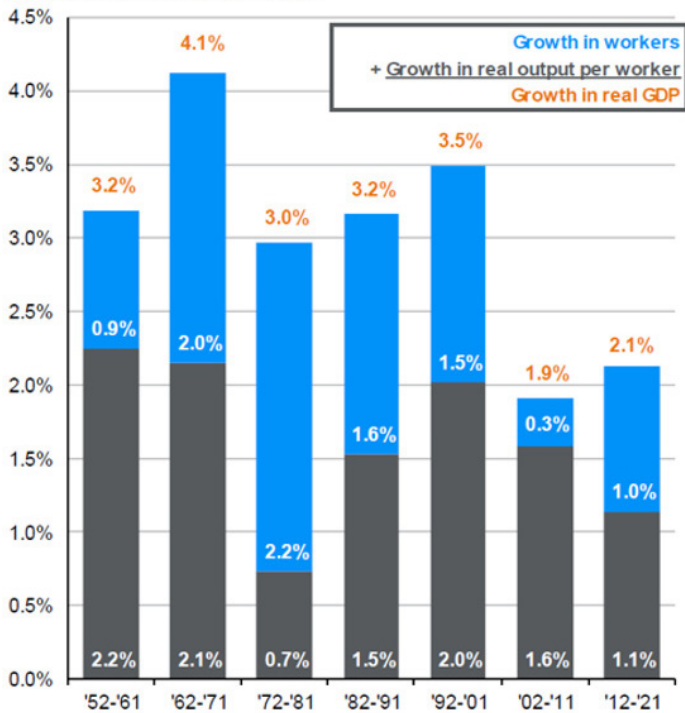
Source: LCG Associates. January 2022

En nuestra opinión, las estimaciones de rendimientos futuros durante los próximos 10 años en los supuestos del mercado de capitales son realistas. Esto se basa en nuestra perspectiva de crecimiento económico y los elementos fundamentales de la rentabilidad. Las perspectivas, aunque no son espectaculares, nos obligan a revisar nuestras expectativas de rendimiento futuro.

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS A LARGO PLAZO

Drivers of GDP growth

Average year-over-year % change



Source: J.P. Morgan Asset Management

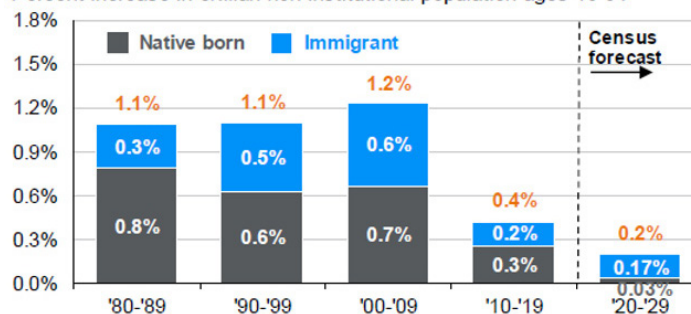
2%. Como resultado, esos dos factores apuntan a una tasa de crecimiento económico potencial de menos del 2% en esta década.

CRECIMIENTO DE LA FUERZA LABORAL

Se espera que la fuerza laboral tenga un crecimiento anémico y sea mucho menor en esta década que en el pasado, como se ve en el siguiente gráfico:

Growth in working-age population

Percent increase in civilian non-institutional population ages 16-64



Source: J.P. Morgan Asset Management

La perspectiva económica a largo plazo proporciona el entorno que impulsa los rendimientos y el crecimiento de las ganancias, que forman los componentes básicos del rendimiento. Se espera que el crecimiento económico sea menor durante esta década en comparación con períodos anteriores y que esté impulsado por el crecimiento de la fuerza laboral y la productividad.

El crecimiento de la fuerza laboral y la productividad son los motores del crecimiento económico. JP Morgan estima que la fuerza laboral de EE. UU. crecerá un 0,2% entre 2020 y 2029 resultado de una combinación de baja inmigración y baja natalidad nativa. Se espera que la productividad sea ligeramente inferior al

PRODUCTIVIDAD

Debido al bajo crecimiento esperado en la fuerza laboral, la productividad será la clave para el crecimiento económico. La productividad es importante para impulsar los márgenes de beneficio y reducir la inflación. La economía ha experimentado una disminución constante de la productividad y se necesitarán nuevas tecnologías.

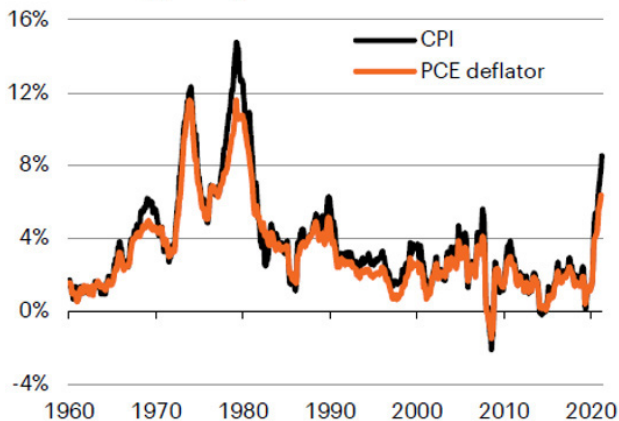


Source: BLS, Haver Analytics, Apollo Chief Economist

REVERSIÓN DE LA GRAN MODERACIÓN

Es probable que la reversión de la Gran Moderación resulte en una mayor inflación y un menor nivel de globalización junto con una política monetaria menos favorable a medida que la Reserva Federal reduce su balance y aumenta las tasas de interés.

Inflation skipped a generation

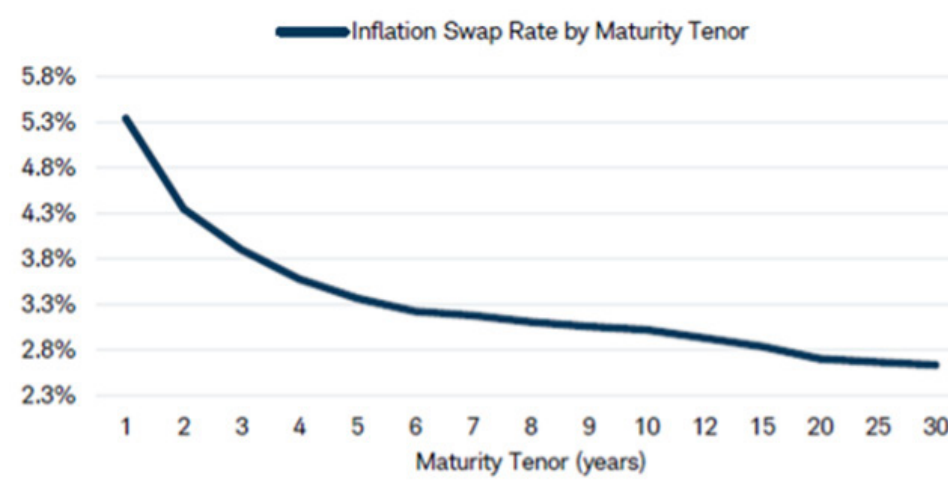


Source: Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, as of April 12, 2022.

INFLACIÓN

La Gran Moderación se caracterizó por una baja inflación. Esto se vio muy beneficiado por la globalización, la tecnología y el bajo costo de las materias primas. La era de baja inflación terminó cuando la inflación se disparó durante la pandemia de Covid-19 y se espera que en el futuro sea más alta.

El mercado está anticipando que la inflación será significativamente más alta en el futuro de lo que se vio durante la Gran Moderación. Se espera que esté en el rango del 3 % durante gran parte de esta década, que es casi el doble de la tasa observada durante la Gran Moderación.



Source: Bloomberg, USD Inflation Swap Zero Coupon Curve (SWIL). Data as of 3/31/2022

GLOBALIZACIÓN

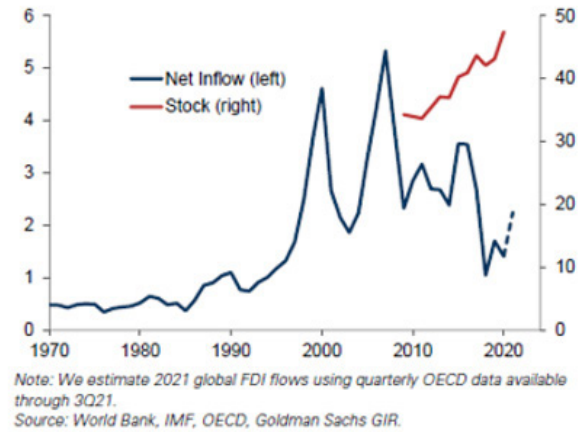
La globalización fue un factor importante que impulsó la rentabilidad del mercado de activos durante la Gran Moderación. La globalización permitió a las corporaciones aumentar sus márgenes de ganancias al reducir los costos de mano de obra y acceder a materiales y mano de obra mientras aumentaban los ingresos con el aumento de las ventas en nuevos mercados. Sin embargo, la pandemia de Covid-19 expuso la vulnerabilidad de las empresas a las cadenas de suministro extendidas en el extranjero. Además, la invasión rusa de Ucrania rompió la calma en el riesgo geopolítico. Es probable que las empresas y los países comiencen a evaluar sus vulnerabilidades geopolíticas causadas por la interdependencia.

El comercio mundial alcanzó su punto máximo en 2008 y ha estado bajo tensión debido a una mayor presión política por parte de los electores nacionales que se vieron afectados negativamente. La inversión extranjera directa también cedió ante la presión. Si bien la globalización no se desvanecerá por completo, es probable que se ralentice o se estabilice.

Global goods trade peaked as a share of GDP in 2008
World merchandise imports plus exports, % of GDP

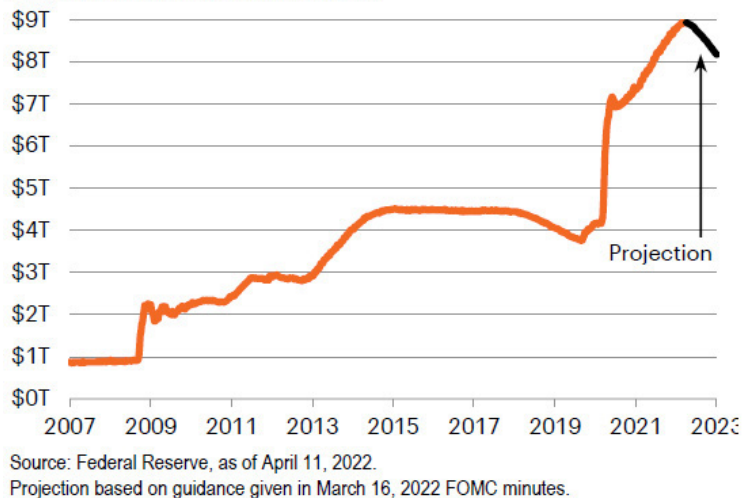


Global FDI flows have declined, though stocks still growing
World foreign direct investment, % of GDP



FLEXIBILIZACIÓN CUANTITATIVA

Federal Reserve balance sheet



En 2009, la Reserva Federal comenzó a flexibilizar la política monetaria a través de la relajación cuantitativa comprando bonos, tanto del Tesoro como respaldados por hipotecas, y aumentando su balance. El resultado fue una mayor oferta monetaria y tasas de interés más bajas que beneficiaron significativamente a los activos financieros hasta 2018. Comenzó a reducir su balance en 2018, pero incrementó masivamente la flexibilización cuantitativa en respuesta al Covid-19.

En 2021 y 2022, compró aproximadamente 5 billones de dólares en bonos y provocó el crecimiento de los activos financieros. Ahora está en proceso de reducir su balance nuevamente. En el futuro, no creemos que la flexibilización cuantitativa sea un enorme viento de cola que eleve los valores de los activos. En cambio, será un viento en contra, causando estrés en las valoraciones y probablemente impidiendo los rendimientos futuros.

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS A LARGO PLAZO

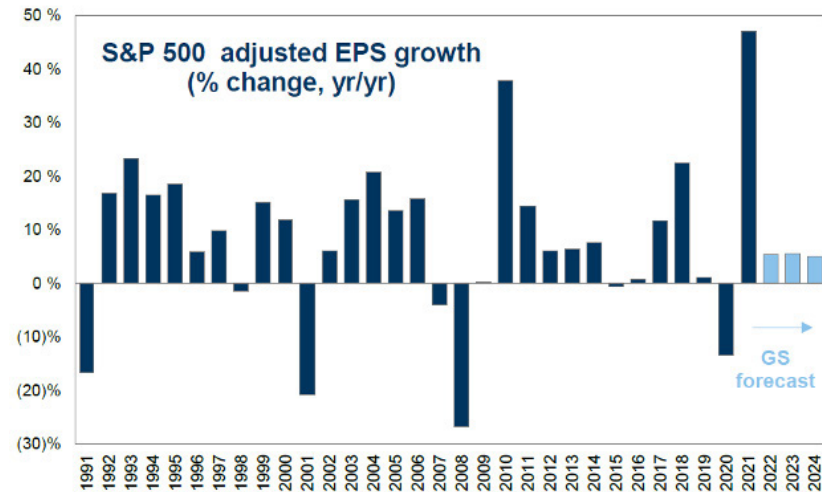
Los rendimientos futuros están impulsados tanto por el crecimiento de los beneficios como por la valoración. Es probable que el crecimiento de las ganancias por acción sea menor que el observado en los diez años anteriores. Las valoraciones se acercaron a un máximo histórico el año pasado, pero actualmente están bajo presión. Como resultado, las expectativas de rendimientos futuros anualizados del S&P 500 en el rango de 6-8 % son apropiadas. La flexibilización cuantitativa ya no será el poderoso viento de cola que impulsará la valoración.

CRECIMIENTO DE LAS GANANCIAS

Después de la Gran Crisis Financiera, las ganancias brutas fueron débiles debido al bajo crecimiento económico. De hecho, la década de 2010 vio el nivel más bajo de crecimiento económico desde la década de 1930. Si bien el crecimiento de las ganancias fue anémico, el crecimiento de las ganancias por acción (EPS) fue extremadamente fuerte.

Las corporaciones se abstuvieron de invertir debido al débil crecimiento y utilizaron el flujo de efectivo para recomprar acciones en lugar de reinvertir en la empresa. Además, muchas empresas aprovecharon el entorno de tipos de interés bajos para aumentar su deuda y recomprar acciones. Al reducir el número de acciones, el crecimiento de las ganancias por acciones fue muy fuerte y ayudó a impulsar los precios de las acciones en el período 2010-2020.

Mirando hacia el futuro, las tasas de interés más altas dificultan aprovechar la estructura de capital para recomprar acciones. En segundo lugar, se requerirá que las empresas reinviertan para aumentar la productividad, combatiendo así la inflación, y que aumenten la producción local para acortar las cadenas de suministro. Combinado con tasas de crecimiento económico más bajas esperadas, el crecimiento de las ganancias puede sufrir otra década anémica. De cara al futuro, las ganancias por acción seguirán el crecimiento de la ganancia bruta más de cerca a una tasa más baja en contraste con la Gran Moderación.



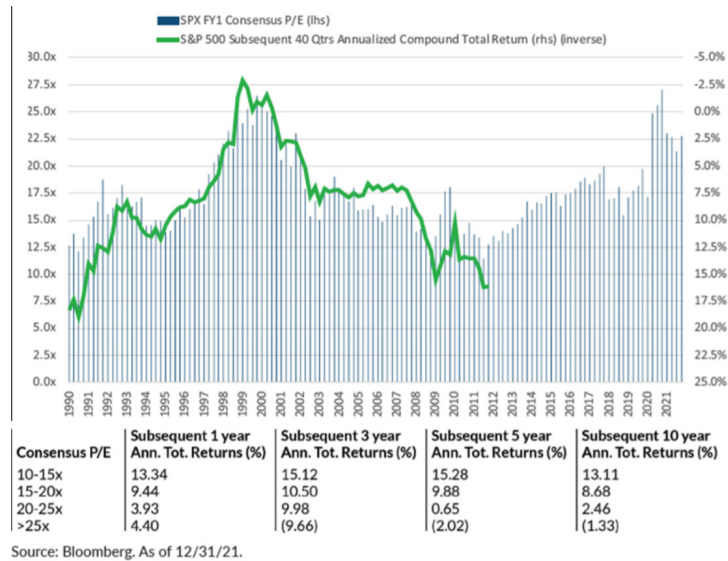
Source: Goldman Sachs Global Investment Research. As of April 4, 2022.

VALORACIÓN

Históricamente, ha habido un fuerte vínculo entre la valoración inicial y los rendimientos a más largo plazo (10 años). Comprar acciones a una valoración alta crea un muro alto con el que escalar y aumentar los rendimientos. Por el contrario, comprar acciones cuando el mercado está barato, en igualdad de condiciones, ayudó a la rentabilidad. El múltiplo de la relación precio-ganancia (P/E) se ha descomprimido este año debido a las tasas de interés más altas. Dada la posición de la Reserva Federal, no es probable que las tasas sean más bajas en el futuro que durante el período 2010-2020.

Con los múltiplos de la relación precio/ganancia (P/E) adelantados del S&P 500 actualmente alrededor de 17x, el mercado está caro a pesar de haber caído desde 24x el año pasado. Con una inflación y tasas de interés esperadas más altas y menos apoyo de la Reserva Federal, es probable que los múltiplos de valoración caigan aún más y avancen hacia una valoración históricamente más normal.

El siguiente gráfico muestra el rendimiento histórico del S&P 500 por rango de valoración:



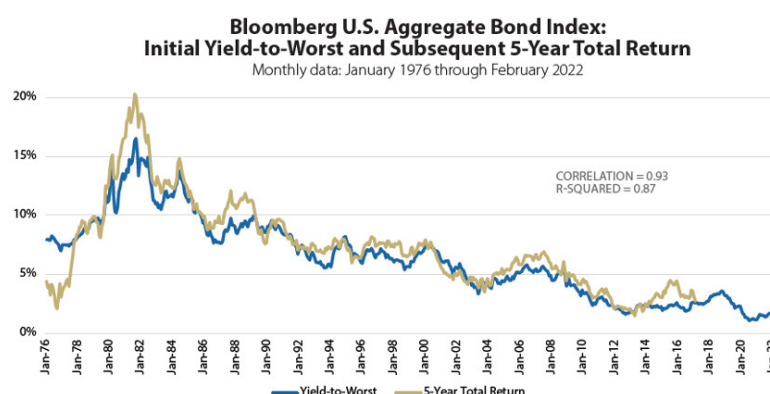
En resumen, si analizamos históricamente los rendimientos del S&P 500 y sus impulsores (inflación, productividad, crecimiento y valoración), un rendimiento medio a superior de un dígito (6-8 %) es una expectativa razonable.

CPI (y/y % change)	Annualized gain (3/31/1947-12/31/2021)			
	Non-farm productivity	Real GDP	S&P 500	Average S&P 500 P/E
Below 1%	3.4%	4.9%	16.9%	25.0
1% to 4%	2.4%	3.2%	9.8%	19.7
4% to 9%	1.3%	2.6%	1.8%	14.1
Above 9%	1.0%	1.1%	0.7%	8.8

Source: Charles Schwab

PERSPECTIVAS DE RENTA FIJA A LARGO PLAZO

Al igual que en el caso del S&P 500, es probable que los rendimientos futuros de los bonos básicos sean silenciados. Existe un fuerte vínculo entre los rendimientos iniciales y los rendimientos futuros, como se ve:



En la actualidad, los bonos principales, representados por el índice Barclays Aggregate Bond, rinden un 3,5 %. Esto sirve como una aproximación del rendimiento esperado futuro. Otros sectores de renta fija también pueden usar el rendimiento como punto de partida para los rendimientos futuros (pero un análisis más refinado también necesitaría ajustar el rendimiento y los cambios en el crédito). Los rendimientos para otros sectores se resumen en el siguiente monitor de Eaton Vance:

Index	Coupon (%)	Price (\$)	Yield to Worst (%)
U.S. High Grade			
Bloomberg U.S. Aggregate Index	2.45	93.9	3.48
U.S. Treasury	1.64	93.5	2.88
U.S. Mortgage Backed Securities	2.60	93.3	3.59
U.S. Asset Backed Securities	1.47	96.4	3.40
U.S. Commercial Mortgage Backed Securities	3.05	95.5	3.78
U.S. Corp. Investment Grade	3.57	94.4	4.31
Bloomberg Municipal Bond Index	4.46	102.6	3.18
Bloomberg Taxable Municipal Bond Index	4.15	98.2	4.10
ICE BofA US Inflation-Linked Treasury Index	0.75	106.9	-0.52
ICE BofA Preferred Index (Fixed Rate)	5.08	91.2	5.46
U.S. High Yield			
ICE BofA US High Yield Index	5.69	92.8	7.05
S&P/LSTA Leveraged Loan Index	L+3.54	97.5	4.83
Emerging Markets			
J.P. Morgan EM Bond Index (EMBI) Global Diversified	5.07	86.3	7.37

Source: Bloomberg, J.P. Morgan, ICE BofA Data Indices, LLC, Factset, and LCD, an offering of S&P Global Market Intelligence, as of 4/30/22.

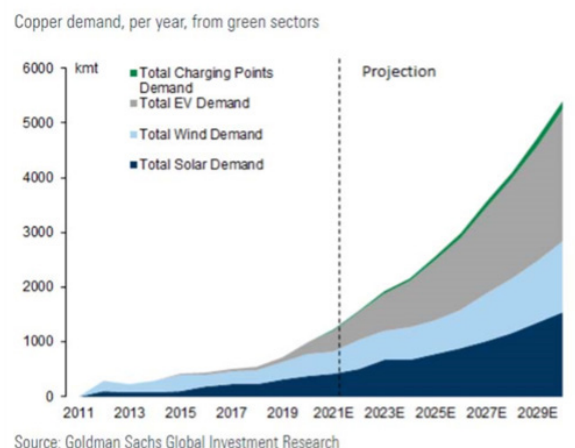
Durante la Gran Moderación, la Reserva Federal proporcionó una política monetaria acomodaticia, reduciendo los rendimientos y elevando los valores de los bonos. En el futuro, el mercado de bonos no tendrá ese apoyo y se espera que los rendimientos futuros sean moderados debido a los bajos rendimientos actuales.

PERSPECTIVA DE ACTIVOS REALES A LARGO PLAZO

Los activos reales, en particular las materias primas y la infraestructura, son áreas en las que creemos que los rendimientos seculares futuros serán mejores que los observados en el período 2010-2020 debido a las mayores perspectivas de crecimiento. Tanto las materias primas como la infraestructura tienen al cambio climático como un fuerte catalizador para ese crecimiento.

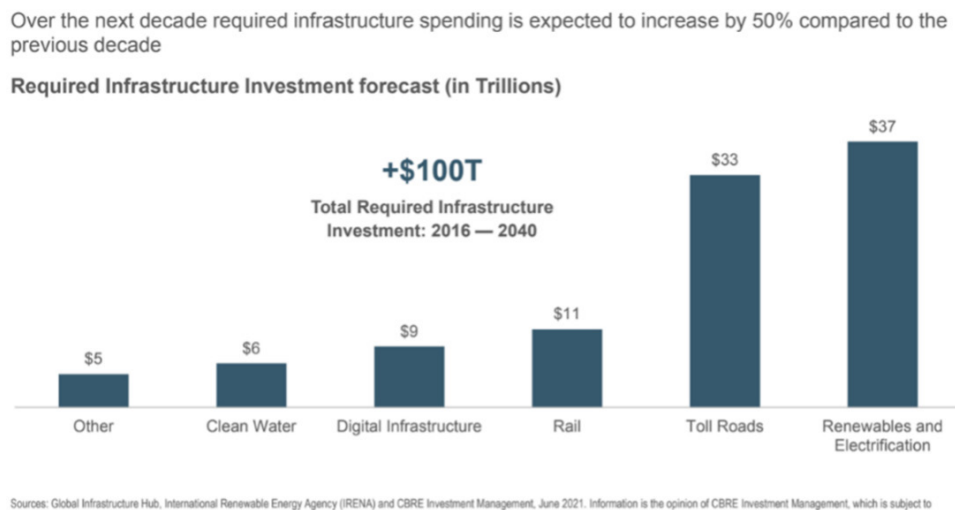
Se necesita una amplia gama de productos básicos para vehículos eléctricos, generación de energía y otras aplicaciones limpias. El cambio a energías renovables (por ejemplo, energía solar y eólica) y vehículos eléctricos requerirá cantidades significativas de materias primas, por ejemplo, cobre:

Exhibit 4 : Acceleration in green electrification trends is set to drive strongest decade in copper demand growth post-2000



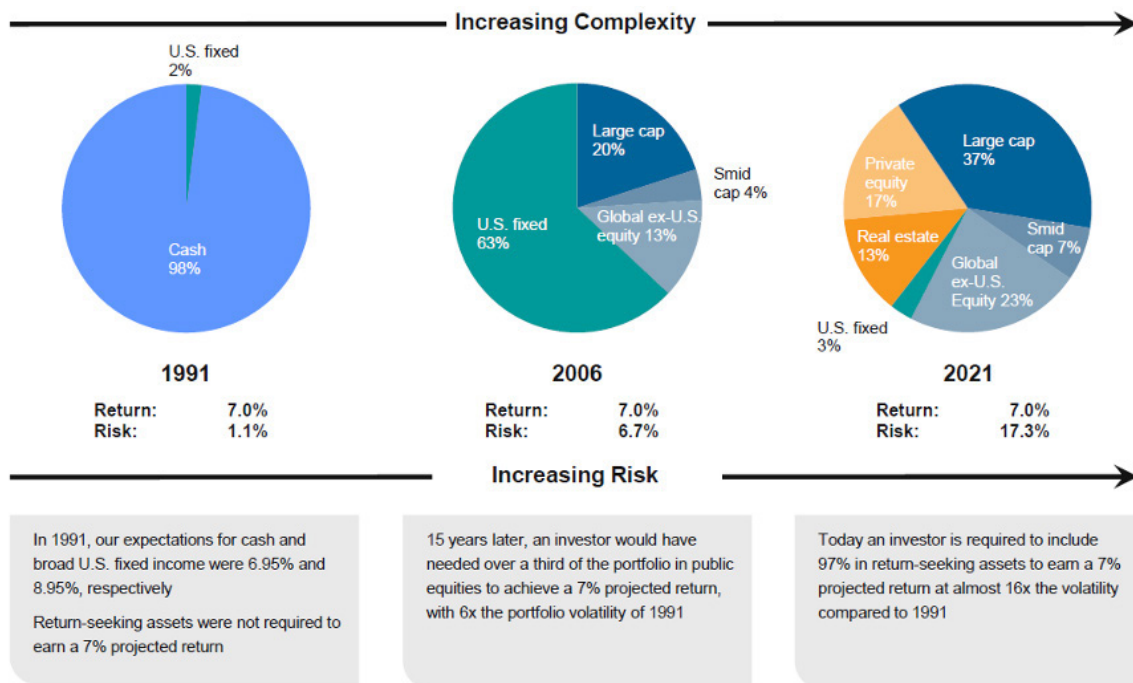
También se espera que la infraestructura tenga un fuerte crecimiento con una expectativa de inversión de 100 billones de dólares en los próximos veinte años, según CBRE Investment Management. Se necesita una cantidad significativa de capital a nivel mundial para:

- modernización/reparación de activos obsoletos
- una transformación digital, ya que el crecimiento exponencial de los datos requiere una mayor inversión para el almacenamiento y la transmisión
- descarbonización, con la descarbonización energética impulsando el cambio a las energías renovables.



IMPLICACIONES DEL PORTAFOLIO

En el pasado, los inversionistas podían contar con un portafolio simple para generar un rendimiento del 7%, lo que era posible gracias a tasas de interés más bajas a medida que caía la inflación. Esto proporcionó un viento de cola de varias décadas. A medida que aumentaban las valoraciones y disminuían los rendimientos futuros, ha sido necesario aumentar el riesgo mediante la adición de inversiones más volátiles para obtener el mismo rendimiento del 7%:



Source: Callan

Hoy en día, hay muchas más clases de activos a considerar, incluidas las inversiones privadas, alternativas como los fondos de cobertura, porciones más estrechas de clases de activos invertibles dentro de las acciones públicas, etc. Además de la disponibilidad de clases de activos adicionales, cada una con su propio riesgo único y perfil de rendimiento, cada inversión específica en un portafolio viene con su propio conjunto único de factores de riesgo que también deben tenerse en cuenta al crear un portafolio diversificado. De hecho, vemos la diversificación no sólo a través del lente de las clases de activos, sino, lo que es más importante, a través de los "impulsores de riesgo y rendimiento", que creemos que contribuyen a un portafolio verdaderamente diversificado. La diversificación de los factores de riesgo y rendimiento son factores principales para la construcción del portafolio.

Además, agregar inversiones con diferentes factores de riesgo proporciona una mayor cantidad de impulsores de retorno. Tener muchas fuentes de rentabilidad hace que el portafolio no dependa de unos pocos sectores. En cambio, un portafolio bien diversificado tiene algunos cilindros encendidos en todo momento. La clave es encontrar flujos de retorno menos correlacionados, que pueden tener un impacto mucho más significativo debido a que tienen diferentes reacciones a diferentes factores. Puede obtener más información sobre nuestro enfoque de la "verdadera" diversificación [aquí](#).

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.

Tal como se utiliza en el presente, los términos de clasificación de inversiones como "activos reales", "inversiones privadas" e "inversiones alternativas" generalmente abarcan inversiones distintas de las acciones tradicionales, bonos y efectivo, e incluyen fondos de cobertura, fondos de fondos, colocaciones privadas, capital privado y bienes inmobiliarios. Estas inversiones a menudo serán menos líquidas que las inversiones tradicionales y los reembolsos de dichas inversiones a menudo implican retenciones y otras restricciones en el momento del reembolso. Las colocaciones privadas, las sociedades limitadas, los fondos de cobertura, los fondos de fondos u otros tipos de estos vehículos de inversión suelen ser ilíquidos, a menudo durante largos períodos de tiempo, es decir, años. Los términos que rigen estas inversiones por lo general prevén importantes períodos de notificación de reembolso, períodos de bloqueo y retenciones en el momento del reembolso, restricciones de reventa y otras disposiciones que impiden la pronta liquidación de estas inversiones.

Ciertas declaraciones contenidas en este documento pueden constituir "declaraciones prospectivas". Debido a diversos riesgos e incertidumbres, los eventos o resultados reales o el rendimiento real pueden diferir materialmente de los reflejados o contemplados en dichas declaraciones prospectivas. Las opiniones y estimaciones ofrecidas constituyen nuestro juicio y están sujetas a cambios sin previo aviso, al igual que las declaraciones de las tendencias del mercado financiero, que se basan en las condiciones actuales del mercado. Ciertas situaciones de mercado hipotéticas en este documento se basan en datos históricos.