

COMENTARIO DE MERCADO

7 de marzo de 2022

COMENTARIO SEMANAL – ¿Por qué seguimos subponderados en bonos?

En nuestra opinión, la invasión por parte de Rusia a Ucrania se produjo justo cuando los inversionistas se habían vuelto **demasiado agresivos con respecto a las expectativas de política monetaria** de los bancos centrales, y por lo tanto se había producido un aumento importante en las tasas. Lo anterior generó un *colchón* de rendimiento justo antes de que se produjera un movimiento de *risk off - o de menor riesgo-* por parte de los inversionistas provocado por un importante evento geopolítico como el actual.

Desde que el conflicto comenzó a intensificarse, los bonos de gobierno han ayudado a proteger las carteras contra algunas pérdidas de capital, sin embargo creemos que este **papel diversificador se ve cada vez más desafiado** debido a la alta inflación impulsada por la oferta y a la mayor tolerancia de los bancos centrales a dicha inflación, lo que se ve reflejado también en el desempeño de los mercados. Lo anterior se puede entender de mejor manera si miramos el gráfico, el cual muestra los retornos

diarios de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años en los días en que índice MSCI World de acciones de mercados desarrollados cayó. Como vemos, el contraste en el rendimiento de los bonos del Tesoro entre 2000 y 2020 (*barras rojas y amarillas*) y los últimos 14 meses (*barras verdes*) es muy marcado, sobre todo en los días en que las acciones cayeron más del 1,5 %,

La correlación de los rendimientos de las acciones y los bonos es clave para evaluar la verdadera capacidad de los bonos como diversificadores de cartera. Para evaluar esto, realizamos un análisis sobre la correlación entre acciones y bonos e incluimos factores macroeconómicos como el crecimiento y la inflación en los EE. UU. desde mediados de la década de 1960. Los resultados de este análisis nos muestran que la correlación entre acciones y bonos **suele ser negativa** cuando dominan los **shocks de demanda** y **es positiva** cuando **dominan los shocks de oferta**. En otras palabras, es menos probable que los bonos actúen como amortiguador de la cartera durante las ventas masivas de acciones en un mundo moldeado por restricciones de oferta como el actual, las cuales creemos se mantendrán durante los próximos años.

Sin dejar de lado que la guerra entre Rusia y Ucrania tendrá consecuencias humanitarias y geopolíticas importantes a largo plazo, el **alza en el precio de la energía** será el principal canal de transmisión en materia macroeconómica, **exacerbando en el corto plazo la inflación impulsada por shocks de oferta**. Lo anterior es particularmente evidente en Europa, donde los precios del carbón, la electricidad y el gas natural han subido desde niveles que ya considerábamos elevados. Los mayores costos de la energía afectarán el crecimiento a nivel mundial, pero más severamente en la Zona Euro (comparada con EE. UU.) dada la proximidad geográfica, los vínculos económicos y la dependencia energética de esta última sobre Rusia. En última instancia esto se puede traducir en **un mayor aumento de las tasas a largo plazo de EE. UU. que las de la Zona Euro**, dado el mayor impacto económico que puede sufrir esta última.

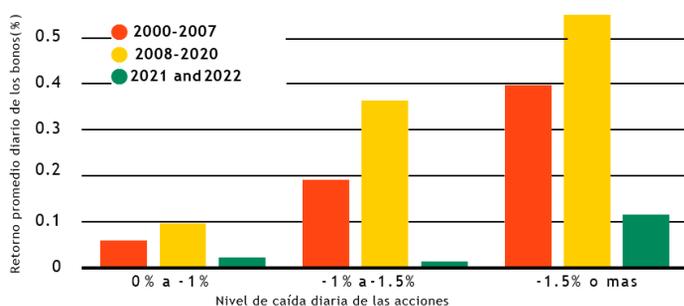
Todo lo anterior complica el dilema al que ya se enfrentaban los bancos centrales. Con un shock de precios de las materias primas que se suma a una narrativa de inflación persistente, creemos que **los bancos centrales deberán continuar con la normalización de la política monetaria** (subidas de tasas). Uno de nuestros mayores miedos antes del conflicto consideraba un ajuste agresivo en materia de subidas de tasas por parte de los bancos centrales; en la actualidad vemos reducido ese riesgo debido al mayor costo de esta política sobre el crecimiento económico, principalmente en Europa. Lo anterior respalda nuestra sobreponderación en acciones de mercados desarrollados financiada con una subponderación en crédito. Para equilibrar esta exposición en un contexto de portafolio, y como alternativas a los bonos gubernamentales nominales, vemos más atractivos los bonos del tesoro protegidos frente a la *inflación (TIPS)* y Bonos del gobierno chino (*CGB*), ya que ofrecen mejores rendimientos ajustados al riesgo y una menor correlación con las acciones que otros activos de riesgo ampliamente comparable.

En conclusión: Nuestra preferencia por las acciones sobre los bonos del gobierno y bonos corporativos nos mantiene posicionados para un nuevo régimen de mercado: uno en el que los inversores **exigen una mayor compensación- o prima por plazo-** por el riesgo de tener bonos del gobierno, y uno en el que esperamos una **inflación más alta** a mediano plazo de lo que descuentan los mercados. Dado esto, mantenemos nuestra subponderación tanto táctica como estratégica en bonos gubernamentales nominales de mercados desarrollados. El mes pasado bajamos la ponderación en bonos corporativos, donde las valorizaciones se mantienen altas debido a que los spreads se han mantenido estables, pero ha aumentado el riesgo de alza en las tasas largas. Las tasas reales históricamente bajas y negativas refuerzan nuestra sobreponderación en acciones de mercados desarrollados. Seguimos **sobreponderados en TIPS y en activos chinos** (modestamente), y nos gustan los **bonos del gobierno chino** tanto por sus niveles de retorno como por su diversificación.

Fuente: BlackRock, al 7 de marzo de 2022, BlackRock Investment Institute Weekly Commentary- traducido y adaptado por Noosa Capital
Para más información: <https://www.noosa.cl/noosa-invest>

Capacidad reducida de diversificación

Retorno promedio de los bonos del tesoro americano a 10 años en días que las acciones caen 2000-2022



Fuente: BlackRock Investment Institute, con información de Refinitiv Datastream, Marzo 2022.

RETORNO PORTAFOLIOS INTERNACIONALES UCITS DISEÑADOS POR BLACKROCK (al 31 de enero de 2022)

Rentabilidad YTD

	Portafolio Income	Benchmark 0/100	Portafolio Conservative	Benchmark 20/80	Portafolio Moderate	Benchmark 60/40	Portafolio Aggressive	Benchmark 80/20	Portafolio Equity	Benchmark 100/0
Enero	-2.22%	-2.19%	-2.90%	-2.71%	-4.17%	-3.73%	-4.82%	-4.24%	-5.46%	-4.76%
YTD	-2.22%	-2.19%	-2.90%	-2.71%	-4.17%	-3.73%	-4.82%	-4.24%	-5.46%	-4.76%

Rentabilidad 2021

	Portafolio Income	Benchmark 0/100	Portafolio Conservative	Benchmark 20/80	Portafolio Moderate	Benchmark 60/40	Portafolio Aggressive	Benchmark 80/20	Portafolio Equity	Benchmark 100/0
2021	-0.56%	-1.10%	4.33%	2.81%	12.86%	10.92%	16.99%	15.12%	19.44%	19.42%

Rentabilidad Anualizada periodos anteriores

	Portafolio Income	Benchmark 0/100	Portafolio Conservative	Benchmark 20/80	Portafolio Moderate	Benchmark 60/40	Portafolio Aggressive	Benchmark 80/20	Portafolio Equity	Benchmark 100/0
1 año	-2.18%	-2.66%	1.72%	0.59%	8.28%	7.28%	11.34%	10.71%	12.53%	14.21%
3 años	3.55%	3.90%	6.29%	6.39%	10.80%	11.21%	12.99%	13.52%	14.46%	15.77%
5 años	3.14%	3.31%	5.65%	5.39%	9.43%	9.41%	11.13%	11.34%	12.28%	13.22%
10 años	3.27%	2.97%	5.63%	4.71%	8.94%	8.08%	10.16%	9.70%	11.33%	11.27%

**Benchmark compuesto por Índice MSCI ACWI Net Total Return EUR, GBP hedged y BBG Barclays U.S. Universal Index en las proporciones correspondientes a cada portafolio

COMENTARIO DE MERCADO

MERCADOS (al 4 de marzo de 2022) *

Renta Variable	Retorno Índices (%)						
	MTD	feb-22	YTD	1Y	3Y*	5Y*	10Y*
Dow Jones	-0,77	-3,29	-7,15	10,73	11,57	12,32	12,62
Nasdaq 100	-2,79	-4,54	-15,09	11,8	25,69	21,98	19,34
S&P 500	-1,01	-3	-8,94	16,47	17,71	14,73	14,43
Russell 2000	-2,28	1,07	-10,74	-5,88	9,63	8,85	11,03
MSCI USA Large Cap Value	0,81	-2,11	-3,38	18,53	11,86	9,65	11,61
MSCI USA Large Cap Growth	-3,43	-4,44	-15,53	11,52	23,6	20,23	17,37
MSCI US Small Cap Value	-1,26	1,35	-4,23	9,28	10,34	7,81	11,2
MSCI US Small Cap Growth	-3,59	0,62	-14,54	-8,93	12,42	12,98	13,02
MSCI ACWI	-2,65	-2,55	-9,78	5,95	12,87	11,31	10,14
MSCI World Momentum	-3,31	-2,16	-12,72	4,18	14,09	14,58	12,97
MSCI World Quality	-2,09	-3,14	-11,65	9,75	13,27	12,07	10,96
MSCI World Min Volatility	1,01	-1,76	-6,25	11,65	7,78	8,18	9,3
MSCI World Size	-3,5	-0,53	-10	-1,12	7,33	7,1	8,01
MSCI World Value	-3,6	-1,5	-5,07	4,94	6	5,46	7,18
Euro Stoxx 50 (EUR)	-9,36	-5,89	-17,04	-1,6	5,37	4,09	7,16
MSCI Emerging Markets (USD)	-2,08	-2,93	-7,05	-11,49	5,78	6,75	3,18
Nikkei (JPY)	-2,04	-1,71	-9,7	-8,67	8,02	7,99	12,36
MSCI Pacific ex Japan (USD)	-0,02	2,81	-2,97	-4,14	4,62	5,96	5,1
MSCI Canada (CAD)	1,24	-0,06	1,05	21,7	12,88	9,41	8,62
FTSE 100 (GBP)	-6,28	0,32	-4,92	8,63	3,01	2,77	5,62
CSI 300 (CNY)	-1,86	0,39	-8,99	-13,34	8	7,78	7,59
Ibovespa (BRL)	1,18	0,89	9,21	1,58	6,56	11,38	5,38
IPSA (CLP)	2,36	-0,31	7,73	-1,26	-3,97	0,94	0,19

Renta Fija	Tasas de Gobierno				
	Today	1W	1M	6M	1Y
Fed Fund Rates (%)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UST 2Y	1,48	1,57	1,31	0,21	0,14
UST 5Y	1,64	1,87	1,77	0,78	0,79
UST 10Y	1,73	1,96	1,91	1,32	1,56
UST 30Y	2,16	2,27	2,21	1,94	2,32
UST 2/10Y Spread (bps)	0,25	0,39	0,6	1,12	1,42
TIPs 5Y	-1,6	-1,22	-1,05	-1,79	-1,74
TIPs 20Y	-0,21	0,02	-0,06	-0,49	-0,06
Breakeven 2 Year	4,15	3,93	3,21	2,61	2,55
Breakeven 5 Year	3,26	3,11	2,82	2,52	2,47
Breakeven 5/5	2,25	2,12	2,11	2,17	2,04

Índice	Spread Actual (pbs)	1 semana	dic-21	Promedio 2003-Actual	Promedio 5 Años	Tasa (%)	Duración
Investment Grade Global							
Barclays US Universal Index	90	83	70	100	84	2,8	6,3
Barclays US Corp IG 3-5 Yr	94	85	57	129	83	2,6	3,6
Barclays US Corp IG	130	121	92	150	114	3,1	8,2

High Yield							
Barclays US High Yield	376	353	283	509	390	5,8	4

Mercados Emergentes							
EMBI Global	481	408	349	358	356	6,7	8,1
CEMBI Broad Diversified	418	362	312	346	332	5,8	4,7
CEMBI Investment Grade	238	195	150	227	185	4,2	5,4
CEMBI High Yield	647	567	484	651	496	8,2	3,9
CEMBI Latin America	413	386	350	375	368	5,9	5,3

Fuente: Noosa Capital, Bloomberg

COMENTARIO DE MERCADO

MERCADOS (al 4 de marzo de 2022) *

Monedas (Variación %)	Actual	WTD	MTD	febrero	3M	YTD	1Y	Anualizado			10Y
								3Y	5Y		
Desarrollados											
DXY - US Dollar	98,6	2,1	2	0,2	2,6	3,1	7,7	0,7	-0,6		2,2
Inglaterra - Libra	1,32	-1,3	-1,4	-0,2	0	-2,2	-4,8	0,1	1,5		-1,8
Europa - Euro	1,09	-3	-2,6	-0,1	-3,4	-3,9	-8,7	-1,2	0,6		-1,9
Japón - YEN	114,8	0,6	0,2	0,1	-1,8	0,2	-6	-0,9	-0,1		-3,3
Australia - AU Dollar	0,74	2	1,5	2,8	5,3	1,5	-4,6	1,3	-0,6		-3,7

Latinoamérica											
Brasil - Real	5,06	1,7	1,7	3,1	11,6	10,1	11,9	-9,3	-9,3		-10,2
México - Peso	20,9	-2,9	-2,3	0,8	1,5	-2	0,8	-2,7	-1,4		-4,8
Chile - Peso	805,6	-0,4	-0,9	0,3	4,4	5,8	-9,9	-6,5	-4		-5,1
Colombia - Peso	3.826,50	2,3	2,9	0,2	3,7	6,6	-4,8	-6,8	-4,9		-7,4
Perú - Sol	3,76	-0,5	0,6	1,7	8,5	6,5	-1,9	-4,1	-2,7		-3,3
Argentina - Peso	108,1	-0,6	-0,6	-2,3	-6,5	-5	-16,5	-28,3	-32,2		-27,5

Otros Emergentes											
China - Renmimbi	6,3	0	-0,2	0,8	0,9	0,6	2,4	2	1,8		0
India - Rupee	76,2	-1,1	-1,1	-1	-1,3	-2,4	-4,4	-2,4	-2,6		-4,2
Rusia - Rublo	120,1	-30,9	-18,4	-21,1	-38,5	-37,8	-37,8	-18,2	-13,5		-13,2
Sudáfrica - Rand	15,4	-1,5	-0,1	0,1	4,5	3,6	-0,6	-2,6	-3,3		-6,9

Commodities (Variación USD %)	Actual	WTD	MTD	febrero	3M	YTD	1Y	Anualizado			10Y
								3Y	5Y		
CRB	300	13,4	11,5	5,5	35,9	29,1	57,3	18,3	9,6		-0,7

Energía											
Petróleo WTI (Barril)	115,7	26,3	20,9	8,6	74,6	53,8	81,2	26,9	16,8		0,8
Petróleo Brent (Barril)	123,5	26,5	22,5	10,9	77,1	59,5	84,5	24	17,6		-0,1

Metales											
Cobre (Libra)	4,9	10,1	10,8	3	15,7	10,9	24,1	19,3	12,9		2,4
Oro (Onza)	1.970,70	4,3	3,2	6,2	10,5	7,7	16,1	15,3	9,8		1,4
Plata (Onza)	25,7	5,9	5,1	8,8	14,1	10,3	1,4	19,4	7,4		-3

Granos											
Trigo (Bushel)	13,5	59,9	45,3	21,9	69,7	74,9	107,5	44,5	25,5		7,2
Maiz (Bushel)	7,6	14,7	8,5	11,4	29,1	27,5	38,5	27,5	15,1		1,4
Soya (Bushel)	16,80	5,4	1,9	10,3	32,3	26,2	18,4	22,9	10,3		2,4
Café (Libra)	2,2	-6,6	-4,3	-0,4	-8,2	-0,9	74,6	33,6	9,7		1,1
Algodón (Libra)	1,2	-1,6	-1,9	-3,9	10	6,7	40,4	18,6	9,2		3,2

Otros											
Hierro(Tonelada)	152,3	7,4	7,2	8,3	50	35,4	-13	21,3	11,7		0,9
Baltic Dry Index	2.148,0	3,5	5,3	43,9	-32,3	-3,1	20,7	47,5	18		10,8
Madera (Pie Tabla)	1.441,0	9,8	7,8	36,4	58,9	25,5	46,9	57,8	32,2		18
Litio (USD/Ton)	78.090,4	2,9	2,1	28,1	141,3	77,8	487,5	85,4	31		28,9

Fuente: Noosa Capital, Bloomberg