

Perspectivas económicas y de mercado de Vanguard para 2023: Haciendo frente a la inflación

- De manera generacional, la inflación elevada ha dado lugar a una ralentización marcada en la actividad económica global. El rápido ajuste monetario cuyo objetivo fue llevar la inflación a la baja terminará por triunfar, sin embargo, será al costo de una recesión global en 2023.
- Las condiciones actuales y esperadas son como las que se habían señalado las recesiones globales pasadas. Las condiciones financieras significativamente deterioradas, las tasas determinadas por política aumentadas, las inquietudes respecto a los precios de la energía y los volúmenes comerciales en declive indican que la economía global probablemente entrará en una recesión en el próximo año. Las pérdidas de empleos deben estar más concentradas en los sectores de la tecnología e inmobiliario, que se encontraban entre los mayores beneficiarios del ambiente de tasa cero
- En la mayoría de las economías, la inflación continuó con una tendencia más elevada en 2022 dado que las cadenas de suministro aún tenían que recuperarse por completo de las distorsiones relacionadas con la pandemia y que la demanda se mantuvo a flote por los sólidos balances generales comerciales y domésticos. Es probable que la inflación ya haya llegado a su pico en la mayoría de los mercados, sin embargo, la reducción de las presiones en los precios vinculadas a los mercados laborales y el crecimiento en los sueldos llevará más tiempo. Por lo tanto, es razonable que los bancos centrales logren sus objetivos de inflación de 2% solo en 2024 o 2025.
- En forma congruente con nuestro panorama de inversión para 2022, que se enfocó en la necesidad de tasas de interés a corto plazo más elevadas, los bancos centrales continuarán su agresivo ciclo de endurecimiento a principios de 2023 antes de hacer una pausa conforme la inflación caiga y las pérdidas de trabajos aumenten. De manera importante, vemos que la mayoría de los bancos centrales están renuentes a recortar las tasas en 2023 dada la necesidad de enfriar el crecimiento de los salarios.
- Aunque las tasas de interés crecientes han sido un dolor a corto plazo para los inversionistas, las tasas que empiezan en un nivel más elevado han aumentado nuestras expectativas de rendimientos para los bonos tanto estadounidenses como internacionales, que ahora esperamos tengan un rendimiento de alrededor de 4%-5% durante la siguiente década.
- Los mercados de capitales aún tendrán que caer de manera sustancial por debajo del rango de su valor razonable, lo que de manera histórica ha sucedido durante las recesiones. Sin embargo, a más largo plazo, nuestra perspectiva de los capitales globales mejora debido a valuaciones más bajas y tasas de interés más elevadas. Nuestras expectativas de rendimientos son 2.25 puntos porcentuales más elevadas en comparación con el año pasado. Desde una perspectiva de los inversionistas en dólares estadounidenses, nuestro Modelo de Mercados de Capital de Vanguard proyecta rendimientos anualizados a 10 años superiores para los mercados desarrollados no estadounidenses (7.2%–9.2%) y para los mercados emergentes (7%–9%) en comparación con los mercados estadounidenses (4.7%–6.7%).

Autores principales



Joseph Davis,
Ph.D.



Roger A.
Aliaga-Díaz, Ph.D.



Jumana Saleheen,
Ph.D.



Qian Wang,
Ph.D.



Andrew J.
Patterson, CFA



Kevin DiCiurcio,
CFA



Alexis Gray,
M.Sc.



Asawari Sathe,
M.Sc.



Joshua M. Hirt,
CFA



Shaan Raithatha,
CFA



Ignacio Saralegui
M.Sc.

Grupo de Estrategia de Inversiones de Vanguard

Equipo Global de Economía

Joseph Davis, Ph.D., Economista Principal Global

América

Roger A. Aliaga-Díaz, Ph.D., Economista Principal de América

Joshua M. Hirt, CFA, Economista Sénior

Andrew J. Patterson, CFA, Economista Sénior

Asawari Sathe, M.Sc., Economista Sénior

Adam J. Schickling, CFA

Maximilian Wieland

David Diwik, M.Sc.

Ariana Abousaeedi

Europa

Jumana Saleheen, Ph.D., Economista Principal de Europa

Shaan Raithatha, CFA, Economista Sénior

Roxane Spitznagel, M.Sc. Lulu Al

Ghoussein, M.Sc.

Asia Pacífico

Qian Wang, Ph.D., Economista Principal de Asia

Alexis Gray, M.Sc., Economista Sénior

Equipo de Investigación del Modelo de Mercados de Capital

Qian Wang, Ph.D., Director Global de VCMM

Kevin DiCiurcio, CFA, Estratega de Inversiones Sénior

Daniel Wu, Ph.D., Estratega de Inversiones Sénior

Ian Kresnak, CFA

Vytautas Maciulis, CFA

Olga Lepigina, MBA

Ben Vavreck, CFA

Lukas Brandl-Cheng, M.Sc.

Alex Qu

Reconocimientos: Agradecemos a los equipos de Diseño de Marca, Comunicaciones Corporativas, Comunicaciones Estratégicas y Asignación de Activos por sus importantes aportaciones a este documento. Además, nos gustaría reconocer el trabajo del Grupo de Estrategias de Inversiones extendido de Vanguard, sin cuyos incansables esfuerzos de investigación este documento no sería posible.

Índice

Resumen del panorama global	4
I. Perspectivas económicas globales	8
Panorama económico global: retroceso de la inflación	8
Estados Unidos: Un camino estrecho que se estrecha aún más	18
Área europea: El Banco Central Europeo (ECB) continuará con el endurecimiento de su política no obstante la recesión	23
Reino Unido: La recesión se avecina en grande conforme la crisis del costo de la vida se intensifica	27
China: Un repunte cíclico se encuentra con un empeoramiento en la situación económica estructural.....	30
México: Un aterrizaje suave más lejano?	34
Mercados emergentes: La resiliencia del crecimiento principal se encuentra con la divergencia económica subyacente	41
II. Panorama global de los mercados de capital	44
Mercados de renta fija globales: Siembra de las semillas para los días más luminosos por venir	46
Mercados de capital globales: Normalización del panorama de los rendimientos.....	52
Una cartera equilibrada aún ofrece la mejor oportunidad de éxito	63
III. Apéndice	66
Sobre el Modelo de Mercados de Capital de Vanguard	66
Índices de las simulaciones de VCMM	67

Notas sobre las distribuciones de los rendimientos de los activos

Las distribuciones de los rendimientos que se muestran aquí representan la opinión de Vanguard sobre el rango potencial de las primas de riesgo que pueden presentarse durante los próximos 10 años; no se pretende extrapolar esas proyecciones a largo plazo a una opinión a corto plazo. Estos resultados potenciales para los rendimientos de las inversiones a largo plazo son generados por el Modelo de Mercados de Capital de Vanguard® (VCMM) y refleja la perspectiva colectiva de nuestro Grupo de Estrategia de Inversiones. Las primas de riesgo esperadas —y la incertidumbre en torno a esas expectativas— forman parte de diversas variables de entrada cualitativas y cuantitativas utilizadas en la metodología de inversiones de Vanguard y en el proceso de construcción de la cartera.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Las simulaciones son al 30 de septiembre de 2022. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo. Para obtener más información, consulte la sección del Apéndice “Sobre el Modelo de Mercados de Capital de Vanguard”.

Resumen del panorama global

La economía global en 2023: Retroceso de la inflación

En nuestra perspectiva económica y del mercado de 2022, expusimos cómo considerábamos que la política expansiva daría forma al panorama económico y de los mercados financieros. De hecho, la política ha dirigido las condiciones en forma global en 2022, uno de los ambientes económicos y de los mercados financieros que ha evolucionado con mayor rapidez en la historia. Sin embargo, un hecho se ha dejado lo bastante claro: En tanto los mercados financieros funcionen como se pretende, los encargados de elaborar las políticas están dispuestos a aceptar la volatilidad en los precios de los activos y un deterioro en las variables macroeconómicas como una consecuencia del combate a la inflación. La normalización de la conducta de los consumidores, la estabilización de las presiones de la oferta y un rápido endurecimiento de la política monetaria parece indicar un ambiente macroeconómico más desafiante en 2023 que, en nuestra opinión, ayudará a llevar la tasa de inflación a la baja.

Inflación global: Persistentemente sorprendente

La inflación ha continuado presentando tendencias más altas en la mayoría de las economías, en muchos casos, estableciendo recortes al alza en periodos que abarcan múltiples décadas. Las medidas que han adoptado los bancos centrales, y que probablemente adoptarán en los próximos meses, reflejan un esfuerzo prometedor para combatir la inflación elevada que ha demostrado ser más persistente y tener una base más amplia. Los desequilibrios en la oferta-demanda persisten en muchos sectores dado que las cadenas de suministro globales aún deben recuperarse por completo de la pandemia del COVID-19 y que la demanda está apoyada por sólidos balances generales comerciales y domésticos que se mantuvieron a flote por los estímulos a lo largo de toda la pandemia. La guerra en Ucrania continúa, con la amenaza de otro aumento en los precios de la energía y los bienes fungibles comestibles. La política monetaria efectiva requiere una buena toma de decisiones, buena comunicación y buena suerte. Al telón actual le falta el componente de la buena suerte, lo que plantea un desafío para los encargados de elaborar las políticas cuyas herramientas fiscales y monetarias son menos efectivas para combatir las sacudidas de la oferta.

Una recesión con otro nombre

Las condiciones de los mercados financieros y macroeconómicas globales de hoy en día y las que se prevén para los próximos meses son similares a las que habían señalado las recesiones globales en el pasado. Las preocupaciones respecto de la oferta y la demanda de la energía, los flujos de capital que disminuyen, los volúmenes comerciales en declive y la producción por persona en caída significan que, muy probablemente, la economía global entrará en una recesión el próximo año. En general, los bancos centrales buscan evitar una recesión. La dinámica de la inflación significa que las presiones en los precios por el lado de la oferta sobre la inflación probablemente se reviertan en 2023. Sin embargo, los encargados de elaborar las políticas deben endurecer las condiciones financieras para impedir que la inflación elevada se arraigue en la toma de decisiones de los hogares y las empresas. Dicho eso, es probable que los hogares, las empresas y las instituciones financieras se encuentren en una mejor posición para manejar un eventual empeoramiento de la situación económica, en la medida en que tengan balances generales más sólidos. Todas las recesiones son dolorosas y esperamos que la duración y profundidad de la recesión en 2023 variará por región.

Nuestro escenario base es una recesión global en 2023 provocada por los esfuerzos de regresar a la inflación al objetivo. Para quienes se ven afectados por el empeoramiento de la situación económica, poco importa es si en la historia se percibe a la recesión de 2023 como leve o importante. Pero no poder actuar en forma agresiva para combatir la inflación hace que se corre el riesgo de dañar a los hogares y empresas a través de presiones inflacionarias arraigadas que duran más que el dolor asociado con cualquier recesión.

Como se subraya en la tabla que se presenta a continuación, es probable que en 2023 el crecimiento termine sin cambios o sea ligeramente negativo en la mayoría de las economías fuera de China. Es probable que el desempleo suba durante el año, pero en ningún lado será tan alto como durante los reveses económicos de 2008 y 2020. A través de las pérdidas del empleo y de la demanda de los consumidores que se ralentiza, es probable que la tendencia a la baja en la inflación persista durante 2023. No creemos que los bancos centrales lograrán sus objetivos de inflación de 2% en 2023, pero mantendrán esos objetivos y los lograrán hasta 2024 y 2025 o los reevaluarán cuando llegue el momento correcto. Ese momento no es ahora; reevaluar los objetivos de inflación en un ambiente de inflación elevada podría tener efectos deletéreos en la credibilidad de los bancos centrales y en las expectativas de la inflación.

Pronósticos económicos de Vanguard

País / región	Crecimiento del PIB*			Tasa de desempleo			Inflación general†		Política monetaria		
	2023			2023			2023		Cierre del ejercicio 2022	Cierre del ejercicio 2023	Tasa neutral
	Vanguard	Consenso	Tendencia	Vanguard	Consenso	NAIRU	Vanguard	Consenso			
Estados Unidos	0.25%	0.9%	1.8%	5%	4.4%	3.5%–4%	3%	2.4%	4.25%	5%	2.5%
Área europea	0%	0.2%	1.2%	7.4%	7.1%	6.5%–7%	6.0%	5.8%	2%	2.5%	1.5%
Reino Unido	-1.1%	-0.8%	1.7%	4.7%	4.4%	3.5%–4%	6.3%	6.8%	3.5%	4.5%	2.5%
China‡	4.5%	5%	4.3%	4.7%	No aplicable	5%	2.2%	2.3%	2.65%	2.6%	4.5%

* Para los Estados Unidos, el crecimiento en el PIB se define como el cambio interanual en el producto interno bruto del cuarto trimestre. Para todos los otros países/regiones, se define como el cambio anual en el PIB total en el año del pronóstico, en comparación con el año previo.

† Para los Estados Unidos, la inflación general se define como los cambios interanuales en el Índice de Precios para Gastos de Consumo Personal (PCE) del cuarto trimestre, en comparación con el último año. Para todos los otros países/regiones, se define como el cambio anual promedio en la inflación general del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el año del pronóstico, en comparación con el año previo. El consenso para los Estados Unidos se basa en las estimaciones por consenso de Bloomberg ECFE.

‡ La tasa por política de China es la tasa para líneas de crédito a mediano plazo (MLF) para un año.

Notas: Los pronósticos, que pueden haberse actualizado con respecto a las perspectivas previas, son al 30 de noviembre de 2022. NAIRU es el acrónimo de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación. La tasa neutra es la tasa de interés que no sería ni expansiva ni contractiva cuando la economía se encuentre con el empleo en pleno y con inflación estable. En esta tabla se muestran nuestras estimaciones de la mediana de la tasa neutral, con un rango efectivo de +/- 1 punto porcentual.

Fuente: Vanguard

Renta fija global: Días más luminosos por venir

El mercado, que inicialmente era lento para las tasas de interés de precios más elevados para combatir la inflación elevada y persistente, ahora considera que la mayoría de los bancos centrales tendrán que dirigirse a sus tasas por política neutras del pasado remoto —la tasa a la cual la política no se consideraría ni expansiva ni restrictiva— para sofocar la inflación. El eventual pico y persistencia de las tasas por política, que dependerá en gran medida de la trayectoria de la inflación, determinará qué tanto se elevan los rendimientos de los bonos. Las tasas de interés al alza y las expectativas de tasas de interés más elevadas han reducido los rendimientos de los bonos en 2022, lo que crea un dolor a corto plazo para los inversionistas. Sin embargo, el lado brillante de las tasas de interés más elevadas son los pagos de intereses mayores. Estos han dado lugar a que nuestras expectativas de rendimientos para los bonos estadounidenses e internacionales se incrementen en más del doble. Ahora esperamos que los bonos estadounidenses tengan un rendimiento de 4.1%–5.1% por año durante la siguiente década, en comparación con los rendimientos anuales de 1.4%–2.4% que pronosticamos hace un año. Para los bonos internacionales, esperamos tasas de rendimiento de 4%–5% por año durante la siguiente década, en comparación con nuestro pronóstico de hace un año de 1.3%–2.3% por año. Esto significa que para los inversionistas con un horizonte de inversión lo suficientemente largo, esperamos que su riqueza será mayor para fines de la década en comparación con lo que parecía haber indicado nuestro pronóstico de hace un año. Debemos reconocer que las valuaciones son razonables, pero la creciente probabilidad

de recesión y los márgenes de utilidad en declive sesgan los riesgos hacia diferenciales mayores. Aunque la exposición crediticia puede agregar volatilidad, su rendimiento esperado mayor al de los instrumentos de la Tesorería de los Estados Unidos y su baja correlación con los valores de renta variable válida su inclusión en las carteras.

Valores de renta variable globales: expectativas que se reajustan

Las tasas de interés al alza, la inflación y los riesgos geopolíticos han obligado a los inversionistas a reevaluar sus expectativas prometedoras para el futuro. El resquicio de esperanza radica en que el mercado a la baja de este año ha mejorado nuestra perspectiva para los valores de renta variable globales, aunque nuestras proyecciones del Modelo de Mercados de Capital de Vanguard (VCMM) parecen indicar que hay mayores oportunidades fuera de los Estados Unidos.

Las valuaciones puestas a prueba en el mercado de valores de renta variable de los Estados Unidos en 2021 no fueron sustentables y nuestro marco de valor razonable parece indicar que aún no reflejan las realidades económicas actuales. También observamos un vara muy alta para el crecimiento de las ganancias que continúa por arriba del promedio, en especial en los Estados Unidos. Aunque los valores de renta variable estadounidenses han seguido con un desempeño superior al de sus pares internacionales, el factor determinante principal de ese desempeño sobresaliente ha cambiado de las ganancias a la moneda durante el último año. La disminución del 30% de los mercados

emergentes durante los últimos 12 meses ha vuelto más atractivas las valuaciones en esas regiones. Ahora esperamos rendimientos similares a los de los mercados desarrollados no estadounidenses y vemos a los mercados emergentes como un diversificador importante en las carteras de valores de renta variable.

Desde la perspectiva de un inversionista en dólares estadounidenses, el VCMM proyecta rendimientos anualizados a 10 años superiores para los mercados desarrollados no estadounidenses (7.2%–9.2%) y para los mercados emergentes (7%–9%) en comparación con los mercados estadounidenses (4.7%–6.7%). En términos globales, nuestras expectativas de los rendimientos de los valores de renta variable

son 2.25 puntos porcentuales superiores a las que teníamos el año pasado en este momento. Dentro del mercado estadounidense, las acciones subvaluadas se valúan de manera razonable en relación con el crecimiento y las acciones de baja capitalización son atractivas no obstante nuestras expectativas de un crecimiento más débil en el corto plazo. Nuestra perspectiva para la prima de riesgo de valores de renta variable global aún es positiva y se ubica en un rango de 1 a 3 puntos porcentuales, aunque es menor al año pasado debido a un incremento mayor en los rendimientos esperados de los bonos.

Índices utilizados en nuestros cálculos históricos

Los rendimientos a largo plazo de nuestras carteras hipotéticas se basan en los datos de los índices de mercado correspondientes hasta el 30 de septiembre de 2022. Elegimos estos comparativos para ofrecer el mejor historial posible y dividimos las asignaciones globales para alinear los lineamientos de Vanguard en la construcción de carteras diversificadas.

Bonos estadounidenses: Índice corporativo de alto grado de Standard & Poor's de 1926 a 1968; índice de alto grado de Citigroup de 1969 a 1972; índice AA para créditos estadounidenses a largo plazo de Lehman Brothers de 1973 a 1975; e índice agregado de bonos estadounidenses de Bloomberg, en lo sucesivo.

Bonos no estadounidenses: Índice mundial de bonos gubernamentales no estadounidenses de Citigroup de 1985 a enero de 1989 e índice mundial agregado de bonos no estadounidenses de Bloomberg.

Bonos globales: Antes de enero de 1990, bonos estadounidenses al 100%, según se define antes. De enero de 1990 y en lo sucesivo, 70% son bonos estadounidenses y 30% son bonos no estadounidenses, con un reequilibrio mensual.

Valores de renta variable estadounidenses: Índice S&P 90 de enero de 1926 a marzo de 1957; índice S&P 500 de marzo de 1957 a 1974; índice Wilshire 5000 de Dow Jones de inicios de 1975 a abril de 2005; e índice del mercado amplio estadounidense de MSCI, en lo sucesivo.

Valores de renta variable no estadounidenses: El índice mundial no estadounidense de MSCI de enero de 1970 a 1997, el índice mundial de todos los países no estadounidenses de MSCI.

Valores de renta variable globales: Antes de enero de 1970, valores de renta variable estadounidenses al 100%, según se define antes. De enero de 1970 y en lo sucesivo, 60% son valores de renta variable estadounidenses y 40% son valores de renta variable no estadounidenses, con un reequilibrio mensual.

Notas sobre el riesgo

Toda inversión está sujeta a riesgos, lo que incluye la posible pérdida del dinero que invierte. El desempeño en el pasado no es garantía de los rendimientos futuros. La diversificación no garantiza una utilidad ni protege contra una pérdida en un mercado en declive. No hay garantía de que una asignación de activos en particular o combinación de fondos cumplirá con sus objetivos de inversión ni de que le proporcionará un nivel de ingresos dado. El desempeño de un índice no es una representación exacta de una inversión en particular, de modo que no puede invertir directamente en un índice.

Las acciones y bonos de empresas en mercados emergentes por lo general son más riesgosas que las acciones de empresas en países desarrollados. El respaldo por parte del gobierno estadounidense de los valores de la Tesorería o de sus dependencias se aplica solo a los valores subyacentes y no evita fluctuaciones en los precios. Las inversiones que se concentran en un sector del mercado relativamente reducido enfrentan el riesgo de una volatilidad más elevada en los precios. Las inversiones en acciones emitidas por empresas no estadounidenses están sujetas a riesgos que incluyen el riesgo país/regional y el riesgo monetario.

Los fondos de bonos están sujetos al riesgo de que un emisor no realice los pagos a tiempo y de que los precios de los bonos caerán debido a las crecientes tasas de interés o a las percepciones negativas sobre la capacidad de un emisor de realizar pagos. Por lo general, los bonos con rendimientos altos tienen calificaciones sobre la calidad crediticia con un rango entre medio y más bajo y, por lo tanto, están sujetos a un nivel más alto de riesgo crediticio en comparación con los bonos con calificaciones crediticias más altas. Aunque los ingresos de las obligaciones de la tesorería de los Estados Unidos que se tengan en el fondo están sujetos al impuesto sobre la renta federal, parte o la totalidad de ese ingreso puede estar exento de los impuestos estatales y locales.

I. Perspectiva económicas globales

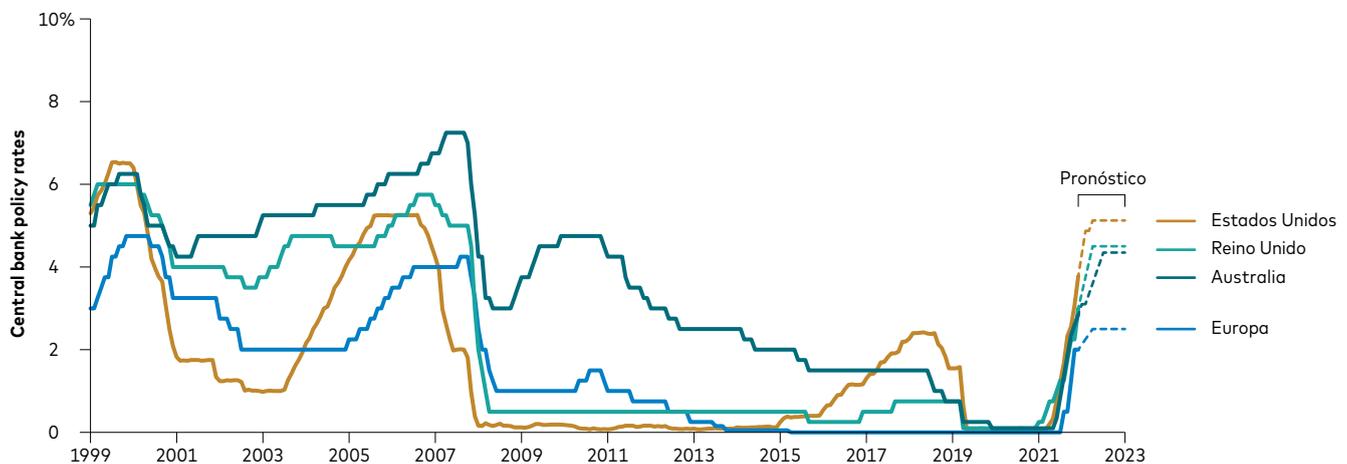
Panorama económico global: retroceso de la inflación

En nuestra perspectiva económica y del mercado de 2022, expusimos la razón por la que considerábamos que la política expansiva daría forma al panorama económico y de los mercados financieros en el próximo año. De hecho, la política ha sido un factor determinante clave de las condiciones en forma global, como se ha demostrado en 2022, en uno de los ambientes económicos y de los mercados financieros que ha evolucionado con mayor rapidez en la historia reciente. En la **Figura I-1** se muestra que el ritmo de cambio actual y esperado en la política monetaria no se parece a nada de lo observado en los últimos 30 años, en particular en una escala coordinada en forma global.

Las medidas que han adoptado los bancos centrales, y que probablemente adoptarán en los próximos meses, reflejan un esfuerzo prometedor para combatir la inflación alta que

ha demostrado ser más persistente y tener una base más amplia. Los desequilibrios en la oferta-demanda persisten en muchos sectores dado que las cadenas de suministro globales aún deben recuperarse por completo de la pandemia del COVID-19 y , que la demanda está apoyada por sólidos balances generales comerciales y domésticos que se mantuvieron a flote por los estímulos a lo largo de toda la pandemia. La guerra en Ucrania continúa, con la amenaza de otro aumento en los precios de la energía y los bienes fungibles comestibles. La política monetaria efectiva requiere una buena toma de decisiones, buena comunicación y buena suerte. La Reserva Federal ha estado detrás de la curva en las tasas en aumento de este año, lo que refleja una toma de decisiones imprecisa, pero manera más importante, a la que le falta el componente de la buena suerte, lo que plantea un desafío para los encargados de elaborar las políticas, cuyas herramientas fiscales y monetarias son menos efectivas para combatir las sacudidas de la oferta.

FIGURA I-1
Endurecimiento de la política monetaria coordinado en forma global

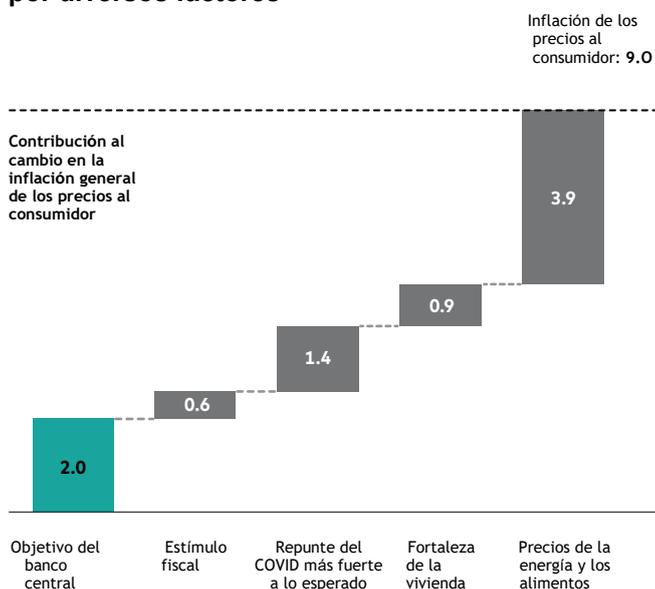


Nota: Las líneas punteadas representan el pronóstico de Vanguard para las tasas determinadas por política al 31 de octubre de 2022

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Thomson Reuters Datastream y Bloomberg.

Debido a que las herramientas de los bancos centrales son las más efectivas para llevar la inflación a la baja al reducir la demanda, la descomposición de los factores determinantes de la inflación es crucial. De acuerdo con nuestras estimaciones (Figura I-2), los factores de la oferta y demanda contribuyen en forma pareja a las presiones inflacionarias. Si los bancos centrales pretenden frenar la inflación, probablemente tendrán que abatir la demanda en la medida en que se vuelva probable una recesión. En la Figura I-3 se presentan nuestras probabilidades de recesión proyectadas junto con las fuerzas probables que inclinen la economía hacia la recesión.

FIGURA I-2
La inflación global ha estado dirigida por diversos factores



Notas: Esta descomposición de la inflación en cada una de las subcategorías se basa en el análisis subjetivo de nuestro último pronóstico de la inflación para el cierre del ejercicio 2022 en comparación con las expectativas al inicio de 2021. La inflación de la vivienda es el componente que refleja el efecto de los costos de la vivienda en el IPC general. La vivienda incluye los precios tanto para los arrendatarios como para los propietarios de viviendas. Para los arrendatarios, la inflación de la vivienda mide la renta, el alojamiento temporal cuando se está lejos de casa y los pagos de servicios públicos. Para los propietarios de viviendas, la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS) de los Estados Unidos calcula cuál sería el costo de rentar una casa similar. Los valores en la figura reflejan cifras redondeadas.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en los datos de Moody's, Refinitiv y Bloomberg, al 31 de octubre de 2022.

FIGURA I-3
El riesgo de recesión en el corto plazo se eleva entre los principales mercados desarrollados.

	Probabilidad de recesión para fines de 2023	Factores determinantes/riesgos clave
Estados Unidos	90%	<ul style="list-style-type: none"> Trayectoria de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal Inflación que erosiona el poder de compra de los consumidores
Área europea	90%	<ul style="list-style-type: none"> Impacto de la guerra de Ucrania, incluida la crisis energética Inflación que erosiona el poder de compra de los consumidores Trayectoria de endurecimiento de la política monetaria del Banco Central Europeo
Reino Unido	90%	<ul style="list-style-type: none"> Trayectoria de endurecimiento de la política monetaria del Banco de Inglaterra Inflación que erosiona el poder de compra de los consumidores

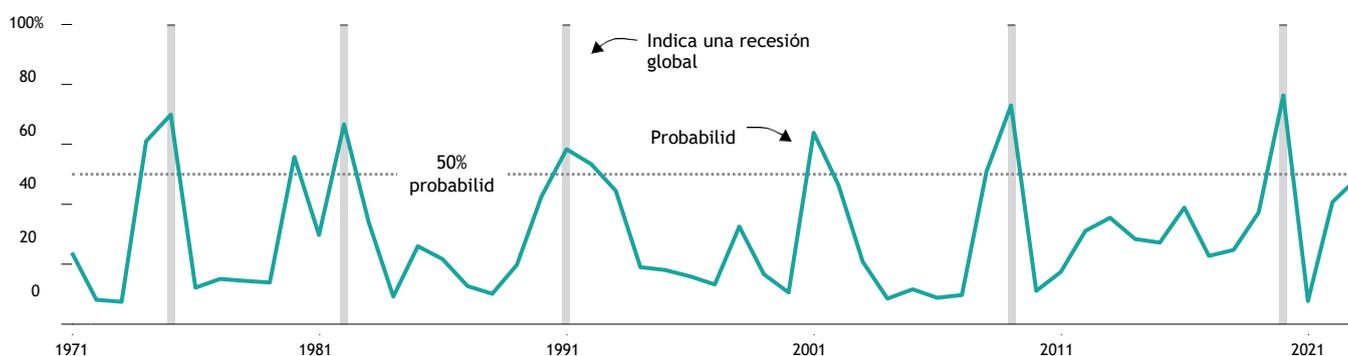
Fuente: Vanguard, al 30 de septiembre de 2022.

Las condiciones globales de hoy en día y las que se prevén para los próximos meses son similares a las que habían señalado las recesiones globales en el pasado. Las preocupaciones respecto de la oferta y la demanda de la energía, los flujos de capital que disminuyen, los volúmenes comerciales en declive y la producción por persona en caída significan que, muy probablemente, la economía global entrará en una recesión el próximo año.¹

Tomando prestada la definición del Banco Mundial

de una recesión global, en la **Figura I-4** se asigna una probabilidad de que el mundo esté en un estado de recesión en cualquier punto dado en el tiempo.² Solo en 2001 la probabilidad de una recesión mundial fue tan alta como lo es hoy, sin que se presentara una recesión real en los siguientes 12 meses.³ A partir de esto, inferimos que las probabilidades de una recesión global en 2023 son muy elevadas.

FIGURA I-4
El indicador de una recesión global se encuentra en niveles peligrosos



Nota: Las probabilidades derivadas de las matrices de similitud de vectores para el desempleo global, el PIB per cápita real, la inversión extranjera directa, el comercio y la demanda global de energía se utilizaron para identificar similitudes entre el periodo sujeto a consideración y otros periodos recesivos.

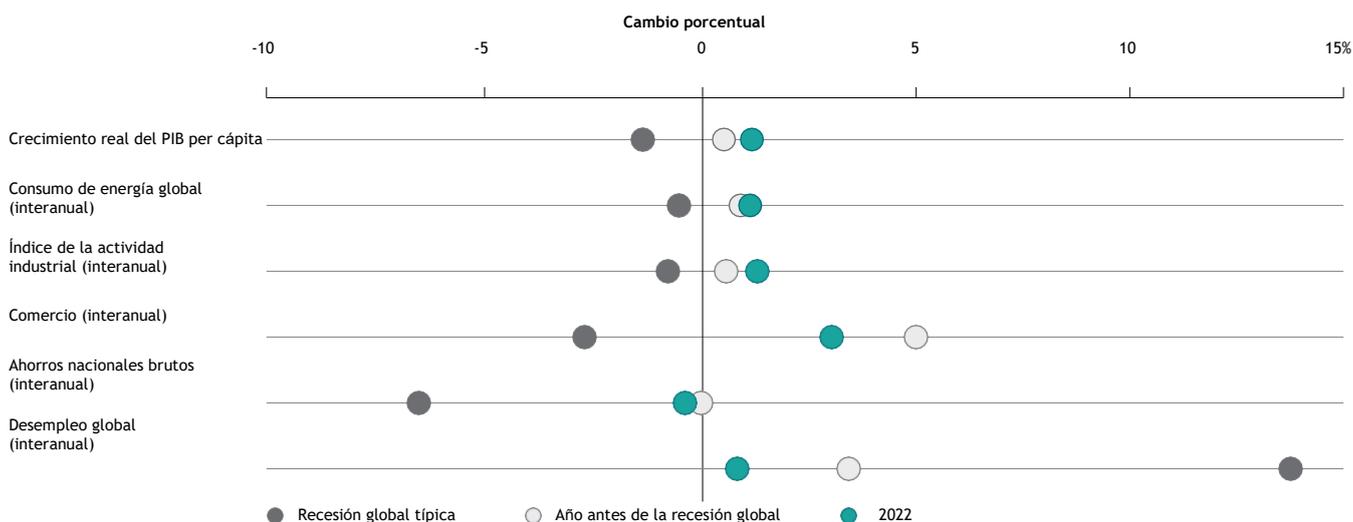
Fuentes: Banco Mundial, Revisión Estadística de la Energía Mundial de British Petroleum, OCDE, base de datos FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis, OeNB, Oficina Neerlandesa CPB de Análisis de las Políticas Económicas y UNCTAD, al 31 de octubre de 2022. Los datos del desempleo global provienen de Kose, Sugawara y Terrones (2020).

- 1 Si bien no hay una definición universal de una recesión global, el Banco Mundial define una recesión global como un periodo en el cual (1) el PIB per cápita real global anual disminuye; y (2) hay una prueba sólida de una disminución de base amplia en múltiples indicadores de la actividad económica global (Kose, Sugawara, and Terrones, 2020).
- 2 Ver la publicación del Banco Mundial, 2022, *Risk of Global Recession in 2023 Rises Amid Simultaneous Rate Hikes* (El riesgo de recesión global en 2023 sube en medio de alzas simultáneas de las tasas), comunicado a los medios emitido el 15 de septiembre de 2022, disponible en www.worldbank.org/en/news/press-release/2022/09/15/risk-of-global-recession-in-2023-rises-amid-simultaneous-rate-hikes.
- 3 En los Estados Unidos, de hecho, se presentó una recesión de marzo a noviembre de 2001, aunque según la definición del Banco Mundial, se evitó una recesión global.

Los períodos de recesión global tienden a asociarse con un dolor considerable para los mercados económicos y financieros. Esto es en parte porque, más que una simple caída en la demanda o un aumento en las restricciones de la oferta, por lo regular hay una dislocación más amplia en las variables macroeconómicas fundamentales o en el funcionamiento de los mercados financieros. En 1974 y 1981, las economías globales se bloquearon en un ambiente estancionario provocado por las sacudidas en la oferta de petróleo y un trastorno de las expectativas de la inflación; eso dio lugar a que los sueldos y los precios se movieran incluso más arriba en un círculo vicioso que se rompió solo a través de un endurecimiento sustancial de la política monetaria y de recesiones posteriores. En 2007, el sistema financiero global

casi se detuvo cuando las limitaciones de liquidez dieron lugar a preocupaciones en torno a la solvencia en instituciones financieras importantes para el sistema expuestas a valores vinculados a deuda hipotecaria estadounidense. Y en 2020, partes importantes de la economía global esencialmente cerraron en un esfuerzo para contener los riesgos sanitarios de la pandemia por COVID-19. El punto de inicio para la economía global en 2022 fue más fuerte que en un año típico antes de una recesión global (Figura I-5): la producción y la actividad industrial fueron un poco más fuertes y el desempleo significativamente menor. Tomados a valor nominal, una base más fuerte en la recesión podría tener como resultado un empeoramiento en la situación económica más leve apoyado por balances generales más fuertes.

FIGURA I-5
Comparación: Recesiones globales versus ahora



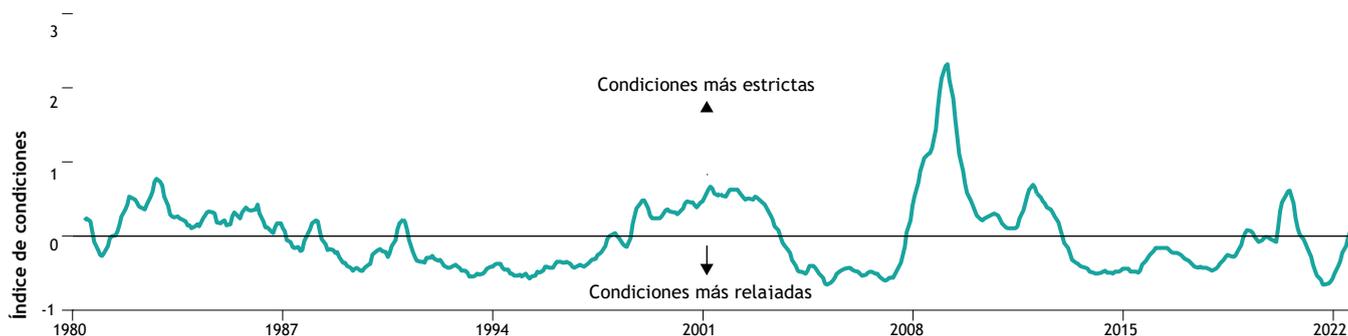
Notas: Las recesiones globales se presentaron en 1975, 1982, 1991, 2009 y 2020. El año antes incluye el año antes de cada una, excluyendo 2019. Los cálculos de Vanguard son al 31 de octubre de 2022. La recesión global típica refleja el resultado de la mediana para cada una de las categorías en los años de recesión global.

Fuentes: Banco Mundial, Revisión Estadística de la Energía Mundial de British Petroleum, OCDE, base de datos FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis, OeNB, Oficina Neerlandesa CPB de Análisis de las Políticas Económicas, UNCTAD y *Our World in Data* (Nuestro Mundo en Datos), al 31 de octubre de 2022. Los datos del desempleo global y los años de recesión global provienen de Kose, Sugawara y Terrones (2020).

Hoy, los responsables de elaborar las políticas enfrentan una amenaza de la inflación global provocada por una combinación de una fuerte recuperación pos-COVID, los trastornos en las cadenas de suministro que persisten, la guerra en Ucrania y la política fiscal y monetaria excesivamente expansiva. En respuesta, la política monetaria ha comenzado a balancearse hacia condiciones más restrictivas, como lo hizo durante la década de 1980 (Figura I-6), aunque en una escala más coordinada. Similitudes entre las recesiones globales de la década de 1970 y lo que puede transpirar los próximos meses, como los mercados laborales relativamente restringidos (Figura I-7) y la presencia de sacudidas en el lado de la oferta, pero existen también diferencias clave. Primero, más que una inflación de doble dígito subiendo aún más y con el trasfondo de sueldos y expectativas de inflación al alza, las expectativas de la inflación se han contenido en gran medida, en particular aquellas que se enfocan en períodos más largos (Figura I-8). Si eso cambiará, los bancos centrales

aumentarán la urgencia de sus procesos restrictivos. En segundo lugar, los bancos centrales han ganado credibilidad en lo concerniente a su resolución y capacidad de mantener la inflación en sus tasas objetivo. Esto se debe principalmente a los esfuerzos exitosos en llevar la inflación a la baja en la década de 1980 y de mantenerla en alrededor de 2% durante los últimos 30 años. La credibilidad conseguida por los bancos centrales es lo que ha ayudado a anclar las expectativas de inflación hoy en día. Esta es la razón clave por la cual la probabilidad de que los bancos centrales cambien sus objetivos de inflación en medio de un ambiente de alta inflación se mantiene baja por ahora, ya que hacerlo podría dañar su credibilidad y, por lo tanto, su capacidad de abordar la inflación en periodos futuros. Dicho eso, un cambio en el objetivo de la inflación en alguna fecha futura no puede descartarse si esto se ve sustentado por cambios en las preferencias de la política o en la estructura de la economía (Gagnon y Collins, 2019).

FIGURA I-6
Las condiciones financieras globales continúan endureciéndose

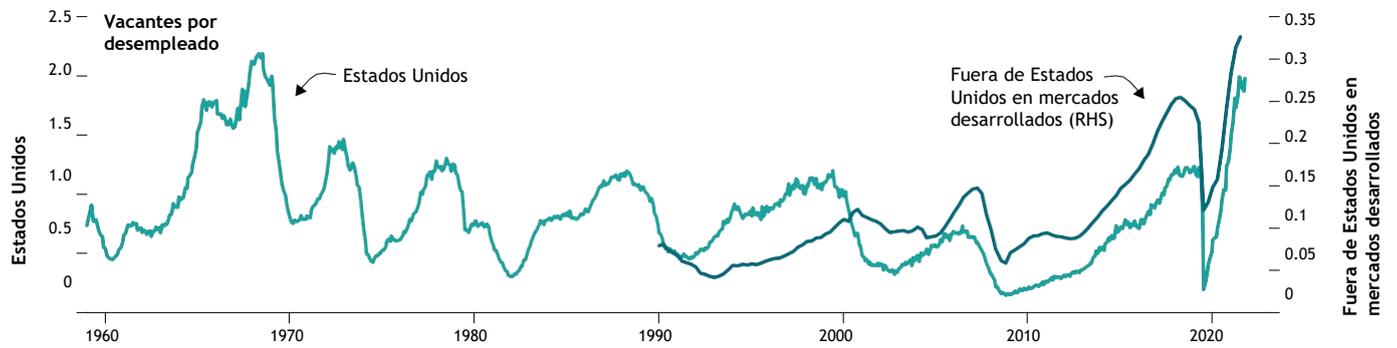


Nota: El índice global es un promedio ponderado por el PIB de los índices de las condiciones financieras de Vanguard Estados Unidos, Bloomberg Reino Unido, Vanguard zona europea y Goldman Sachs Japón.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Thomson Reuters Datastream, Bloomberg y Goldman Sachs, al 31 de octubre de 2022.

FIGURA I-7

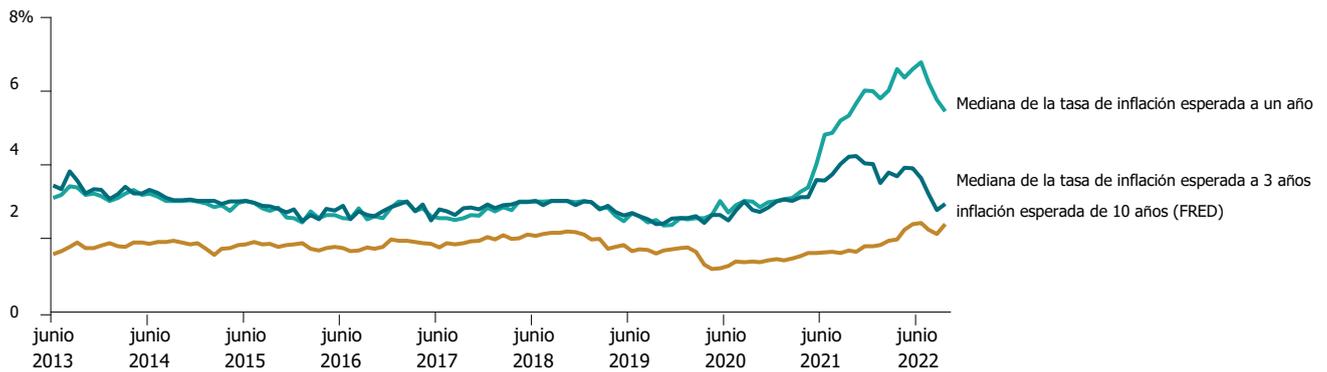
Patrones que tienen problemas para llenar las vacantes



Nota: Los datos incluyen a Australia, Austria, Bélgica, la República Checa, Finlandia, Alemania, Japón, Noruega, Portugal, España, Suecia, el Reino Unido y los Estados Unidos.
Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Thomson Reuters Datastream, al 31 de octubre de 2022.

FIGURA I-8

Las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido ancladas



Notas: Las expectativas de la inflación global se calcularon para los países del G7 con base en los ponderadores del PIB. Las contribuciones del subcomponentes se calcularon con base en los ponderadores del PIB. Para los ponderadores del subcomponente del IPC a nivel país, para los Estados Unidos, el Reino Unido, la Unión Europea y Canadá se utilizaron los ponderadores de 2021; para Japón se utilizaron los ponderadores de 2020. Para los precios del petróleo, se utilizaron los datos para entrega inmediata del West Texas Intermediate (WTI) y para las estimaciones de los pronósticos se utilizaron los precios a plazo del WTI.

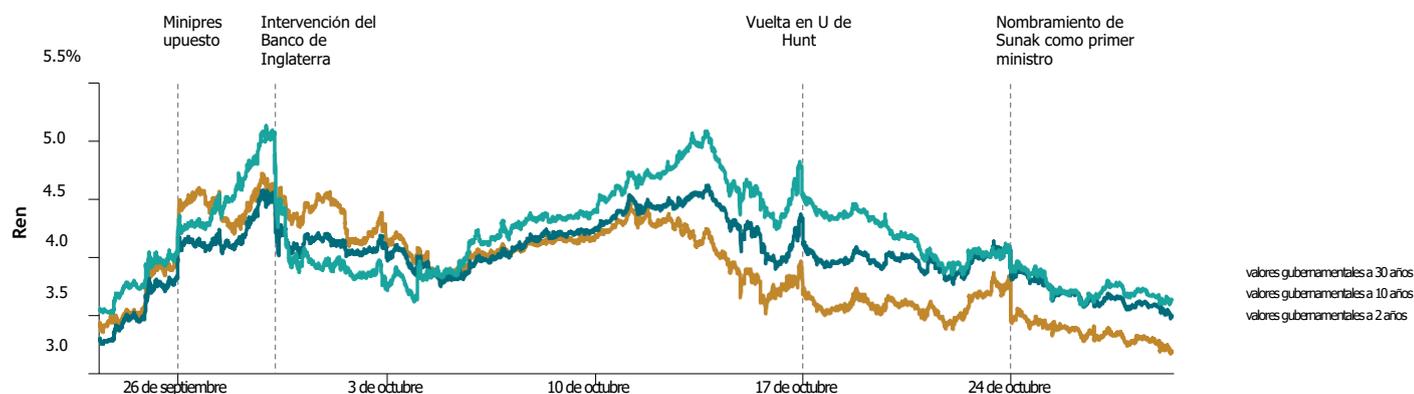
Fuentes: Encuesta de las expectativas del consumidor, Banco de la Reserva Federal de Nueva York y base de datos FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

La credibilidad también puede afectar la política fiscal. La respuesta del mercado al “minipresupuesto” del Reino Unido fue rápida y dura (Figura I-9), una clara señal de que los cambios fiscales y del gasto propuestos afectaron en forma negativa la disposición y capacidad percibidas del gobierno del Reino Unido para pagar sus deudas. Esto debe servir como un crudo Recordatorio de que los mercados no tolerarán gastos que no estén sustentados (recortes fiscales o aumentos en el gasto) más allá de cierto nivel. Después del nombramiento de Jeremy Hunt como Ministro de Hacienda y de Rishi Sunak como

primer ministro, el Reino Unido ha visto un regreso a la ortodoxia fiscal. Las alzas en los impuestos y los recortes en el gasto con un valor equivalente al 2.5% del PIB han aplacado a los mercados. El organismo de control fiscal del Reino Unido – la Oficina de Responsabilidad del Presupuesto (OBR)– ha confirmado que los planes fiscales más recientes colocan la deuda neta del sector público con respecto al PIB en una ruta sustentable. Los rendimientos de los valores del Estado han regresado a niveles observados antes del minipresupuesto y la libra esterlina se ha recuperado con respecto al dólar y al euro.

FIGURA I-9

Los rendimientos de los valores gubernamentales del Reino Unido han bajado a los niveles previos al minipresupuesto.



Notas: Datos intradía del 22 de septiembre de 2022 al 27 de octubre de 2022 El término “minipresupuesto” se refiere al plan de crecimiento anunciado por el Ministro de Hacienda Kwasi Kwarteng el 23 de septiembre de 2022. El 28 de septiembre, el Banco de Inglaterra intervino para restaurar la estabilidad financiera, con el anuncio de que compraría una cantidad ilimitada de valores gubernamentales a largo plazo. El 17 de octubre, el nuevo Ministro de Hacienda Jeremy Hunt revertió casi la totalidad de las medidas del presupuesto. El 24 de octubre, se anunció como nuevo primer ministro a Rishi Sunak.

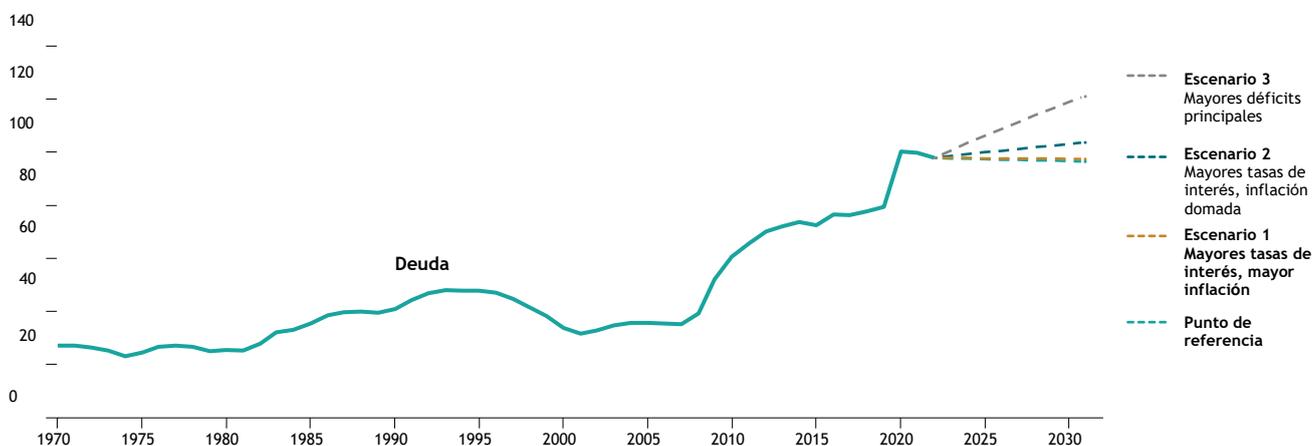
Fuente: Bloomberg, al 31 de octubre de 2022.

El año pasado, presentamos la teoría del espacio fiscal como un enfoque para estimar qué tanta deuda pueden mantener los países sin poner en riesgo la sustentabilidad y los probables incrementos en las tasas de interés (Ostry y otros, 2010; y Zandi, Cheng y Packard, 2011). Tomando como un ejemplo la situación de los Estados Unidos, en la **Figura I-10** se muestra que el actual ambiente de inflación elevada y tasas de interés elevadas hace poco para afectar la sustentabilidad de los niveles de deuda actuales, dado que las dos fuerzas se compensan entre sí, pero si los déficits promedian 5% como espera la

Oficina del Presupuesto del Congreso conforme a las políticas actuales fiscales y de gasto de los Estados Unidos, la trayectoria al alza de la deuda se vuelve rápidamente no sustentable. Aunque las deudas adquiridas durante la pandemia fueron necesarias para evitar el sufrimiento a escala global, algo necesita hacerse en el futuro para comenzar a frenar las brechas entre los impuestos y el gasto antes de que los mercados financieros comiencen a tomar medidas por sí mismos. El momento no es ahora, pero se aproxima.

FIGURA I-10

Se espera que la razón de deuda estadounidense se mantenga sin cambios incluso en un ambiente de inflación más elevada y de tasas más elevadas.



Notas: Las razones de deuda a PIB se pronosticaron de acuerdo con una ecuación estándar de acumulación de deuda. Utilizamos el crecimiento real del PIB tomado de las proyecciones de referencia extendidas de julio 2022 de la Oficina del Presupuesto del Congreso (CBO). Las otras variables se definen como sigue (con base en los promedios de 2022-2032): En el escenario base, se supuso que las tasas de interés nominales serían de 1.6%, que la inflación sería de 2% y que el déficit principal sería de 2%. Modificamos esos supuestos como se indica con las etiquetas en la figura. Para el Escenario 1, utilizamos 2.5% para la tasa de interés nominal y 2.8% para la inflación. Para el Escenario 2, utilizamos 2.5% para la tasa de interés nominal. Para el Escenario 3, utilizamos 5% para el déficit principal.

Fuentes: Proyecciones de referencia extendidas de julio de 2022 de la CBO y Vanguard, al 4 de noviembre de 2022.

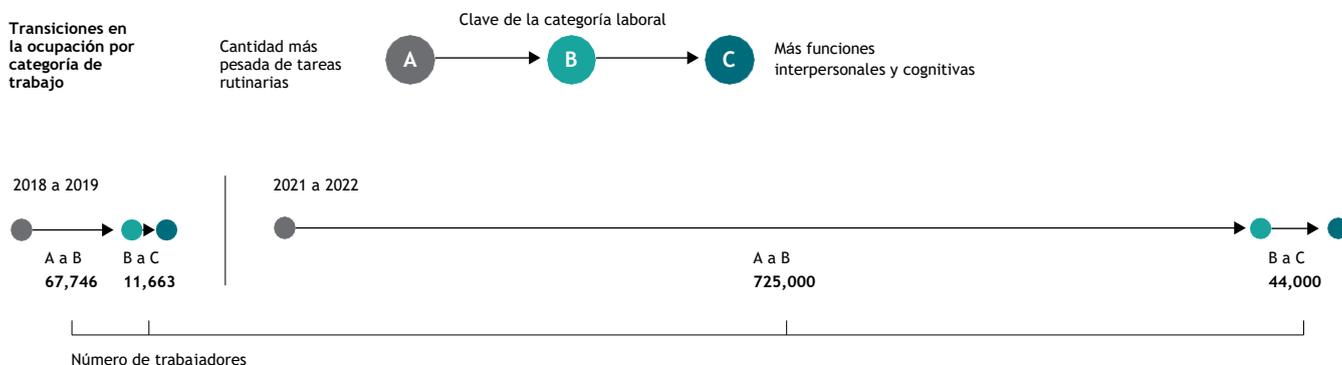
Además de las sacudidas antes mencionadas en la demanda de energía y bienes y de las consideraciones de la política expansiva, las dislocaciones del mercado laboral han desempeñado un papel en darle forma a nuestro ambiente actual. Nuestra investigación ha demostrado que, al igual que con los otros factores, esto se debe en parte a la pandemia y a los impactos persistentes (Clarke, Tan y Schickling, 2022). Dicho eso, es probable que los factores que determinan las fricciones del mercado laboral durante los últimos años (una ralentización en el crecimiento de la población, retiros crecientes y una dinámica cambiante en la oferta y demanda de habilidades) repercutan en una aceleración de las tendencias del mercado laboral que se habían presentado mucho antes de la COVID-19 y que las respuestas de la política a esto sean perturbaciones en los mercados económicos y financieros.

En 2018, presentamos una perspectiva más optimista sobre el impacto de la automatización en los mercados laborales, en la que se exponía el porqué la automatización y tendencias más difundidas en las habilidades de trabajo requeridas significaban que la demanda laboral, más que ir a la baja, probablemente cambiaría para incorporar conjuntos de habilidades diferentes ((Tufano y otros, 2018). Con un reflejo de lo que ha sido el escenario durante la mayoría de los momentos de empeoramiento de la situación económica (Kopytov, Roussanov y Tashereau-Dumouchel, 2018), en cada vez más estudios y en nuestro análisis en la **Figura I-11** se resalta la forma en que las personas se tomaron el tiempo para aumentar sus habilidades durante la pandemia (Ganguli y otros, 2022), debido al mayor tiempo que

pasaron en casa, a las inquietudes sobre la viabilidad o la seguridad de su industria actual y/o a su mayor habilidad para dedicar tiempo y dinero a adquirir esas habilidades adicionales. En la Figura I-11, un tercio de los trabajos con la cantidad mínima de capacidades interpersonales o cognitivas se clasificaron en la Categoría A, el tercio de en medio en la Categoría B y el tercio con el requisito más alto de capacidades interpersonales y cognitivas en la Categoría C. Conforme las personas pasaron de una función de la Categoría A a una función de la Categoría C, por lo regular requieren mayor cantidad de capacitación que les permita desarrollar las capacidades interpersonales y cognitivas requeridas de este tipo de función. Nuestro trabajo muestra que el movimiento de las funciones A a B a C de 2021 a 2022 es sustancialmente mayor que lo que se presentó en 2018 a 2019, antes de la pandemia.

Además del movimiento de los trabajadores entre los tipos de trabajos, este aumento en las habilidades también conlleva incrementos en la productividad futura a lo largo del tiempo que en parte compensan cualesquier presiones inflacionarias asociadas con sueldos más elevados. Pero el camino hasta ese punto será doloroso. Es probable que en el corto plazo haya déficits en la dotación del personal (**Figura I-12**), lo que significa que las presiones de los sueldos y los riesgos que plantean para la inflación probablemente persistirán en ausencia de una intervención de los bancos centrales y de los impactos antes expuestos.

FIGURA I-11
El aumento en las habilidades laborales es un impulso para el crecimiento económico potencial



Notas: Las ocupaciones clasificadas como A conllevan tareas más rutinarias, mientras que las ocupaciones B y C conllevan funciones laborales más cognitivas e interpersonales. Los niveles de paga promedio de 2021 para cada una de las categorías en nuestros datos de la muestra fueron de \$37,200, \$51,800 y \$60,500.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de la Encuesta de Población Actual de la Oficina de Estadísticas Laborales, al 30 de septiembre de 2022.

FIGURA I-12

Una recesión global ofrecerá solo alivio temporal de un mercado laboral estadounidense tenso

Equilibrio de la oferta y demanda laboral	2022	2025
Oferta:		
Mano de obra civil esperada	165 millones	165.5 millones
Demanda:		
Empleo + vacantes	170 millones	174 millones
Déficit actual	5 millones	8.5 millones

Déficits laborales que probablemente se compensarán

Déficits laborales		2025
1	Transiciones de empleos no únicamente humanos a únicamente humanos	+ 1.5 millones
2	La emigración legal regresa al ritmo previo a la COVID	+ 3 millones
3	a. Dividendo del trabajo a distancia	+ 600 mil
	b. Dividendo demográfico	+ 1.8 millones
Déficit implícito del 2025		1.6 millones

Un mercado laboral más benigno pero aún limitado

Implícito	2022	2025
Vacantes/desempleo (V/U)	2.0	1.2
Crecimiento de salarios	6%	4%
Inflación (IPC)	5%–6%	2%–3%

Notas: Las transiciones de empleos no únicamente humanos a únicamente humanos reducen el déficit laboral dado que la producción de los trabajadores por horas se incrementa después de la transición. El dividendo del trabajo a distancia es una estimación del incremento de la participación de la fuerza laboral provocada por mayores oportunidades de trabajo a distancia. El dividendo demográfico se refiere al porcentaje considerable de las personas no trabajadoras con edades entre 60 a 75 que reportaron un deseo de regresar a la fuerza laboral si las condiciones son las adecuadas.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de la Oficina de Estadísticas Laborales, al 30 de septiembre de 2022.

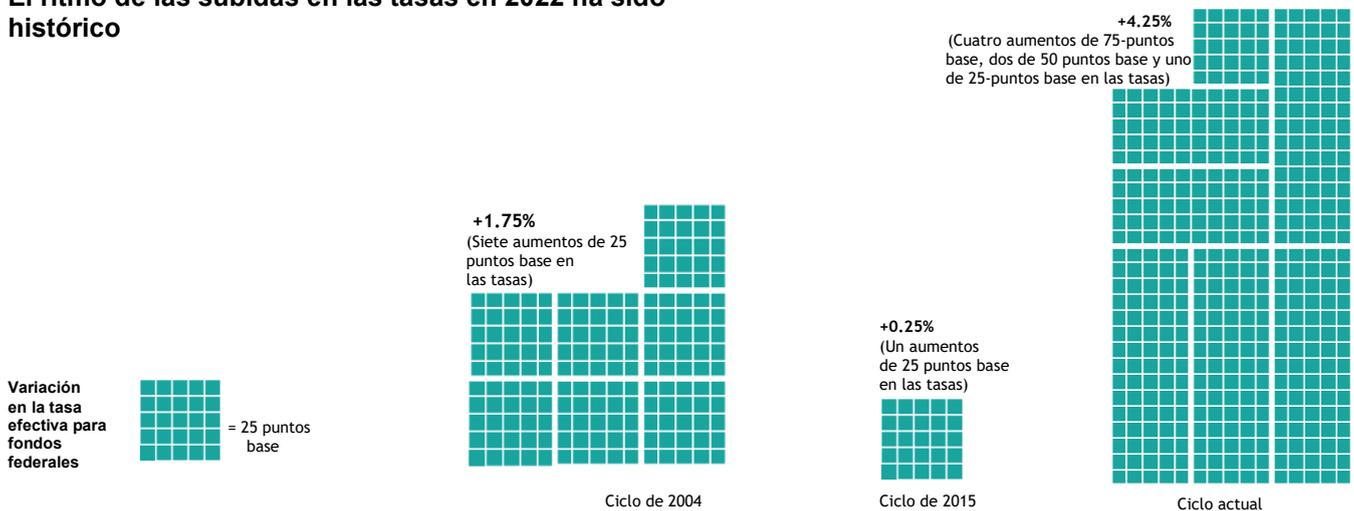
Desde una perspectiva económica, de los mercados financieros y social, los últimos años nos han dejado sin déficit de volatilidad ni dolor. Es probable que, desafortunadamente, eso persista en el corto plazo mientras resolvemos los impactos duraderos en la pandemia y las subsecuentes reacciones de la política. En el siguiente año, parece probable que se presente una recesión, probablemente de naturaleza global y, con ello, pérdidas en la producción que ojalá den lugar a reducciones en la inflación. Dicho eso, los hogares, negocios e instituciones financieras están en una mucho mejor posición para manejar el eventual empeoramiento de la situación económica, de modo que imágenes paralelas a las de las décadas de 1970 y 1980 y los años 2008 o 2020 parecen fuera de lugar.

Estados Unidos: Un camino estrecho que se estrecha aún más

En los Estados Unidos, para 2023, los resultados económicos —en forma muy similar al resto del mundo desarrollado— estarán dominados por los esfuerzos de la política monetaria para acelerar el camino del regreso de la inflación al objetivo. El crecimiento se ralentizó de manera importante en 2022, pero la inflación se ha mantenido obstinadamente elevada y el mercado laboral fuerte. Disminuciones adicionales en el crecimiento y debilitamiento del mercado laboral son condiciones necesarias para la desinflación.

En comparación con la historia reciente, el ciclo de endurecimiento de la política monetaria actual es histórico y deja las rutas más estrechas para que la economía escape sin un periodo de recesión. En la **Figura I-13** se ilustra el rápido incremento en la tasa determinada por política durante los últimos cuatro trimestres y en relación con los ciclos previos.

FIGURA I-13
El ritmo de las subidas en las tasas en 2022 ha sido histórico



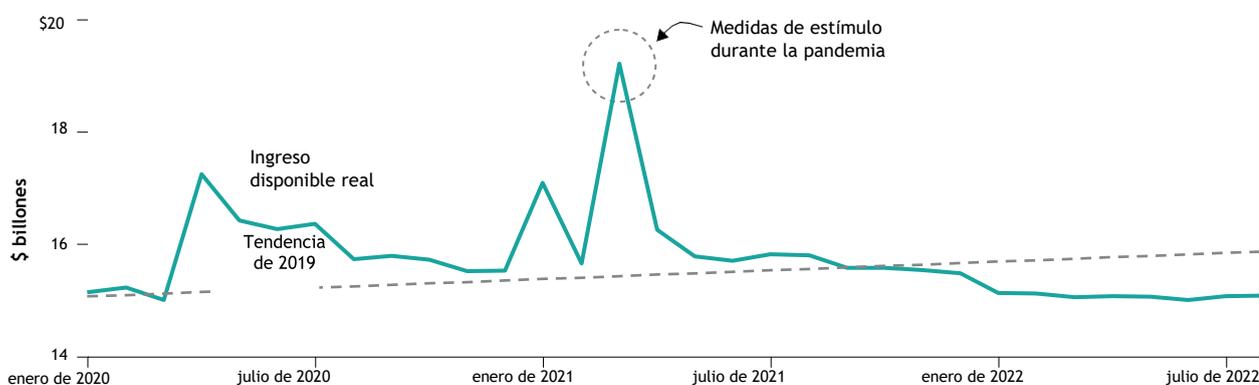
Notas: En la figura se muestran los cambios en la tasa efectiva para fondos federales durante los primeros cuatro trimestres de cada uno de los ciclos de alza. En el ciclo actual el supuesto es que en diciembre de 2022, en la reunión del Comité Federal del Mercado Abierto se acordará un incremento adicional de 50 puntos base como parte del endurecimiento de la política. Un punto base es equivalente a un centésimo de un punto porcentual.

Fuentes: Vanguard y el Banco de la Reserva Federal de St. Louis, al 31 de octubre de 2022.

En general, esperamos que el crecimiento del PIB se ubique en alrededor de 0.25% durante el transcurso de 2023. Los sectores de la economía clave sensibles a las tasas de interés como el de la vivienda ya se han ralentizado de manera abrupta y los consumidores enfrentan las ganancias en los sueldos que, mientras se mantienen sólidos en términos nominales, han convertido lo marcadamente negativo en términos reales. Estimamos que dado el ritmo de la inflación en relación con los sueldos, la vivienda promedio haya experimentado un déficit de \$400 por mes en su estándar de vida

en relación con antes de la pandemia. En la **Figura I-14** se muestra la gravedad actual del déficit en los ingresos en comparación con la tendencia en los ingresos antes del COVID. En lo agregado, hasta ahora los hogares han absorbido los precios al alza a través de apoyarse en un mercado laboral sólido y del colchón de los ahorros remanentes que se acumularon durante la pandemia, pero la inflación ha abatido esa sensación y la actividad del crecimiento en general ha disminuido por debajo de la tendencia conforme nos dirigimos al 2023.

FIGURA I-14
El poder de compra real es un impulso clave para el crecimiento



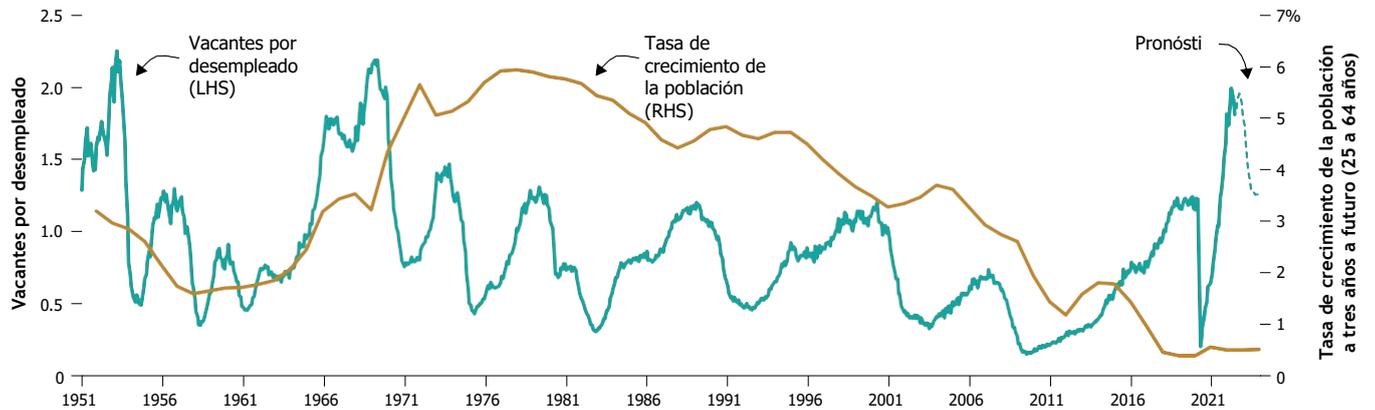
Fuentes: Vanguard y Refinitiv al 31 de octubre de 2022.

Aunque el mercado laboral de los Estados Unidos ha sido sorprendentemente resiliente para estos desafíos económicos crecientes, ayudado por las limitaciones estructurales en la oferta de mano de obra, esperamos que la demanda de mano de obra se moderará conforme los consumidores y las compañías se preparan para una recesión. Sin embargo, considerando qué tan restringido está el mercado laboral al entrar a esta recesión —como se muestra en la **Figura I-15** en las vacantes por desempleo y el ritmo más lento de nuevos participantes en la fuerza laboral como resultado de una población que crece más rápido – el desempleo puede alcanzar un pico

de alrededor de 5%, una tasa históricamente baja para una recesión. Además, como resultado de la moderación en la demanda de trabajo y la confianza de los consumidores a la baja, las tasas de rotación de empleos probablemente regresen a niveles más normales, lo que ayudará a reducir la inflación de los sueldos a una tasa de crecimiento nominal de 4% más sustentable. Esperamos un mercado laboral más debilitado en diversos frentes, como se expuso antes, lo que ojalá ejerza presión a la baja en la inflación.

FIGURA I-15

El tibio crecimiento de la población en edad de trabajar limita el aspecto negativo del mercado laboral estadounidense

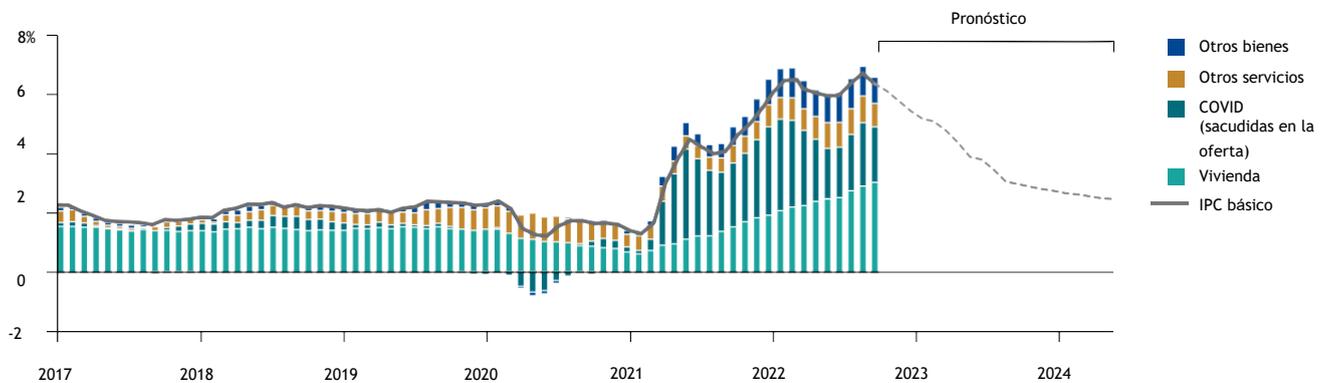


Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Datastream, DataBuffet y la Oficina de Estadísticas Laborales, al 31 de octubre de 2022.

Entre los factores determinantes de la inflación estadounidense, además de un mercado laboral restrictivo, el año 2022 fue testigo de un impacto rezagado de las limitaciones en la oferta resultantes de la dinámica de la pandemia que presionó la inflación al alza (Figura I-16). Como observamos en 2023, los signos iniciales de una recuperación en la oferta de bienes y la moderación de la demanda podrían ayudar a equilibrar la oferta y la demanda de bienes de consumo y llevar los precios a niveles menores. Sin embargo, las expectativas de un repunte

más sólido en los servicios—en especial el componente más reticente de la inflación de la vivienda— impedirá que la inflación vuelva a caer con rapidez. Esperamos que para el cierre de 2023 veremos una inflación que se asiente en 3%, lo cual es mayor que el objetivo de inflación de 2% de la Reserva Federal. En otras palabras, no vemos que la inflación vaya a regresar al objetivo en el siguiente año.

FIGURA I-16
La inflación ha demostrado ser más persistente debido a las sacudidas relacionadas con el COVID y al componente de la vivienda.



Notas: El componente de las sacudidas en la demanda por COVID incluye sus componentes que se enfrentaron con cuellos de botella extremos en la oferta y sacudidas en la demanda durante el COVID en sus picos, a saber, los servicios de transportación y los vehículos. Los otros bienes incluyen ropa, mobiliario para el hogar y artículos recreativos. Los otros servicios incluyen atención médica, educación y comunicación, servicios recreativos y otros servicios. Las sacudidas en el precio de la energía no se incluyen directamente en los servicios de transportación pero se incluyen indirectamente a través de tarifas aéreas más altas. La inflación de la vivienda es el componente que refleja el efecto de los costos de la vivienda en el IPC general. La vivienda incluye los precios tanto para los arrendatarios como para los propietarios de viviendas. Para los arrendatarios, la inflación de la vivienda mide tanto la renta como los pagos de servicios públicos. Para los propietarios de viviendas, la BLS calcula lo que costaría rentar una casa similar.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de la Oficina de Estadísticas Laborales, al 31 de octubre de 2022.

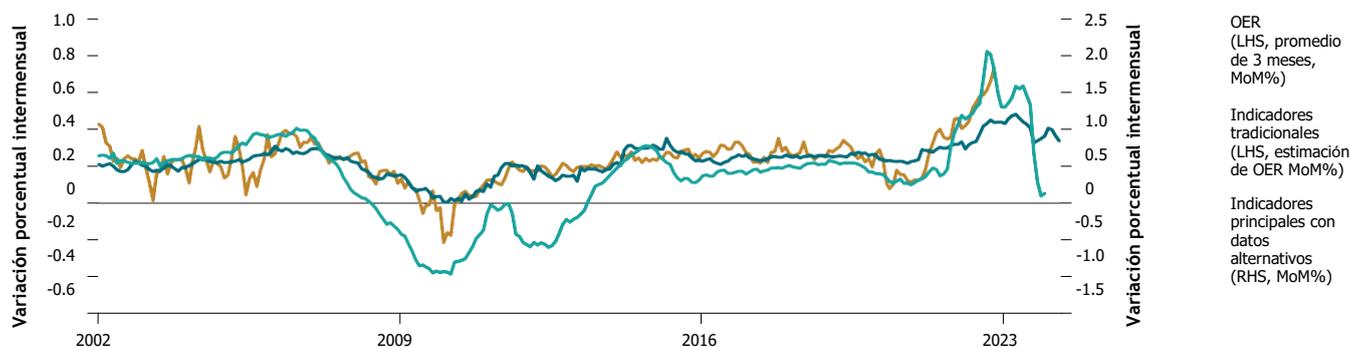
Como se comentó antes, la política monetaria y las comunicaciones de los encargados de elaborar las políticas se han enfocado de lleno en la inflación y las tasas determinadas por política se encuentran actualmente en niveles considerados ampliamente restrictivos para la actividad económica, con alta probabilidad de que haya más restricciones en los próximos trimestres. Dicho eso, estamos comenzando a ver signos de avance en la lucha contra la inflación. Entre estos destaca la actividad de la vivienda, en donde los signos de un impulso que se desacelera ya son evidentes. Dado el rezago con el cual la actividad de la vivienda se filtra en la inflación, esto eventualmente tendrá como resultado un ritmo más lento de la inflación de la vivienda en algún momento durante el segundo semestre de 2023. A principios de 2023, la inflación de la vivienda se mantendrá fuerte, lo que refleja el aún robusto impulso del mercado de la vivienda de principios de 2022 (Figura I-17). Las ganancias más sólidas de la inflación de la vivienda, en nuestra opinión, se compensarán por una desaceleración más rápida en la inflación de los productos

y en una ralentización en los sueldos conforme un ambiente de tasas establecidas por política más restrictivas comience a mostrar su efecto completo en la economía en 2023.

Dado ese precio y la dinámica laboral de ese ambiente, nuestra perspectiva sobre la política monetaria se ha vuelto más de línea dura y esperamos en el futuro un ambiente en el que las tasas determinadas por política serán “más elevadas durante mayor tiempo”. Nuestra perspectiva inicial prevé que el endurecimiento de las tasas determinadas por política alcanzará un pico de 5% para principios de 2023 y que se mantendrá en niveles similares durante todo el año. Dada la incertidumbre que la trayectoria de la inflación ha planteado hasta ahora, esperamos que la Fed favorezca un ritmo de endurecimiento basado en gran medida en la dependencia de los datos, con las expectativas sobre los sueldos y la inflación como las variables clave para vigilar y que tendrán influencia en la trayectoria final de la Fed.

FIGURA I-17

Tanto los datos tradicionales como alternativos parecen indicar una desaceleración en la inflación de la vivienda solo después de mediados y finales de 2023, con una inflación subyacente que se mantendrá elevada al cierre de 2023



Notas: La renta equivalente de los propietarios (OER) representa el subcomponente del IPC de la renta atribuida del propietario, que tiene el precio ponderador más elevado en el IPC básico. Las estimaciones de los indicadores tradicionales de la variación porcentual intermensual (MoM) de la OER se basan en un modelo propiedad exclusiva de Vanguard utilizado para pronosticar las ganancias intermensuales de la OER. Los indicadores de datos alternativos contienen datos proporcionados en forma pública de compañías privadas de vivienda y renta. El promedio ponderado de las variaciones intermensuales en los datos alternativos ha sido una señal relativamente buena de los puntos de inflexión en el ritmo mensual de la inflación de la vivienda.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Zillow, *Apartment List* (Lista de Departamentos), la Oficina de Estadísticas Laborales, la Oficina de Análisis Económico de los Estados Unidos, Refinitiv y Moody's, al 31 de octubre de 2022.

Área europea: El Banco Central Europeo (ECB) continuará con el endurecimiento de su política no obstante la recesión

La inflación y las políticas promulgadas para abordar esto han desempeñado un papel importante al dar forma a las condiciones económicas en el área europea. La guerra en Ucrania agregó otra capa de incertidumbre, volatilidad y presiones a los precios en 2022. La actividad se sostuvo bien en el primer semestre del ejercicio, soportada por una sólida recuperación después de la pandemia. No obstante, el impulso del crecimiento se desaceleró en forma marcada en el segundo semestre conforme los elevados precios de la energía (Figura I-18a), las condiciones financieras más restrictivas, las opiniones abatidas y el

debilitante crecimiento global, fueron todos factores

de ponderación en la economía. Esperamos que el crecimiento del PIB en el área europea se desacelere de alrededor de 3% en 2022 a 0% en 2023.

Con miras al futuro, nos alienta la flexibilidad de Europa en la adaptación a la marcada reducción en las importaciones de gas ruso. El 90% de su capacidad de almacenamiento de gas, ayudada por las importaciones adicionales de otros gasoductos y proveedores de gas

natural licuado y por los esfuerzos realizados para utilizar fuentes de energía alternativas en algunas industrias. Esto debe ayudar a suavizar el golpe. Dicho eso, aún esperamos que la demanda de gas se contraiga en alrededor de 15% en este invierno en relación con el año pasado (Figura I-18b) dadas las restricciones de la oferta relacionadas con la guerra.

FIGURA I-18
Una crisis energética europea

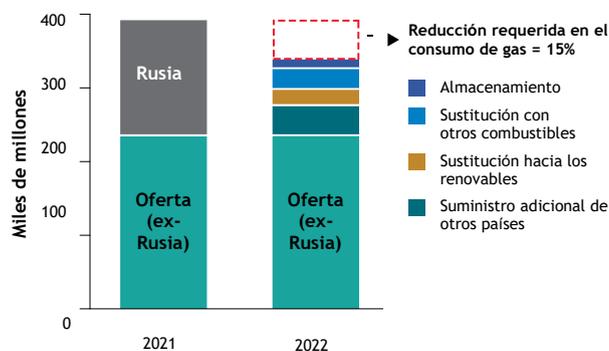
a. Los precios del gas natural europeo se mantuvieron elevados



Notas: Incremento desde el 31 de diciembre de 2020. Precio del gas natural ICE Dutch TTF y precio del gas natural Henry Hub para los datos estadounidenses diarios del 1 de enero de 2021 al 23 de noviembre de 2022.

Fuente: Bloomberg, al 23 de noviembre de 2022.

b. Importaciones europeas de gas: cómo se cerrará la brecha



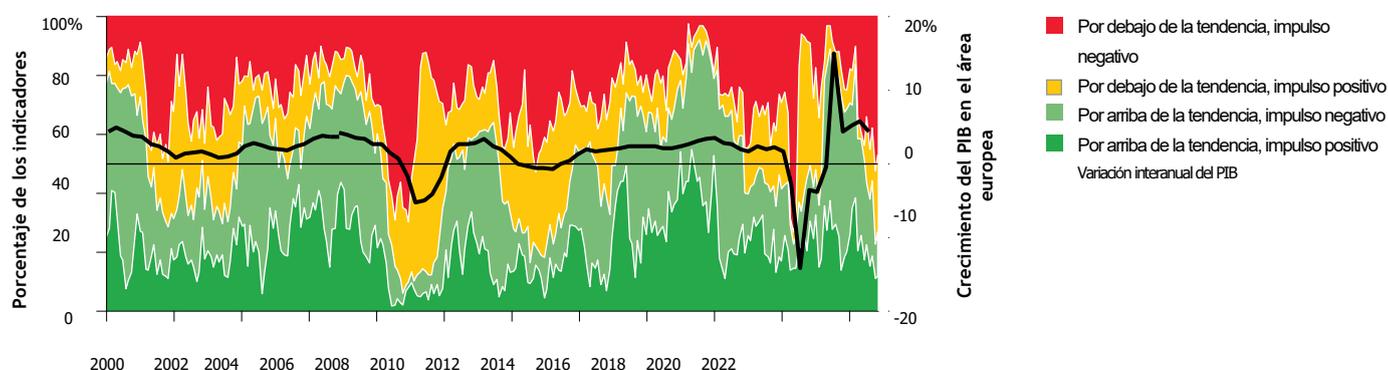
Fuentes: Agencia Internacional de Energía, Comisión Europea y estimaciones de Vanguard, al 31 de octubre de 2022.

Los datos prospectivos, incluido el indicador económico principal de Vanguard, apuntan a una debilidad continua a futuro (Figura I-19). En nuestro escenario base, esperamos que la economía del área europea habrá entrado en recesión desde el cuarto trimestre de 2022, con el crecimiento que se vuelve positivo solo en el segundo semestre de 2023. Preveemos que Alemania e Italia tendrán un subdesempeño dados sus sectores industriales relativamente grandes y que requieren grandes cantidades de energía. Los riesgos de esta

visión están sesgados a la baja. No descartamos el prospecto de una recesión en W en la segunda mitad de 2023 dado que la oferta de gas europeo comenzará desde una base mucho más baja que en 2022 y las condiciones financieras serán más restrictivas. Los riesgos de un escenario optimista incluyen un clima más benigno que lo esperado o una resolución de la guerra antes de lo esperado. Al igual que con los Estados Unidos, muchos de los riesgos vienen por suerte.

FIGURA I-19

El indicador económico principal de Vanguard apunta a un deterioro adicional en el crecimiento económico.



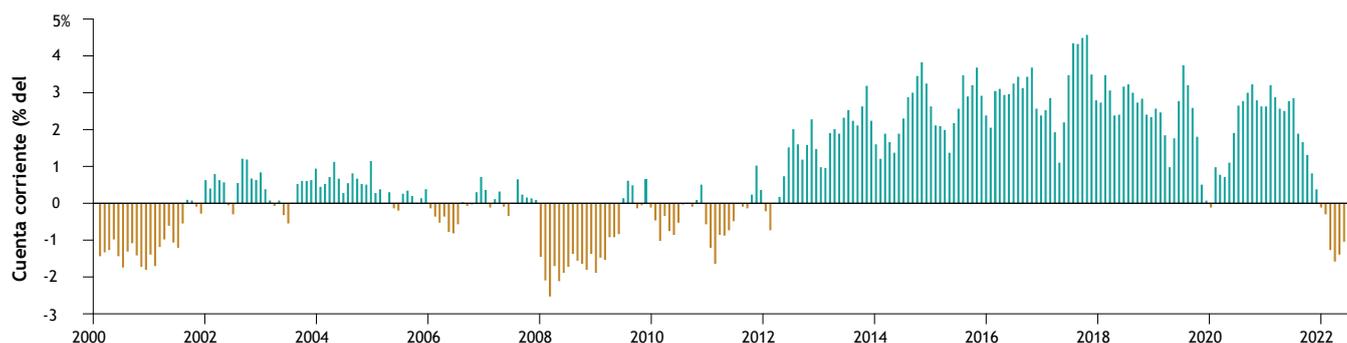
Notas: Datos mensuales de enero de 2000 a octubre de 2022. El tablero del indicador económico principal de Vanguard (VLEI) considera un rango de indicadores principales, ordenados con base en los niveles actuales relativos a la tendencia y al impulso subyacente. Los indicadores incluyen la confianza de los consumidores, la producción industrial, las ventas minoristas, el euro ponderado por el comercio, los pedidos de las fábricas y los índices del mercado de valores.

Fuente: Vanguard, al 31 de octubre de 2022.

También similar a la situación de los Estados Unidos es que el desafío central para los responsables de elaborar las políticas europeas sigue siendo la inflación creciente. Para ser exitosos en guiar la inflación a la baja hacia el objetivo, el Banco Central Europeo necesitará una combinación de una buena toma de decisiones, buena comunicación y buena suerte. La tasa del índice de precios al consumidor (IPC) general se duplicó, del 5% al inicio de 2022 a 10% en noviembre, predominantemente debido a los precios que se aceleran de la energía y los alimentos. Un debilitamiento del euro, impulsado en parte por la sacudida de los términos comerciales negativos inducidos por la guerra (Figura I-20), ha amplificado esta presión inflacionaria, dado que elevó el costo de las importaciones cotizadas en divisas, aplicando presión a la baja en el crecimiento.⁴

La amplitud de la inflación también se ha incrementado a lo largo de todo 2022. Ochenta por ciento del IPC tiene ahora un seguimiento a una tasa anual por arriba del 3% y la inflación subyacente se aceleró de 2.6% al inicio del año a 5% en noviembre. Esperamos que tanto la inflación general como la inflación subyacente alcancen un pico en diciembre de 2022 y, luego, caigan gradualmente en 2023 conforme los efectos base de los precios de los energéticos y los alimentos se relajan y la demanda se atenúa. No obstante, aún se espera que la inflación promedie entre 5.5% y 6% en 2023, muy por arriba del objetivo del ECB de alrededor de 2%, dado que la inflación de los servicios persiste y las presiones de los productos básicos se disipan solo gradualmente (Figura I-21a).

FIGURA I-20
La cuenta corriente ha cambiado de superávit a déficit



Nota: Datos mensuales de enero de 2000 a agosto de 2022.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Bloomberg, al 24 de octubre de 2022.

⁴ Los términos comerciales de un país se refieren al precio relativo de las exportaciones en comparación con las importaciones.

El EBC estará preocupado por lo complejo y persistente de la inflación, en particular en el componente de los servicios, en medio de un mercado laboral aún restringido. De hecho, la tasa de desempleo se encuentra en un nivel bajo récord de 6.5% (a octubre de 2022), el crecimiento de los sueldos se ha incrementado a 4% año con año en comparación con un promedio de 2% previo a la pandemia, y hay una prueba tentativa de que la inflación elevada ahora fluye a expectativas de inflación a más largo plazo (Figura I-21b).

Por lo tanto, esperamos que el ECB acumule, a partir de los incrementos en las tasas que ya ha realizado, el equivalente a 200 puntos base, con la tasa para depósitos que se ha elevado de -0.5% al inicio de 2022 a 1.5% en la reunión de octubre de 2022. (Un punto base es un centésimo de un punto porcentual.) Nuestro escenario base para la tasa de depósitos es que alcanzará por lo menos 2% para fines del año y que llegará a un pico en 2.5% a principios de 2023. Esperamos que esta postura de política restrictiva se mantenga durante 2023, con riesgos para nuestra opinión de la tasa terminal sesgada al alza dada la fortaleza subyacente del mercado laboral.

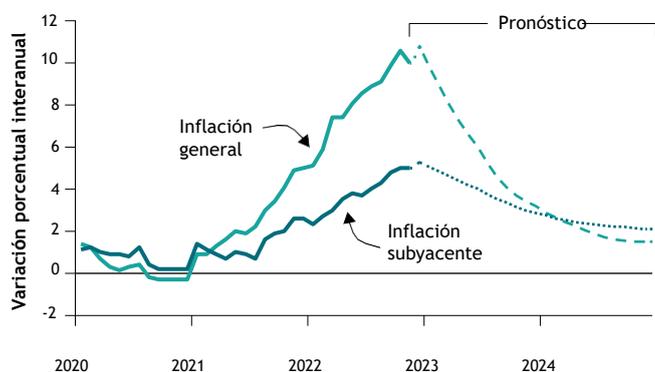
Conforme los responsables de elaborar las políticas continúen elevando las tasas, necesitarán estar conscientes del riesgo de fragmentación del área europea, lo que deteriora haría el funcionamiento correcto

de la política monetaria. La introducción del Instrumento de Protección de Trasmisiones ayudará a apaciguar las inquietudes aquí. En nuestro escenario central, la presencia de esta herramienta, aunado a una demora del endurecimiento cuantitativo hasta el segundo semestre de 2023, limitará cualquier ganancia desproporcionada en los diferenciales periféricos

Por último, dado nuestro escenario central de recesión, esperamos que los gobiernos del área europea mantengan medidas fiscales relacionadas con la energía por lo menos durante el primer semestre de 2023 a fin de suavizar la demanda, que estimamos promediará entre 2% y 3% del PIB. Esto demorará cualesquier planes de consolidación fiscal hasta la última parte de 2023, como muy pronto. Dado el débil crecimiento, el apoyo energético ininterrumpido y el costo creciente de los intereses, es poco probable que las razones deuda a PIB del área del euro caigan de manera significativa en el corto plazo. Italia estará bajo el mayor escrutinio debido a su carga de deuda relativamente elevada y a la elección de un nuevo gobierno. Las deudas se mantendrán sustentables en el corto plazo, pero las soluciones a las cargas de deuda crecientes se deben analizar a futuro.

FIGURA I-21
La inflación es un desafío para los responsables de elaborar las políticas

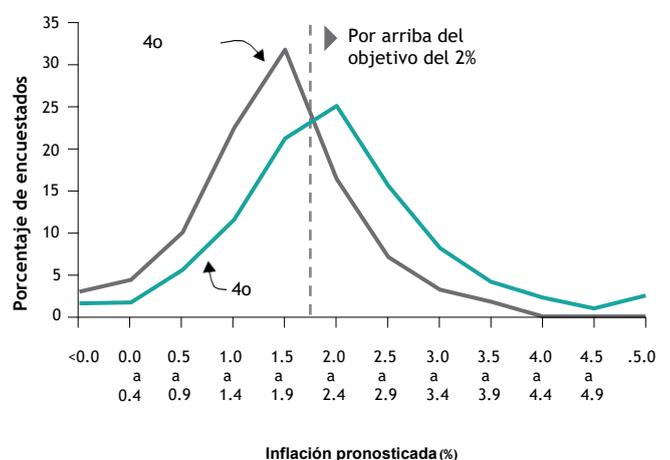
a. El pico en la inflación aún está por llegar.



Nota: Datos mensuales de enero de 2020 a noviembre de 2022 y pronósticos de Vanguard en lo sucesivo.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Bloomberg, al 22 de noviembre de 2022.

b. Las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido reticentes.



Nota: Las expectativas a más largo plazo se refieren a 2027, en el cuarto trimestre de 2022, y a 2024, en el cuarto trimestre de 2019.

Fuentes: ECB y encuesta de Professional Forecasters, al 28 de octubre de 2022.

Reino Unido: La recesión se avecina en grande conforme la crisis del costo de la vida se intensifica

La guerra en Ucrania, la estructura única del mercado de energía del Reino Unido y la inestabilidad política nacional planteó desafíos para la economía del Reino Unido en 2022. La actividad se ralentizó de manera sistemática durante todo el año mientras los precios más elevados de los bienes fungibles, las condiciones financieras más estrictas, un muy bajo nivel de confianza y un escenario de crecimiento global débil, en conjunto, arrastraron la demanda. Esto fue antes de que se anunciara el minipresupuesto y, luego, tres semanas más tarde se renunciara a este en un esfuerzo por apaciguar a los mercados financieros. Esperamos que el crecimiento del PIB de alrededor de 4% en el Reino Unido para 2022, proveniente de una base baja de 2021, pero que al igual que con otros mercados desarrollados importantes, se frene a un rango de entre 1% y -1.5% en 2023.

Esperamos que la economía habrá entrado en recesión en el tercer trimestre de 2022. Las encuestas comerciales ahora son congruentes con una marcada contracción en la producción y con las métricas de la confianza del consumidor en niveles históricamente bajos. Los indicadores prospectivos, incluido el indicador económico principal de Vanguard, parecen indicar una debilidad adicional en el futuro. Esperamos que la recesión dure por lo menos seis trimestres y que sea más profunda que en el área europea.

La tasa anual de la inflación del ICP del Reino Unido se duplicó en 2022, de 5.4% al inicio del año a 11.1% a octubre de 2022. La aceleración estuvo dirigida

principalmente por precios más elevados de los energéticos y alimentos, aunque los productos básicos y los componentes de servicios también se incrementaron significativamente. La política gubernamental de Garantía del Precio de la Energía (EPG), que topa los precios unitarios de la energía, debe mantener la inflación a raya en el corto plazo.

En nuestro escenario base, esperamos que la inflación caiga gradualmente de un pico por arriba de 11% en el último trimestre de 2022 y que promedie entre 6% y 6.5% en 2023, muy por arriba del objetivo del 2% de Banco de Inglaterra.

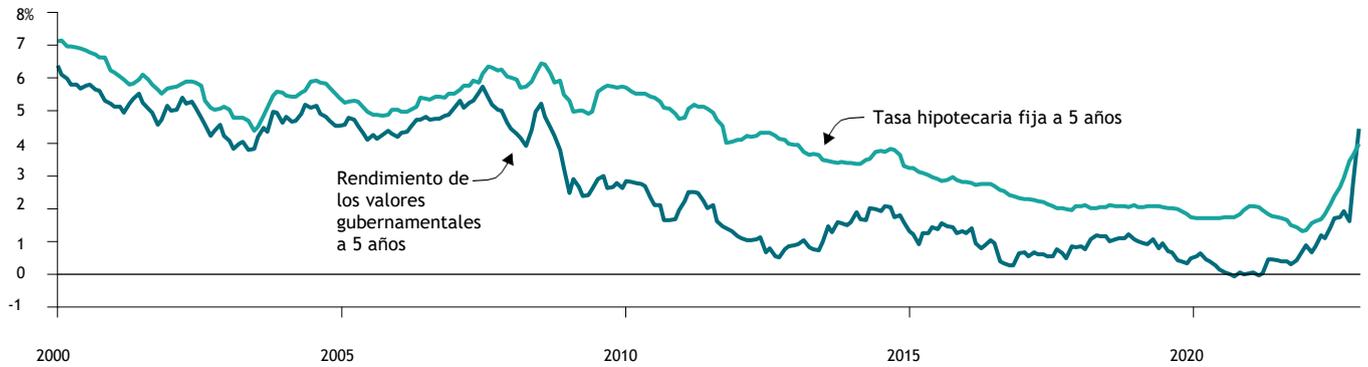
Aparte de los precios de la energía, el Banco de Inglaterra estará monitoreando de cerca los acontecimientos en el mercado laboral para calibrar su respuesta adecuada a la política. Al igual que en los Estados Unidos, las vacantes en el Reino Unido se mantienen cercanas a cifras récord por sus elevados niveles y las presiones de los sueldos se han intensificado, dado que estos se han incrementado en alrededor de 6% año con año. Este último asunto es de particular inquietud dado que un fuerte crecimiento en los salarios dará lugar a una presión inflacionaria más persistente, predominantemente a través del componente de los servicios más complejo. En nuestro escenario central, esperamos que el banco de Inglaterra eleve las tasas de interés a alrededor de 3.5% para finales de 2022 y que alcance una tasa pico de 4.5% a principios de 2023. Esperamos que esta postura de la política restrictiva persista durante 2023.

Con la implementación de la EPG y tasas de interés más elevadas, esperamos que la narrativa de la crisis del “costo de la vida” del Reino Unido se aleje de los precios de energía más elevados y se dirija hacia pagos de intereses hipotecarios más altos. Si la tasa bancaria no alcanzare 4.5%, esto conllevaría nuevas tasas hipotecarias de por lo menos 5.5% para el prestatario promedio, lo que casi cuadruplicaría los costos de los intereses (Figura I-22). Dado que una proporción

importante de los acreedores hipotecarios del Reino Unido tiene tasas fijas, se requerirá cierto tiempo para que este efecto alimenta a la economía. Dicho eso, estimamos que, durante el transcurso de 2023, se reajustará el precio de 35% a 45% del total de acciones de las hipotecas del Reino Unido con nuevas tasas. Esto debilitará más el panorama para el consumidor y ejercerá una presión a la baja en las valuaciones de las viviendas.

FIGURA I-22

Las nuevas tasas hipotecarias se han movido en línea con los rendimientos de los bonos del Reino Unido más elevados



Nota: Datos mensuales del 31 de enero de 2000 al 30 de septiembre de 2022

Fuente: Bloomberg, al 21 de octubre de 2022.

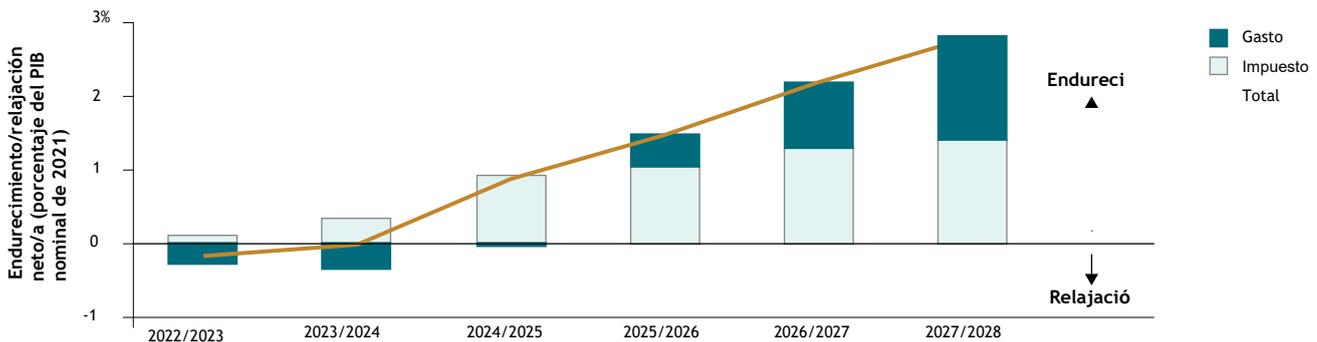
El año 2022 también fue uno de inestabilidad política por las discrepancias en el Reino Unido dentro del partido conservador, que dieron lugar a que hubiera tres primeros ministros diferentes (y cuatro Ministros de Hacienda diferentes). No obstante la consolidación fiscal agregada de la Declaración de Otoño, la política está establecida en realidad para facilitar la protección de la economía durante la recesión en los siguientes dos ejercicios financieros, con el esperado endurecimiento de la política monetaria que se presentará a partir de entonces (Figura I-23).

Se mantienen las inquietudes sobre la sustentabilidad del perfil de deuda del Reino Unido. Aunque la razón deuda a PIB, por debajo de 100%, es más baja que en muchas otras economías desarrolladas, la consolidación fiscal sustancial se esbozó en la Declaración de Otoño para evitar que esta subiera significativamente en los siguientes cinco años (Figure I-23).

Es probable que el Reino Unido se encuentra en una situación más frágil en comparación con otras economías desarrolladas. El crecimiento ya es débil y las sacudidas por la inflación global se amplifican dado que se trata de una pequeña economía abierta. Llevar la inflación a la baja hasta el objetivo, el sacrificio económico —en última instancia a través de un mayor desempleo— podría ser un proceso más largo.

Elevar las tasas de interés en forma marcada para manejar este desafío de la inflación que se ha elevado también puede revelar riesgos ocultos, en particular, dado el sector financiero relativamente grande del Reino Unido.— El estrés experimentado por algunos de los fondos de pensiones nacionales en medio de la volatilidad en el mercado de los valores gubernamentales que se experimentó a principios de este año es un ejemplo de este riesgo para la estabilidad financiera.

FIGURA I-23
Una modesta relajación en la política fiscal hasta 2024



Fuentes: Vanguard y la OBR al 21 de noviembre de 2022.

China: Un repunte bote cíclico se encuentra con un empeoramiento en la situación económica estructural

Al igual que en las principales economías desarrolladas, la política ha desempeñado y desempeñará un papel importante en los resultados económicos en China, pero por razones diferentes. Las fortunas económicas de China están regidas por lo que hemos denominado “trilema imposible”, en el cual los responsables de elaborar las políticas deben equilibrar tres prioridades en competencia: mantener una política de cero COVID (ZCP), garantizar la estabilidad financiera y mantener sólidos niveles de crecimiento económico. En 2022, los responsables de elaborar las políticas se enfocaron en mantener la ZCP y de garantizar la estabilidad financiera a costa del crecimiento. Como resultado, pronosticamos que el crecimiento del PIB para finales de 2022 estará en alrededor de 3%, muy por debajo del promedio histórico y de las metas oficiales de 5.5%. En 2023, esperamos que sea probable que el enfoque de los responsables de elaborar las políticas se aleje gradualmente de mantener una estricta ZCP y se acerque a lograr niveles de crecimiento económico ligeramente más fuertes.

Es probable que esto tenga como resultado un repunte cíclico en 2023 de crecimiento del 4.5% del PIB con riesgos sesgados al alza de los controles del COVID y una estabilización del sector inmobiliario (Figura I-24). No obstante, consideramos

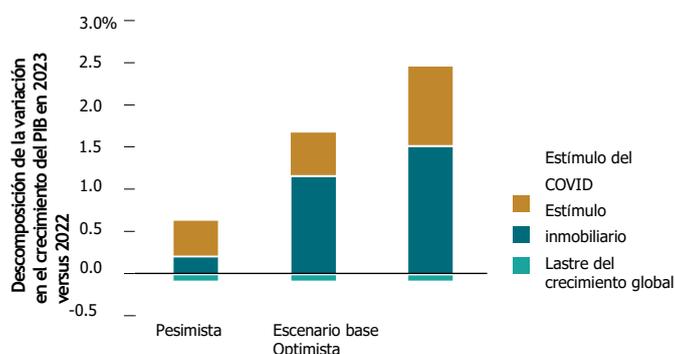
que el repunte cíclico será modesto en comparación con aquel que siguió a la crisis financiera global en 2009 y al confinamiento de Wuhan de 2020, dada la recesión global esperada, la incertidumbre en torno al plan de salida del COVID-19, la falta de disposición y capacidad para sobreestimar la economía y una desaceleración estructural del potencial de crecimiento en el largo plazo.

Los responsables de elaborar las políticas han anunciado que planean preparar la reapertura de la economía a través de la relajación de los controles del COVID, de la promoción de la vacuna y del desarrollo de fármacos, así como de la mejora de las instalaciones hospitalarias. Esto podría urdir la tan esperada recuperación en el consumo y las actividades de servicio. Sin embargo, de manera crucial pensamos que es poco probable que la salida del COVID-19 no tenga complicaciones, dado que el sistema de atención médica de China se mantiene vulnerable a los grandes brotes. En nuestra opinión, una reapertura gradual es más probable conforme las tasas de vacunación de refuerzo para la población de mayor edad mejoran y un tratamiento eficaz y/o vacuna mRNA está disponible de manera más generalizada, lo que podría dar lugar a un rebote más evidente en la economía después de la Asamblea Popular Nacional (NPC) del siguiente marzo.

FIGURA I-24

Repunte cíclico esperado en 2023 conforme la política cero COVID se relaja y el sector inmobiliario se estabiliza

a. Repunte cíclico del PIB en 2023 descompuesto en factores determinantes



b. Es poco probable que el PIB chino se recupere en su totalidad y llegue a niveles previos al COVID



Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Bloomberg, al 31 de octubre de 2022.

Notas: En el punto de referencia se supone una disminución gradual en las restricciones por COVID, donde el ritmo se acelera después de las asambleas de marzo del NPC; sin embargo, no se prevé una abolición por completo. También se supone que la inversión inmobiliaria se estabiliza pero no tiene un rebote. En el escenario pesimista se supone que las restricciones por COVID se mantienen en los niveles pandémicos elevados para cuando se lleven a cabo las asambleas de los líderes en marzo y que declinan gradualmente hacia el cierre del año, con un estancamiento en un nivel elevado. También se supone que la inversión inmobiliaria continuará en caída pero a un ritmo más desacelerado que en 2022. En el escenario optimista se supone que las restricciones por COVID son abolidas en gran medida después de las asambleas de marzo del NPC, mientras que la inversión inmobiliaria tendrá una recuperación moderada.

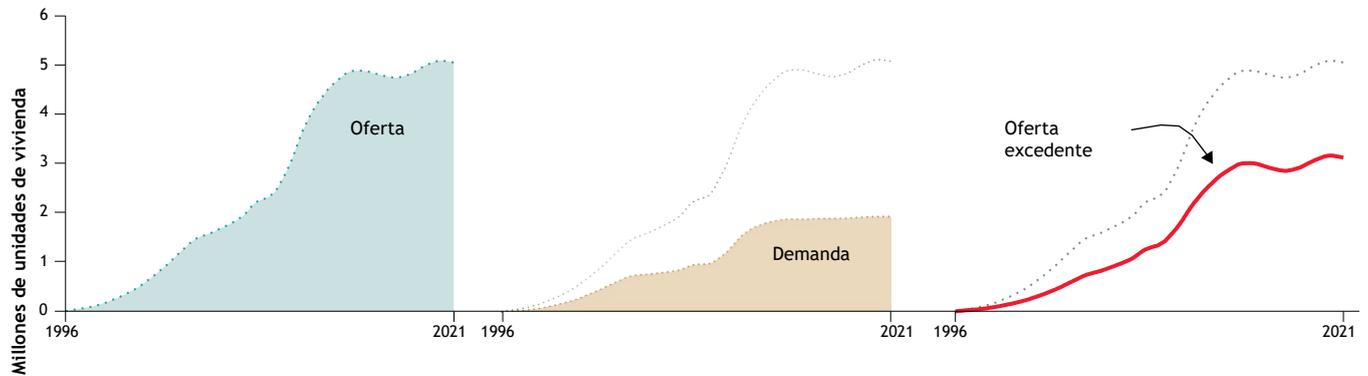
Junto con la ZCP, el sector inmobiliario de China fue un factor importante de arrastre en el crecimiento general en 2022, restándole alrededor de 2%. En 2023, esperamos un rebote cíclico en el sector, lo que puede favorecer el crecimiento en ligeramente más de un punto porcentual en relación con 2022. Este rebote está dirigido por la política fiscal y monetaria de respaldo, estabilizando las opiniones y las inversiones

inmobiliarias y por la reapertura de la economía, que ayudará a impulsar la demanda a un nivel bajo después de una contracción cercana al 10% en 2022. Consideramos que el rebote estará contenido por los importantes desafíos estructurales que enfrenta China en el sector inmobiliario, lo que incluye la sobreoferta, la mala asequibilidad y el empeoramiento de las tendencias demográficas (Figura I-25).

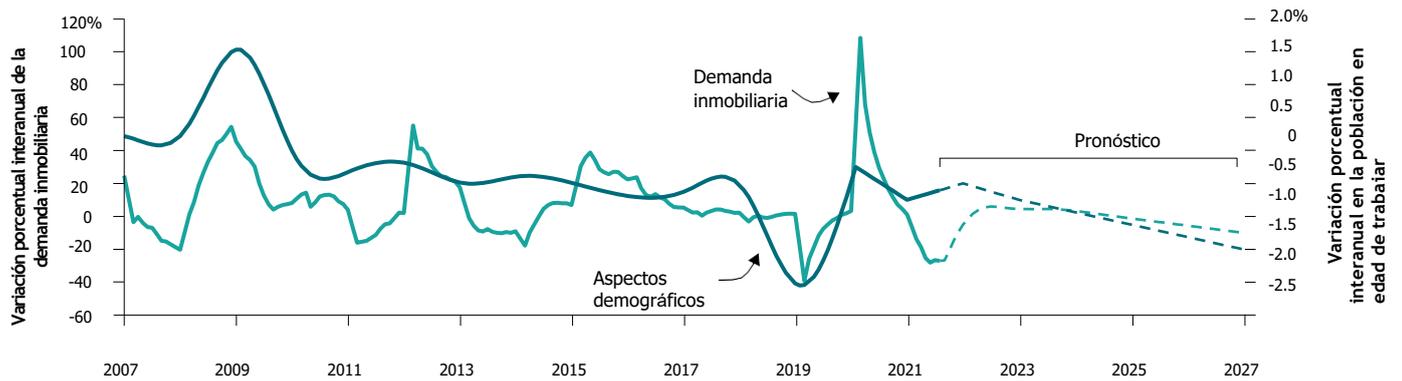
FIGURA I-25

No obstante la relajación de la regulación, es poco probable que el mercado de la vivienda rebote debido a un empeoramiento estructural.

a. En China, sigue habiendo una sobreoferta, con una mayor demanda que proporciona solo una ligera compensación al crecimiento en la oferta.



b. Los factores cíclicos proporcionarán un apoyo a corto plazo a la vivienda, pero los factores estructurales reducirán la demanda durante los siguientes cinco años.



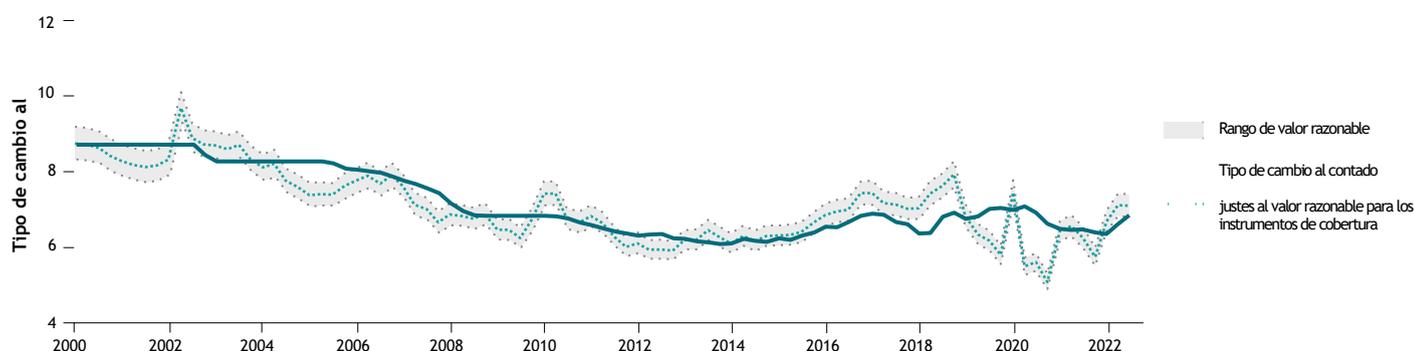
Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Bloomberg, al 31 de octubre de 2022.

Un modesto repunte cíclico, después del profundo empeoramiento de la situación económica en 2022, parece indicar que es probable que una brecha en la producción negativa persistirá hacia el cierre del siguiente año, incluso en nuestro escenario positivo, con la normalización en el consumo y los servicios que continuarán rezagándose con respecto a la producción. Una recuperación tan incompleta y dispareja en la economía mantendría la inflación del consumidor deprimida. Esperamos que el IPC general promedie 2.2% en 2023, con una inflación subyacente por debajo de 1%. Como tal, el Banco Popular de China probablemente continuará promoviendo una modesta liquidez y realizará recortes en las tasas de interés en el corto plazo, lo que va en contra de la tendencia global. No obstante, también consideramos que los responsables de elaborar las políticas se abstendrán en 2023 de sobreestimar el mercado de la vivienda y la economía en una extensión mayor dadas las inquietudes sobre el siempre creciente apalancamiento y los riesgos de estabilidad financiera. De hecho, una vez que la

economía comience a repuntar en el segundo trimestre, esperamos que la política cambie a una postura más neutra. Además, la depreciación en el renminbi durante el segundo semestre de 2022 es un recordatorio de que los responsables de elaborar las políticas en China han limitado el espacio para los estímulos, dado que una relajación más agresiva y adicional podría dar lugar a salidas de capitales y a una inflación más elevada. Es probable que la moneda se mantenga bajo presión en 2023 conforme los bancos centrales de los mercados desarrollados continúan elevando las tasas de interés en esfuerzos para poner freno a la inflación, aunque un mejor panorama del crecimiento en China y las intervenciones por parte del Banco Popular de China con el fin de evitar el pánico respecto de la estabilidad financiera podrían ayudar a estabilizar el renminbi. En nuestro modelo de valor razonable (Figura I-26) parece indicarse que el renminbi está ahora cercano al valor razonable con base en las variables fundamentales

FIGURA I-26

En nuestro modelo de valor razonable se muestra que el renminbi está bien valuado en los niveles actuales



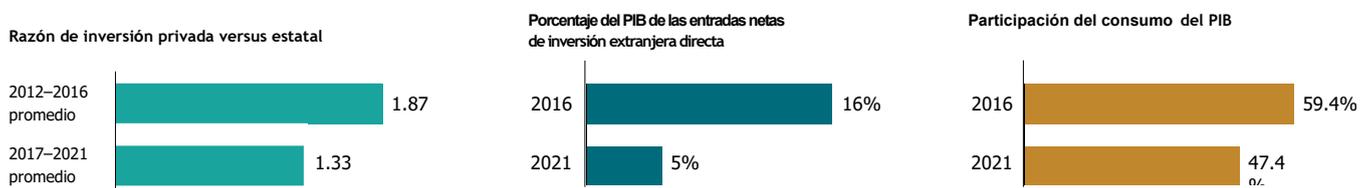
Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de DataStream, al 31 de octubre de 2022.

Además de la renuencia de los responsables de elaborar las políticas a sobreestimar, se espera que un empeoramiento del panorama del crecimiento estructural restringirá la recuperación en 2023 y el panorama de crecimiento para los años por venir. Los flujos de inversión extranjera directa hacia China durante el periodo 2017-2021 fueron significativamente menores en comparación con aquellos que se habían presentado en los cinco años previos, en medio de una tendencia de globalización desacelerada y de tensiones geopolíticas crecientes, mientras que el ritmo de la inversión del sector privado

se desaceleró de manera notable durante el mismo marco de tiempo (Figura I-27). Estos acontecimientos tendrán peso en el crecimiento de la productividad, un factor determinante clave de las tasas de crecimiento potencial. También es de preocupar que el avance se ha revertido durante la pandemia con el cambio de una economía dirigida por la inversión a una dirigida por el consumo, lo que exacerba las inquietudes respecto de la sustentabilidad del crecimiento en el mediano plazo.

FIGURA I-27

Signos de advertencia de japonificación, con inquietudes en aumento respecto de la sustentabilidad del crecimiento a largo plazo



Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Bloomberg y el CEIC, al 31 de octubre de 2022.

México: ¿Un aterrizaje suave más lejano?

Como principal socio comercial de EE. UU., como economía parte en la encrucijada de la reubicación de la cadena de suministro global y como economía con un banco central comprometido con el flujo de capital y la estabilidad de precios, la perspectiva económica mexicana siempre depende en gran medida de las condiciones económicas mundiales, en particular las de EE. UU.

Habiendo estado por debajo del consenso, y con precisión, llegando a 2022 con nuestro pronóstico de crecimiento del 2%, esperamos un crecimiento del PIB de 1.5% por encima del consenso en 2023 para México. Nuestro pronóstico optimista se basa en nuestra opinión de que el consenso tendrá que posponer sus avisos de recesión en EE. UU. a medida que se presenten los datos del primer trimestre en EE. UU., lo que conducirá a revisiones al alza en las perspectivas del PIB de México a medida que el crecimiento demuestre ser resistente.

Vemos señales de que el crecimiento mexicano está más diversificado que en cualquier otro momento durante la recuperación de la pandemia hasta la fecha. Si bien el auge de las exportaciones a EE. UU. impulsó el crecimiento durante gran parte de 2021 y principios de 2022, el fuerte consumo interno, impulsado por un crecimiento positivo de los salarios reales y la sólida confianza de los consumidores, es ahora el principal motor del crecimiento de México. Además, la disminución de la inversión extranjera directa (IED), ha sido un lastre para el crecimiento durante gran parte de la recuperación de la pandemia, y es probable que impulse el crecimiento en los próximos años, posiblemente ya en 2023, ya que las corporaciones miran a México para diversificar las cadenas de suministro fuera de China.

En nuestra opinión, un consumidor mexicano fuerte y las tendencias positivas de inversión aislarán a la economía mexicana de una desaceleración del crecimiento estadounidense en 2023.

Dada nuestra perspectiva de crecimiento por encima del consenso, estamos igualmente por

encima del consenso en nuestra perspectiva de inflación, lo que apunta a una inflación subyacente rígida y un progreso relativamente lento para controlar las presiones de la inflación subyacente en comparación con sus pares de LatAm. Vemos que la inflación finaliza el año por encima del 6 % en comparación con el pronóstico de consenso del 5,7 %.

El banco central de México, también conocido como Banxico, disfruta de una gran credibilidad, particularmente con respecto a su compromiso con la estabilidad de precios y asegurando que los flujos de cartera de México se mantengan ordenados. Dada nuestra perspectiva de inflación, esperamos que las tasas reales se ajusten aún más en México en alrededor de 100pb a lo largo de 2023, impulsadas por 250pb de reducción de la inflación compensada por 100pb de recortes en las tasas de interés. Esto nos coloca más o menos en línea con las expectativas del mercado con respecto a Banxico. Como resultado de nuestra opinión de que Banxico está comprometido con más aumentos en la tasa real, no esperamos una presión significativa sobre el MXN a pesar de los sólidos retornos en 2022. Esperamos que el peso MXN se negocie en un rango de 19.5 a 20.5 a lo largo del año 2023.

El rango de pronósticos de crecimiento de México para 2023 es amplio, lo que refleja en gran parte las perspectivas de crecimiento inciertas a nivel mundial y, más importante, de EE. UU. Sin embargo, en nuestra base, esperamos que la economía mexicana crezca a un ritmo superior al consenso de 1.5%, lo que refleja el riesgo de que EE. UU. El programa de la recesión económica se retrase debido a un mercado laboral sólido y una economía mexicana que puede resultar resistente a una desaceleración de la manufactura en los EE. UU., al menos en el corto plazo. En nuestro escenario a la baja en el que EE. UU. entra en recesión en la primera mitad de 2023, es probable que el crecimiento de México se resienta. En este escenario esperaríamos un crecimiento en torno al 0%. En nuestro escenario a la alza en el que EE. UU. evita una recesión por completo, esperaríamos un crecimiento de México de alrededor del 2% en 2023.

No es sorprendente que el crecimiento de México esté altamente correlacionado con el crecimiento de EE.UU., dado que el 70% de las exportaciones mexicanas están destinadas a EE.UU. De hecho, el fuerte crecimiento de las exportaciones es lo que impulsó el crecimiento de México a pesar del lento consumo interno durante gran parte de la recuperación de la pandemia. Entonces, cuando Estados Unidos "estornuda", México se resfría bastante. Sin embargo, lo contrario también es cierto: cuando la economía de EE. UU. supera al resto del mundo, también lo hace México. Esta dinámica estuvo claramente en juego este año, ya que el peso mexicano está en camino de terminar este año como una de las monedas con mejor desempeño frente al dólar, mientras que muchas otras monedas sufrieron una presión

significativa de depreciación en medio de un crecimiento lento y choques de política monetaria. Una recesión en EE. UU. es el consenso entre los pronosticadores para 2023. Como tal, la perspectiva de consenso para México en 1.3% incluye una recesión en EE. UU. Esperamos que el crecimiento sea más fuerte, en 1.5%, que el consenso por dos razones. La primera es la probabilidad de que la línea de tiempo de la recesión de EE. UU. se retrase hasta la segunda mitad de 2023 (consulte la sección de EE.UU. para ver nuestra perspectiva) y posiblemente incluso hasta 2024 si el impulso económico actual del cuarto trimestre de EE. UU. (seguimiento a un ritmo superior a la tendencia de ~2,8%) se mantiene en el primer trimestre (**Figura 1**).

FIGURA 1:
El PIB de México se correlacionó con la producción industrial de los Estados Unidos con algunas excepciones notables.



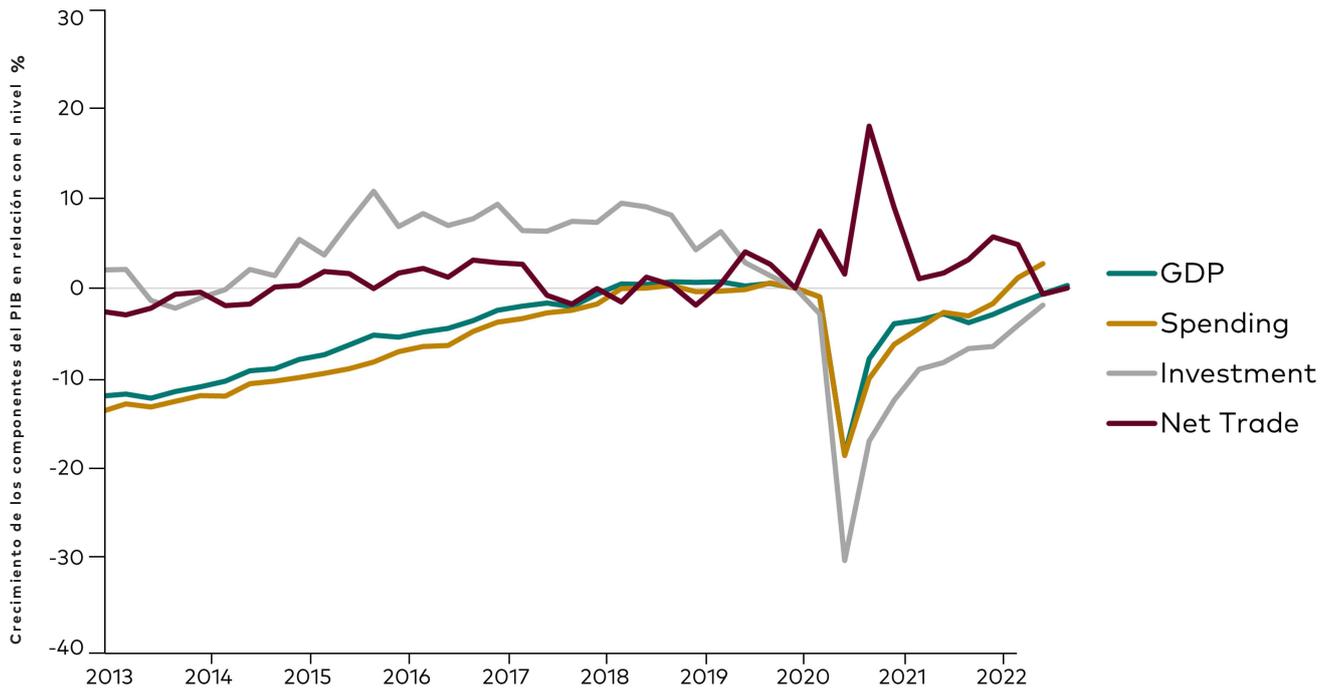
Fuente: Bloomberg. Datos a noviembre 2022

En segundo lugar, esperamos un crecimiento por encima del consenso a pesar de la expectativa del consenso de una recesión en EE. UU. porque vemos cierta resiliencia en la composición del crecimiento mexicano (**Figura 2**). Si bien las exportaciones impulsaron gran parte de la recuperación en 2021 y principios de 2022, el sólido gasto de los consumidores mexicanos impulsado por los salarios reales positivos y la sólida confianza de los consumidores que tomaron cartas en el asunto y han llevado a revisiones al alza del crecimiento a finales de 2022. Dada nuestra perspectiva de un

crecimiento resistente y una inflación moderada, se espera que el crecimiento del salario real en México continúe acelerándose, impulsando el gasto de consumo. Además, las remesas, impulsadas por el fuerte crecimiento de los salarios nominales de EE. UU., han crecido de manera impresionante en 2022. Dada nuestra opinión de una escasez estructural en el mercado laboral de EE. UU., en particular en los insectos que suelen albergar mano de obra inmigrante mexicana, esperamos que el flujo de remesas a México se mantenga fuerte en 2022 y apoyar el gasto de consumo.

FIGURA 2:

El comercio neto ya no es el principal contribuyente al crecimiento, ya que el consumo comienza a crecer por encima de la tendencia



Bloomberg: Bloomberg. Datos al 3T 2022

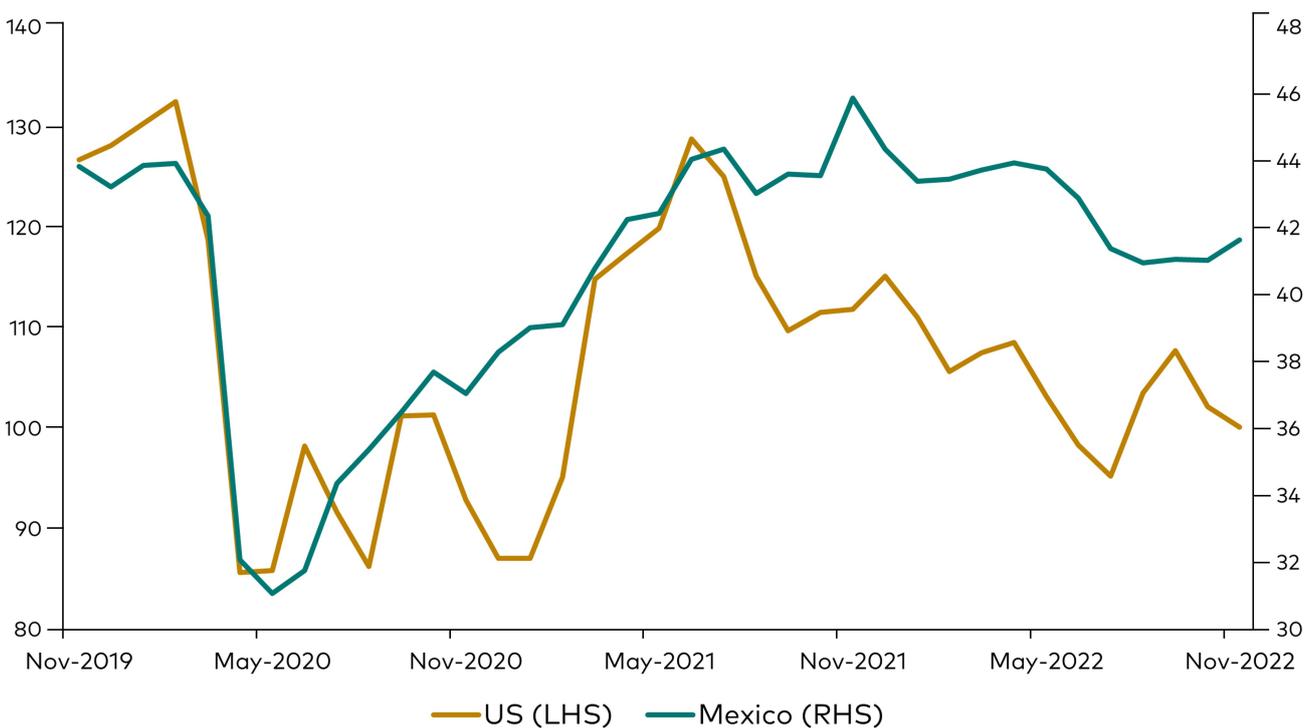
Notas: Las líneas representan el crecimiento de varios componentes del PIB de México en relación con su porcentaje de niveles previos a COVID.

Además, la inversión (IED) continúa por debajo de los niveles anteriores a Covid y ha restado valor a la recuperación de la pandemia hasta la fecha. Dada la aceleración de la actividad de near shoring, no esperamos que la inversión

se retrase en el futuro y buscaríamos que la inversión en México contribuyera positivamente al crecimiento en el mediano plazo y dejara de ser un contratista en 2023.

FIGURA 3:

Tendencias recientes de confianza del consumidor menos moderadas en México que en EE. UU.



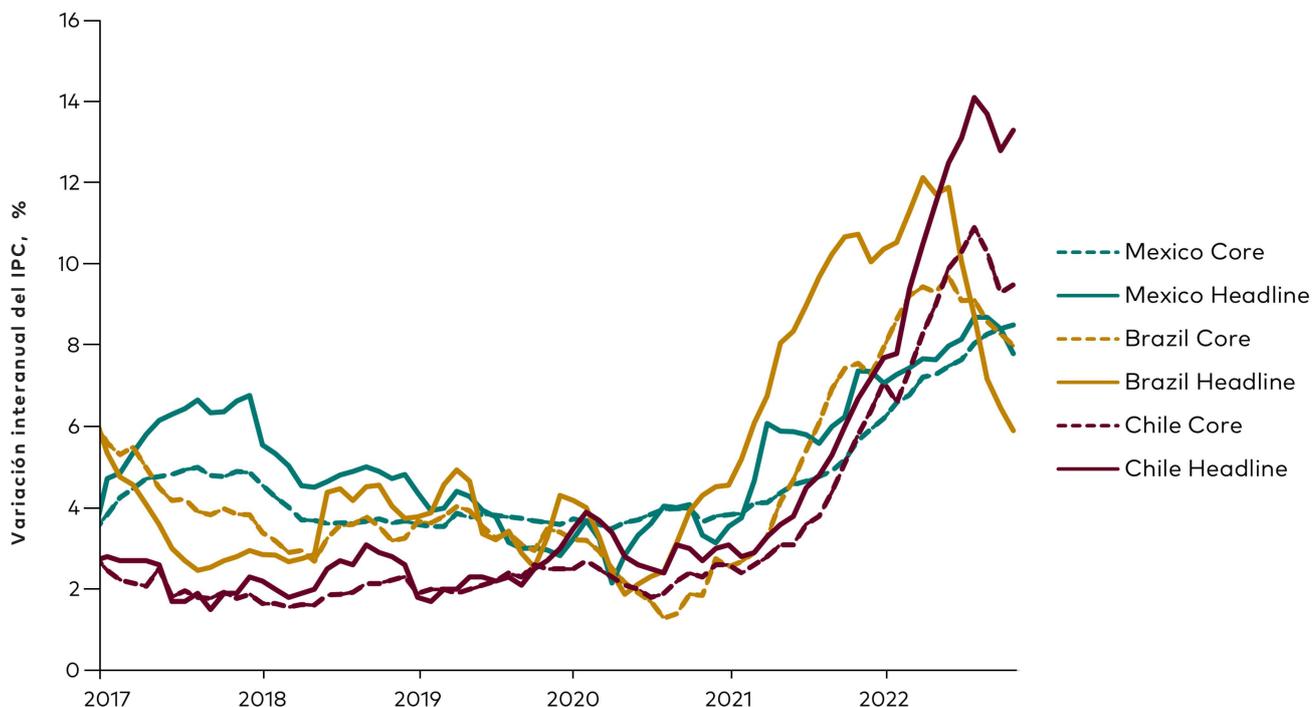
Fuente: Bloomberg. Datos a diciembre 2022

Incluso si se extiende el programa de la recesión de EE. UU., es posible que la producción industrial y la manufactura de EE. UU. se desaceleren a medida que los consumidores cambian el gasto de bienes a servicios. Sin embargo, no todas las recesiones manufactureras estadounidenses requieren una recesión mexicana. La confianza del consumidor se ha mantenido relativamente optimista en México en comparación con los EE.UU. durante el año pasado (**Figura 3**). En 2016, EE.UU. experimentó una contracción de la producción industrial que no hizo mella en el crecimiento del PIB mexicano. Dados los factores que respaldan el gasto de los consumidores mexicanos descritos anteriormente, esperaríamos que México supere una recesión manufacturera en los EE. UU. y logre un crecimiento del 1.5%, que aún está por debajo de la tendencia pero por encima de las estimaciones del consenso.

Si bien México podrá sortear una recesión si EE.UU. sufre una desaceleración en la producción, esperamos que el crecimiento mexicano sufra en una recesión profunda en EE. UU.¹ Esto informa nuestro pronóstico a la baja de un crecimiento del PIB del 0% en 2023 si EE.UU. entra en una recesión profunda. Si la

industria manufacturera de EE. UU. se estabiliza en los niveles actuales y evita una contracción, y si el flujo de IED mexicana aumenta considerablemente en 2023 a medida que se acelera la deslocalización en medio de la tensión geopolítica, podríamos ver un crecimiento del PIB mexicano superior a la tendencia de alrededor del 2%. Con un 8,5% interanual, la inflación subyacente de México está muy por encima del objetivo del banco central del 3% interanual. Dada la naturaleza de base amplia de la inflación mexicana y nuestra expectativa de un crecimiento mexicano relativamente sólido, pronosticamos una inflación interanual del 6% para fines de 2023 en comparación con una previsión de consenso del 5,7% interanual. Hasta el informe de más inflacionario de noviembre, la inflación mexicana parecía ser una de las más arraigadas en LatAm. Mientras que Brasil y Chile han visto claros picos de inflación en los últimos meses, la inflación mexicana parecía una obstinada trayectoria ascendente. Sin embargo, los datos mensuales y quincenales de noviembre mostraron un alivio de las presiones inflacionarias que han colocado la senda de inflación de México en una trayectoria descendente junto con sus pares regionales (**Figura 4**).

FIGURA 4:
Pico de inflación en Brasil y Chile más claro que en México



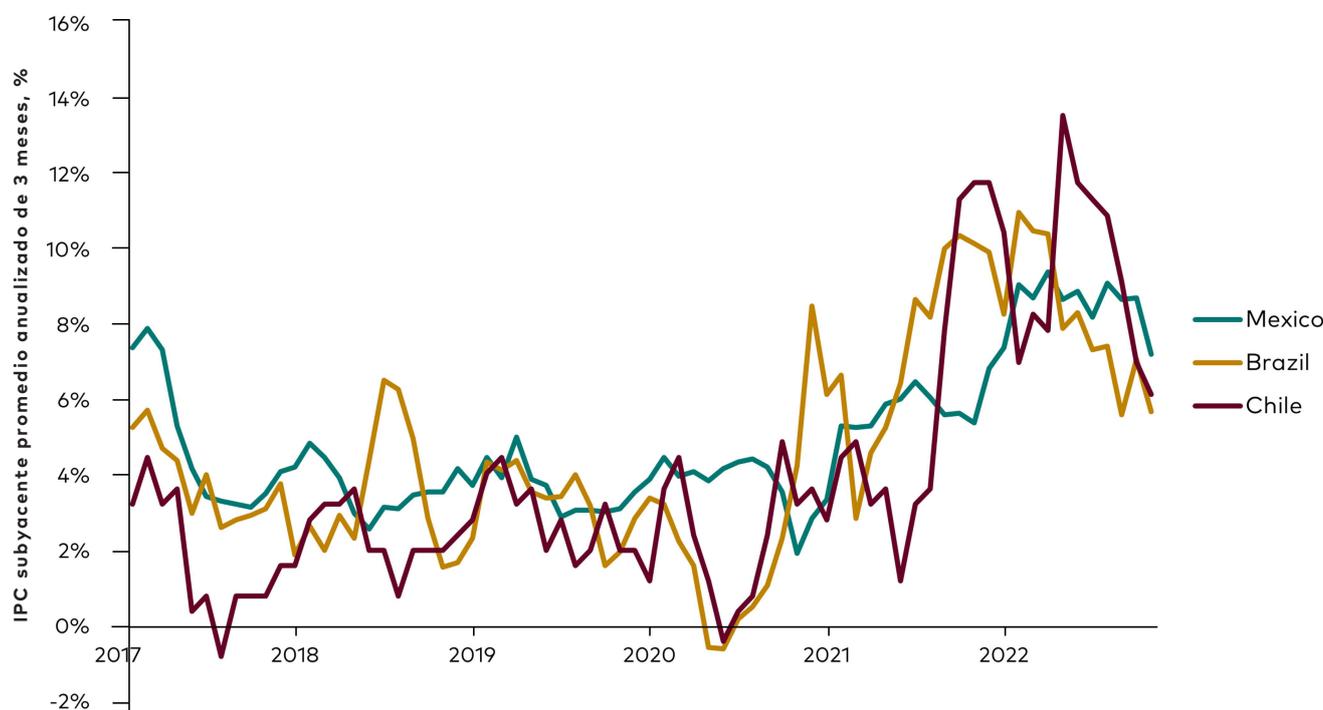
Fuente: Bloomberg. Datos a noviembre 2022

¹ Caracterizamos un escenario de recesión profunda en 2023 para EE. UU. como uno en el que la tasa de desempleo supera el 5,5 % y el crecimiento del PIB para el año cae por debajo del 0 % interanual

No obstante, la inflación subyacente continúa aumentando a un ritmo anualizado de alrededor del 7,5% sobre una base promedio móvil de tres meses (Figura 5). Dada nuestra expectativa de un crecimiento mexicano resistente y un gasto del consumidor estable en 2023, no esperamos el mismo tipo de alivio de la inflación que el consenso en México, lo que coloca nuestro pronóstico de inflación por encima del consenso. Los riesgos a la alza para nuestra perspectiva provienen de nuevos impactos en los precios de las materias primas derivadas de una escalonada

en la guerra en Ucrania o un crecimiento de China más rápido de lo esperado. En tal escenario, podríamos ver una reaceleración de la inflación hacia el 9% interanual para finales de 2023. En nuestro escenario a la baja, la inflación podría desacelerarse significativamente a medida que EE.UU. entra en una recesión total y el crecimiento y el consumo de México sufren con ello, en este escenario, esperaríamos una inflación de 4.5% para fines de 2023.

FIGURA 5:
Inflación subyacente comienza a desacelerarse en México tras datos de noviembre



Fuente: Bloomberg. Datos a diciembre 2022

Notas: Todas las tasas promedio anualizadas de 3 meses se basan en índices de inflación subyacente para las regiones etiquetadas

Habiendo comenzado su ciclo de alzas en 2021, muy por delante de la Fed de EE. UU. y otros bancos centrales del G10, Banxico ha seguido la ruta de alzas de la Fed durante la mayor parte de 2022, incluso en la reunión más reciente, siguiendo a la Fed al subir su tasa de referencia en 50 pb a 10,50%. Esperamos que Banxico continúe rastreando el camino de alzas de la Fed y aumente las tasas en otros 75 pb en total a 11,25%. Los riesgos para esta visión provienen principalmente de la trayectoria de la inflación.

Como se describió anteriormente, esperamos que la inflación caiga de la tasa actual de 8,5% interanual a alrededor de 6% interanual para fin de año, lo que constituye un endurecimiento de las condiciones financieras en 250 pb a medida que aumentan las tasas reales (Figura 6a y 6b). Contra eso, el mercado está valorando 130pb de recortes para fines de 2023, lo que lleva a un endurecimiento de las condiciones financieras de alrededor de 100pb.

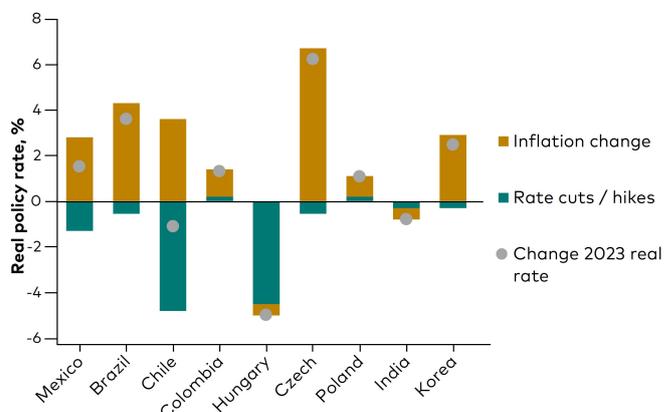
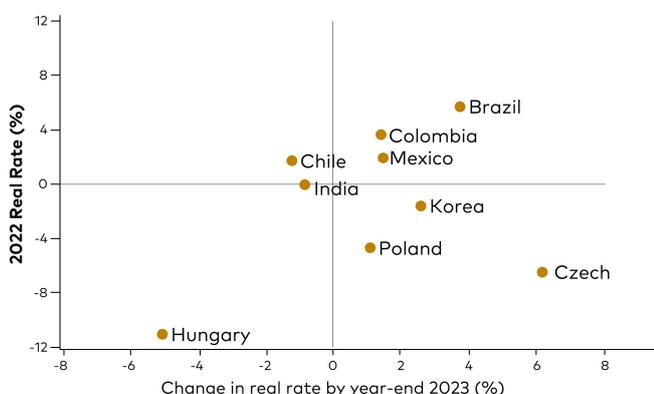
Dado el riesgo a la alza para la inflación de posibles choques de materias primas y una economía que tarda más en recuperarse de lo que espera el consenso, un endurecimiento de 100pb en las condiciones financieras es una suposición razonable, especialmente dada la sólida credibilidad y el compromiso de Banxico con la estabilidad de precios. Si la inflación cumple nuestro escenario a la baja de 4% de inflación,

esperaríamos otros 200pb de recortes de Banxico, llevando la tasa a alrededor de 7.75% para fines de 2023 para mantener las condiciones financieras igualmente ajustadas. En nuestro escenario de inflación donde la inflación se reaccelera a alrededor del 9%, esperaríamos que Banxico entregue al menos otros 50pb de aumentos además de los precios de mercado, llevando la tasa a 11.75% para fines de 2023.

FIGURA 6:

a. Los mercados están valorando al máximo el endurecimiento de las políticas en 2023 en los países con las políticas más estrictas en la actualidad...

b. Principalmente como una función de la caída de la inflación más rápido que los recortes de tasas con precios



Fuente: Bloomberg. Datos as diciembre 2022

Notas: La variación de la inflación (barras amarillas) representa la magnitud del endurecimiento implícito de las condiciones financieras a medida que aumentan los tipos reales cuando cae la inflación. Los recortes/aumentos de tasas (barras azules) representan la magnitud del endurecimiento esperado de las decisiones de política del banco central.

Como se describió anteriormente, después de compensar la inflación y los movimientos de la política de Banxico, esperamos que la tasa real en México aumente alrededor de 100pb en 2023 dado el fuerte compromiso de Banxico de reducir la inflación a la meta en el mediano plazo. Además, nuestro pronóstico de crecimiento se basa en los riesgos de que el crecimiento de EE. UU. esté sesgado hacia una mayor resistencia que las estimaciones del consenso, lo que lleva a una mayor acción de la Fed y, por lo tanto, de Banxico, lo que respalda aún más el peso mexicano o "MXN". Sin embargo, el peso también se ha fortalecido sustancialmente a lo largo de 2022 y, al parecer excepcionalmente barato sobre la base del tipo de cambio efectivo real (REER) en relación con sus pares de LATAM, esta brecha de valoración se ha cerrado un poco desde que el MXN se convirtió en

una de las monedas con mejor desempeño en 2022. En general, esperamos que el MXN permanezca dentro del rango entre 19.50 y 20.50 por dólar estadounidense o "USD" durante la mayor parte de 2023 como fuerzas de la depreciación (sobre todo la valoración) se compensa uniformemente con las fuerzas de la apreciación (crecimiento mexicano resistente y aumentos adicionales de la tasa real). No vemos grandes riesgos a la baja o al alza para nuestra perspectiva dado el compromiso de Banxico con la estabilidad del flujo de capital y esperamos que el banco compense una inflación más alta con más aumentos de tasas, así como también alivie la inflación con recortes de tasas modestos, manteniendo nuestro objetivo de aumento de la tasa real de 100pb en 2023.

FIGURA 7:
10 years Equity returns and volatility projections

	5to percentil	25vo percentil	50vo percentil	75vo percentil	95vo percentil	Volatilidad Media
Renta variable mexicana	-1.0%	4.5%	8.4%	12.4%	18.4%	29.2%
Renta variable mexicana con cobertura	-2.4%	4.4%	9.5%	15.2%	26.8%	24.3%
Renta variable mexicana sin cobertura	4.0%	8.5%	11.5%	14.5%	19.1%	18.6%
Global Ex. EE.UU. con cobertura	0.8%	7.1%	11.9%	17.7%	29.8%	24.1%
Global Ex. EE.UU. peso con cobertura desarrollado	6.8%	11.1%	14.1%	17.3%	21.9%	18.3%
Acciones de mercados emergentes sin cobertura	-1.6%	6.2%	11.8%	17.8%	29.5%	31.7%

Notas: El pronóstico corresponde a la distribución de 10,000 simulaciones de VCMM para rendimientos nominales anualizados a diez años al 30 de septiembre de 2022 en pesos para las clases de activos que se muestran. La volatilidad mediana es el percentil 50 de la distribución de la desviación estándar anualizada de los rendimientos de una clase de activo. Consulte el título de la sección del apéndice "Index benchmarks" para obtener más detalles sobre las clases de activos. **Fuentes:** Cálculos de Vanguard al 30 de septiembre de 2022

Las proyecciones de rentabilidad de las acciones han mejorado en general en comparación con el año pasado debido a la mejora en las valoraciones del mercado. Las proyecciones de rendimiento de las acciones mexicanas durante la próxima década han aumentado a (7.9%-8.9%) en comparación con (5.9%-6.9%) el año pasado. Del mismo modo, las proyecciones de rendimiento durante la próxima década para las acciones de EE. UU. y Global-Ex-U.S. han ascendido a (9.0%-10.0%) y (11.4%-12.4%) respectivamente, un aumento promedio de 240 pbs. Proyectamos que las acciones estadounidenses y globales tengan una tasa de rendimiento anual promedio más alta durante los próximos 10 años

en comparación con las acciones mexicanas. Además, se proyecta que las acciones no mexicanas tengan una menor volatilidad en comparación con las acciones mexicanas. Proyectamos que las acciones de los mercados emergentes tendrán una tasa de rendimiento anual promedio más alta durante los próximos 10 años que las acciones mexicanas y estadounidenses; sin embargo, también proyectamos una tasa de volatilidad más alta. En general, la exposición al peso aumenta la volatilidad de un activo en nuestras proyecciones de rendimiento promedio de 10 años.

FIGURA 8:
Proyecciones de rentabilidad y volatilidad de la renta fija a 10 años

	5th percentil	25th percentil	50th percentil	75th percentil	95th percentil	Volatilidad Media
Bonos soberanos mexicanos	9.1%	10.5%	11.5%	12.6%	14.1%	12.6%
EE.UU. (agregado) peso con cobertura	6.8%	8.9%	10.4%	11.9%	14.1%	6.3%
EE.UU. (agregado) peso sin cobertura	-0.7%	4.2%	8.2%	13.0%	23.6%	16.7%
Global (agregado) peso con cobertura	6.0%	8.6%	10.5%	12.4%	15.1%	7.4%
Global (agregado) peso sin cobertura	-0.7%	4.2%	8.0%	12.8%	23.1%	16.1%
México (efectivo)	7.0%	8.6%	9.7%	10.8%	12.4%	2.4%
México (inf.)	1.9%	2.7%	3.3%	3.9%	4.7%	1.9%

Notas: El pronóstico corresponde a la distribución de 10,000 simulaciones de VCMM para rendimientos nominales anualizados a diez años en pesos para las clases de activos resaltadas aquí. La volatilidad mediana es el percentil 50 de la distribución de la desviación estándar anualizada de los rendimientos de una clase de activos. Consulte la sección del apéndice titulada Índices de referencia para obtener más detalles sobre las clases de activos. **Fuentes:** Cálculos de Vanguard al 30 de septiembre de 2022

El aumento de las tasas de interés globales también ha mejorado las proyecciones de rendimiento en la renta fija. En comparación con el año pasado, las proyecciones de rendimiento durante la década en los bonos soberanos de México han mejorado en 400 pb a (11%-12%). Los rendimientos de los bonos agregados de EE. UU. (con cobertura) y los bonos globales (con cobertura) también han mejorado en comparación con el año pasado a (9.9%-10.9%) y (10%-11%) respectivamente. En todas las clases de activos, nuestras proyecciones de rendimiento de

de renta fija también favorecen la cobertura de divisas sobre la exposición al peso MXN. Además, al igual que las acciones, la exposición al MXN aumenta la volatilidad de una inversión durante 10 años en promedio.

El diferencial de rendimiento de la renta fija mexicana frente a la internacional es similar al de las acciones. Se proyecta que los bonos soberanos mexicanos ofrezcan un rendimiento sustancial sobre una base anual promedio durante los próximos diez años.

Mercados emergentes: La resiliencia del crecimiento principal se encuentra con la divergencia económica subyacente

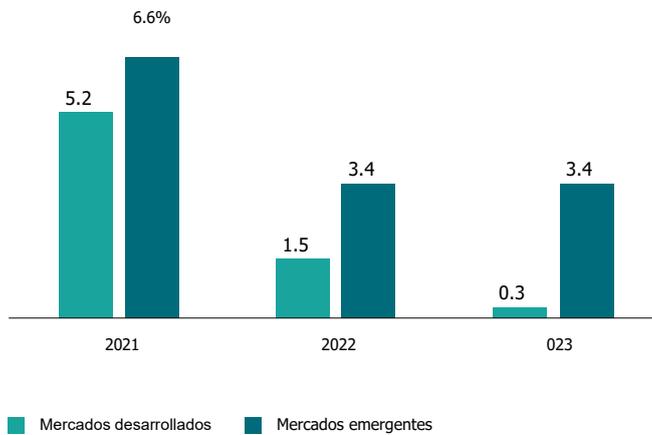
La historia de los mercados emergentes (EM) en 2022 ha sido una de resiliencia notable (**Figura I-28a**) no obstante la miríada de sacudidas macroeconómicas. Aunque los precios de los alimentos y la energía suben, las condiciones financieras se endurecen de manera importante y el crecimiento chino fue decepcionante, el crecimiento, el tipo de cambio y la inflación de los mercados emergentes no han tenido un desempeño inferior al de los mercados desarrollados. Sin embargo, la resiliencia general relativa enmascara la divergencia regional (**Figura I-28b**).

Esperamos que el crecimiento de los mercados emergentes de 3.4% en 2023 tendrá un desempeño significativamente mejor que el crecimiento de los mercados desarrollados de 0.3%, pero es probable que, una vez más, observemos una divergencia marcada entre las regiones. Si bien Asia se beneficiará de un repunte cíclico en China y de la inflación en caída, el mercado emergente europeo continuará enfrentando presiones inflacionarias derivadas del suministro incierto de energía y de un escenario de crecimiento debilitado en Europa. En América Latina, es probable que el crecimiento decepcione al consenso dado que el crecimiento estadounidense se desacelera de manera importante en 2023, lo que impulsa a los bancos centrales a ajustar las tasas determinadas por política a la baja, que ahora se ubican en niveles muy elevados.

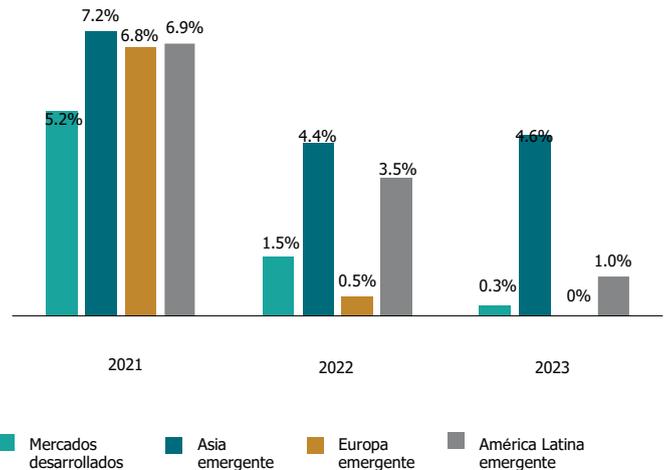
FIGURA I-28

Fortunas divergentes de las economías de los mercados emergentes

a. En 2023, el crecimiento del PIB de los mercados emergentes se mantendrá resiliente en relación con el crecimiento de los mercados desarrollados.



b. Sin embargo, esperamos que en 2023 continúe una divergencia importante entre las regiones.



Nota: Pronósticos de Vanguard para 2022 y 2023.

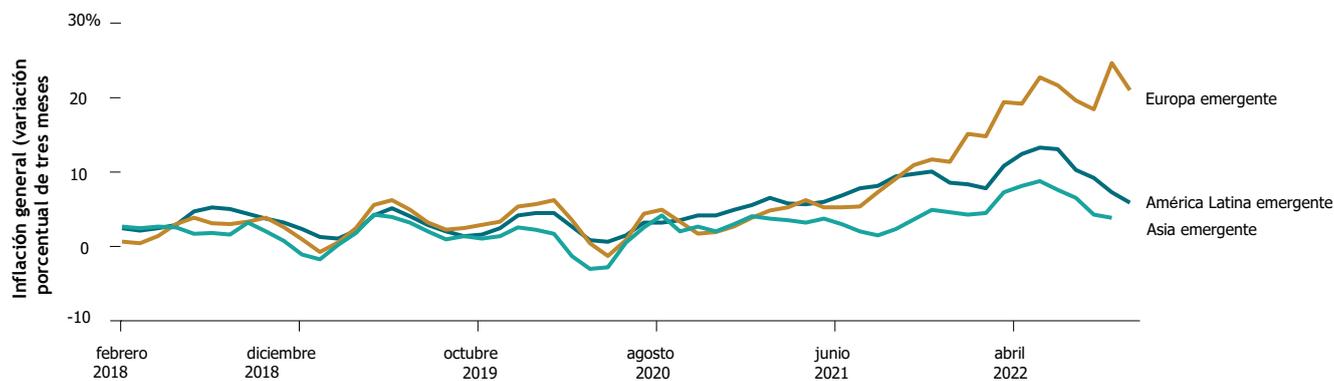
Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Thomson Reuters Datastream, al 31 de octubre de 2022.

Nuestra perspectiva para la región de América Latina que se ubica por debajo del consenso está determinada por algunos factores. En primer lugar, esto tiene que ver con nuestra perspectiva por debajo del consenso para el crecimiento de los Estados Unidos. De las exportaciones mexicanas, 70% están dirigidas a Estados Unidos y las exportaciones mexicanas se correlacionan en gran medida con el ciclo de inventarios de los Estados Unidos (excluidos los automóviles). Después de una construcción sólida durante el último año, esperamos que el crecimiento del inventario se desacelere junto con la economía estadounidense que se ralentiza. Esto ejercerá presiones a la baja tanto en el crecimiento de México como en la cuenta corriente mexicana. En segundo lugar, América Latina es la única región de los mercados emergentes con tasas de interés determinadas por el Banco Central que se ubican por arriba de la inflación. Sin embargo, la inflación está cayendo con rapidez en muchas economías latinoamericanas. (Figura I-29). Esto significa que las tasas de interés serán incluso más restrictivas a los niveles actuales, con una mayor ralentización del crecimiento económico.

En los mercados emergentes de Asia, esperamos un crecimiento del PIB para 2023 de 4.6%, que se alinea en gran medida con el consenso. Nuestra opinión está determinada por dos fuerzas que se compensan. Nuestro pronóstico de un repunte cíclico en el crecimiento en China respalda una perspectiva de crecimiento positivo en los mercados emergentes asiáticos. Además, conforme la inflación caiga en los mercados emergentes asiáticos, esperamos que los bancos centrales pongan fin a su ciclo alcista, lo que apoyará el crecimiento. El crecimiento de las exportaciones de los mercados emergentes asiáticos ha sido un importante apoyo al crecimiento durante la recuperación de la pandemia. Consideramos que las expectativas del consenso de una mezcla de alzas modestas y recortes en las tasas y una inflación en gran medida sin cambios son razonables.

FIGURA I-29

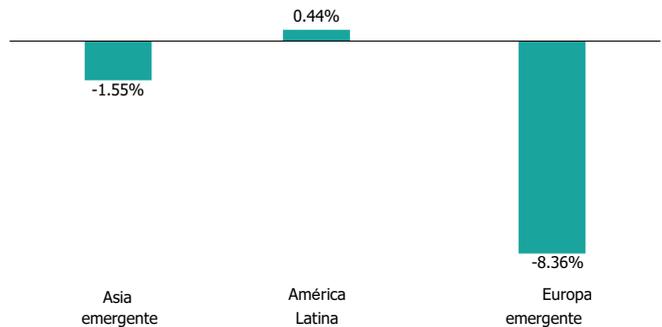
En este punto, la inflación en los mercados emergentes de Europa está determinada principalmente por la energía, mientras que la inflación tanto en los mercados emergentes de América Latina como de Asia parece ser más persistente.



Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Refinitiv, al 31 de octubre de 2022.

En los mercados emergentes europeos, esperamos que el crecimiento del PIB se presente sin cambios y se ubique en 0%, por debajo del consenso de 0.6%. Nuestra opinión por debajo del consenso está dirigida por nuestras perspectivas por debajo del consenso para los mercados desarrollados europeos así como por una perspectiva de inflación que esperamos se mantenga precaria durante todo 2023. La inflación en los mercados emergentes europeos continúa acelerándose, aunque se ha presentado un reciente periodo de gracia en la forma de subsidios en el precio de la energía. Estos caros subsidios pueden dar lugar a una ampliación de los déficits fiscales, lo que a su vez daría lugar a un mayor endurecimiento de las condiciones financieras y a un menor crecimiento. Si los gobiernos tratasen de limitar la expansión del déficit, es probable que el subsidio en el precio de la energía desplazaría otras prioridades en el gasto gubernamental, posiblemente limitando el crecimiento potencial. El gran riesgo para Europa es que si la inflación se mantuviera persistentemente elevada debido al déficit estructural de energía, los bancos centrales probablemente necesitarían continuar con la elevación en las tasas de interés para llevarlas a un territorio restrictivo. En la **Figura I-30** se muestra que las tasas de interés de los mercados emergentes europeos están todavía muy lejos de ser positivas sobre una base real, en contraste con sus pares de los mercados emergentes.

FIGURA I-30
Las tasas reales al contado en Europa se mantienen en un nivel profundamente negativo, mientras que las tasas latinoamericanas parecen aún tener espacio para disminuir



Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Refinitiv, al 31 de octubre de 2022.

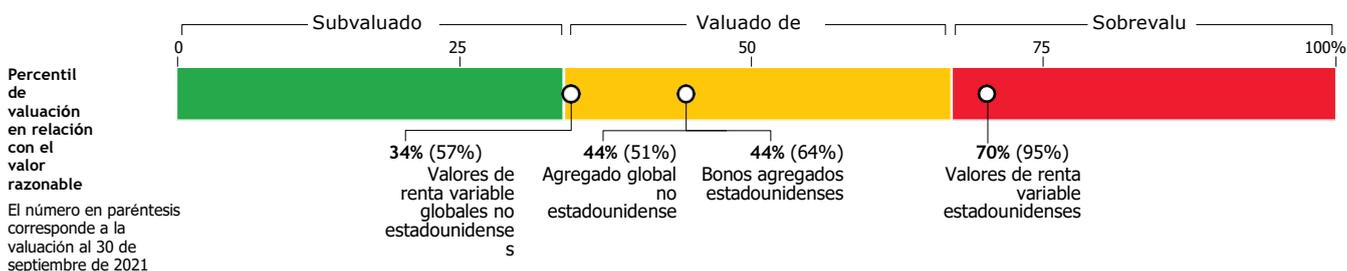
II. Panorama global de los mercados de capital

En nuestra perspectiva económica y de mercado para 2022, resaltamos los riesgos de los mercados de capital globales que se enfrentan derivados de presiones duales de las valuaciones elevadas de los valores de capital y de las tasas de interés que no reflejaban la gravedad de las presiones inflacionarias. Conforme inició el año, los mercados comenzaron a establecer un precio para este cambio y las tasas de descuento se elevaron. Las tasas de descuento al alza, aunado a las sacudidas geopolíticas y al crecimiento que se ralentiza, dio lugar a una venta masiva que fue notable no solo por su profundidad sino también por su amplitud y persistencia. Aunque es imposible decir con confianza cuándo tocarán fondo los mercados de valores de renta variable y de bonos, las valuaciones y los rendimientos son claramente más atractivos de lo que eran hace un año.

Con miras al futuro, nuestro panorama sobre los rendimientos —que ha estado en una trayectoria constante a la baja desde 2009— está apuntando hacia un alza. Esto es especialmente cierto para la renta fija, donde nuestros pronósticos para los bonos estadounidenses e internacionales son dos veces superiores a lo que eran hace un año. Para los valores de renta variable, las valuaciones estadounidenses son más atractivas con respecto al año pasado pero aún están por arriba de nuestra estimación del valor razonable. Sin embargo, los valores de renta variable internacionales se encuentran en el extremo bajo de nuestras estimaciones del valor razonable (**Figura II-1**).

FIGURA II -1

Las valuaciones de los valores de renta variable y los bonos son atractivas



Notas: La medida de la valuación estadounidense es el percentil de la razón actual precio ajustado cíclicamente/ganancias (CAPE) en relación con el CAPE del valor razonable para el índice compuesto de Standard & Poor's de 1940 a 1957 y el índice S&P 500 de 1957 al 30 de septiembre de 2022. Los valores de renta variable no estadounidenses globales son una mezcla de 70% para los mercados desarrollados/30% para los mercados emergentes. Las medidas de valuación de los valores de renta variable de los mercados desarrollados son el percentil del CAPE actual en relación con el CAPE del valor razonable para el índice MSCI local. La medida de valuación de los mercados desarrollados no estadounidenses es el promedio ponderado del mercado de los percentiles de valuación de cada una de las regiones (Australia, Reino Unido, área del euro, Japón y Canadá). Los mercados emergentes se basan en el rango del percentil en función de nuestro modelo de valor razonable relativo al mercado. Los bonos agregados estadounidenses son el promedio ponderado entre los percentiles de los créditos a mediano plazo y la valuación de los valores de la tesorería. La medida de valuación de los agregados globales no estadounidenses es el promedio ponderado del mercado de los percentiles de valuación de cada una de las regiones (Australia, Reino Unido, área del euro, Japón y Canadá). Los percentiles de valuación en paréntesis corresponden al ejercicio previo.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en el sitio web de Robert Shiller, en la dirección aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm, la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos, el Consejo de la Reserva Federal y Refinitiv, al 30 de septiembre de 2022 y al 30 de septiembre de 2021.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022 y al 30 de septiembre de 2021. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

Enfoque distintivo de Vanguard para realizar pronósticos

Para tratar el futuro con la deferencia que merece, Vanguard ha considerado desde hace mucho tiempo que los pronósticos del mercado se observan mejor en un marco probabilístico. Los objetivos principales de esta publicación son describir las distribuciones de los rendimientos proyectados a largo plazo que contribuyen a decisiones estratégicas de asignación de activos, así como presentar las razones detrás de los rangos y las probabilidades de los resultados potenciales.

En este análisis se presenta nuestro panorama global desde la perspectiva de un inversionista estadounidense con una cartera denominada en dólares.

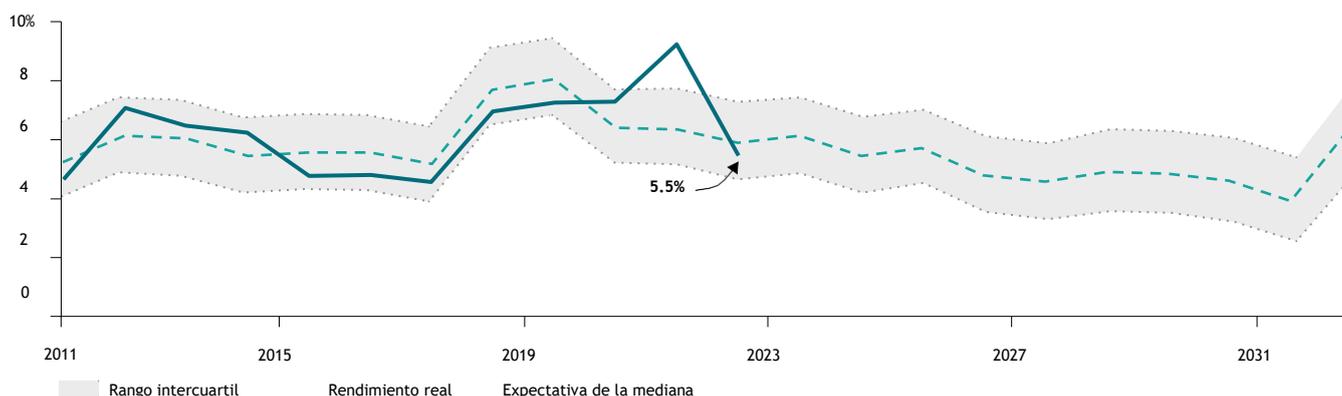
Una característica notable de la venta masiva en las acciones y bonos globales en 2022 fue el grado en que cayeron juntos.⁶ En la **Figura II-2** se muestra nuestra Perspectiva a 10 años y los rendimientos realizados para una cartera diversificada globalmente con 60% de acciones y 40% de bonos. Las valuaciones crecientes en los valores de renta variable en 2021 empujaron los rendimientos realizados por arriba de nuestro rango pronosticado de 10 años antes, pero las grandes pérdidas tanto en los valores de renta fija como en los de renta variable durante los últimos 12 meses han llevado esos rendimientos dentro del rango.

En la figura también se muestra que nuestra perspectiva sobre las acciones y bonos globales ha revertido su tendencia a la baja en la última década. Este panorama de rendimientos más elevados se debe en gran parte a las tasas de interés más elevadas para combatir la inflación, lo que provocó disminuciones en los precios de los activos a través de la valuación de los valores de renta variable y de los canales de rendimientos de los bonos. Estas fuerzas también aumentan las expectativas para la siguiente década, porque los rendimientos de la deuda soberana de los mercados desarrollados son el fundamento sobre el cual se construyen otros rendimientos riesgosos.

FIGURA II -2

Los rendimientos en una cartera equilibrada 60-40 ahora están más en línea con nuestra visión de hace 10 años.

Rendimientos anualizados de 10 años



Notas: En la gráfica se muestra el rendimiento anualizado real de 10 años de una cartera con una combinación 60/40 de acciones/bonos, comparada con el pronóstico del VCMM para la misma cartera realizado 10 años antes. Por ejemplo, el punto de datos de 2011 al inicio de la gráfica muestra el rendimiento real para el periodo de 10 años 2001–2011 (línea sólida) en comparación con el pronóstico del rendimiento a 10 años realizado en 2001 (línea punteada). Después de 2022, la línea punteada se amplía para mostrar cómo evolucionan nuestros pronósticos realizados entre 2013 y 2022 (con terminación entre 2023 y 2032). El rango intercuartil representa el área entre el percentil 25 y el 75 de la distribución de los rendimientos. La cartera contiene 36% de acciones estadounidenses, 24% de acciones internacionales, 28% de bonos estadounidenses y 12% de bonos internacionales. Vea los detalles adicionales de las clases de activos en la sección del Apéndice titulada "Índices para las simulaciones del VCMM".

Fuente: Cálculos de Vanguard, al 30 de septiembre de 2022.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

El desempeño pasado no garantiza rendimientos futuros. El desempeño de un índice no es una representación exacta de una inversión en particular, de modo que no puede invertir directamente en un índice.

6 Este desglose en la correlación fue desconcertante para muchos inversionistas y dio lugar a algunos cuestionamientos sobre si la cartera con 60% de acciones/40% de bonos aún tiene méritos como una herramienta de inversión. En nuestra investigación se encontró que las correlaciones se pueden mover de forma agresiva en horizontes de inversión más breves, pero que se requerirían periodos más prolongados de inflación sistemática para que las medidas de correlación a largo plazo—aquellas que afectan de manera más significativa los resultados de la cartera— se vuelvan positivas.

Mercados de renta fija globales: Siembra de las semillas para los días más luminosos por venir

El dolor de las crecientes tasas de interés se ha sentido de forma más aguda en los mercados globales de renta fija. Tanto el índice de bonos agregados estadounidenses de Bloomberg y el índice agregado global no estadounidense de Bloomberg (cubierto) ha disminuido más que en cualquier periodo de 12 meses en sus historias, 14.6% y 9.9% por abajo, para el ejercicio terminado el 30 de septiembre de 2022,

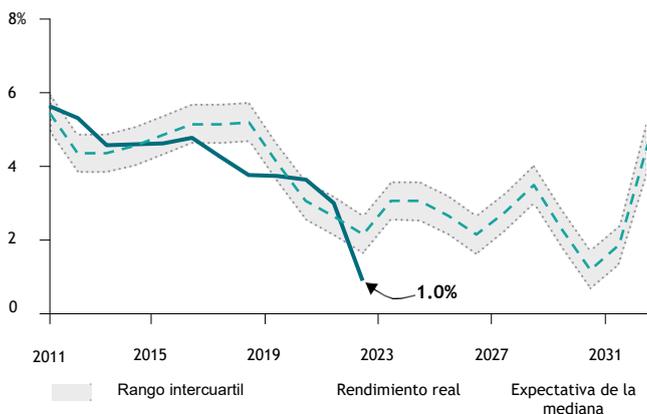
Respectivamente.⁷ Como se muestra en la **Figura II-3a**, la marcada disminución en los fondos estadounidenses —con el rendimiento de 12 meses derivado— redujo los rendimientos anualizados a 10 años en 2 puntos porcentuales. En la **Figura II-3b** se muestra una historia similar para los bonos internacionales. Sin embargo, las pérdidas ahí compensaron los rendimientos previos mayores y colocaron los resultados reales más en línea con nuestras expectativas de hace una década.

FIGURA II -3

Las tasas de interés crecientes crearon un dolor a corto plazo, pero han elevado nuestros pronósticos a largo plazo

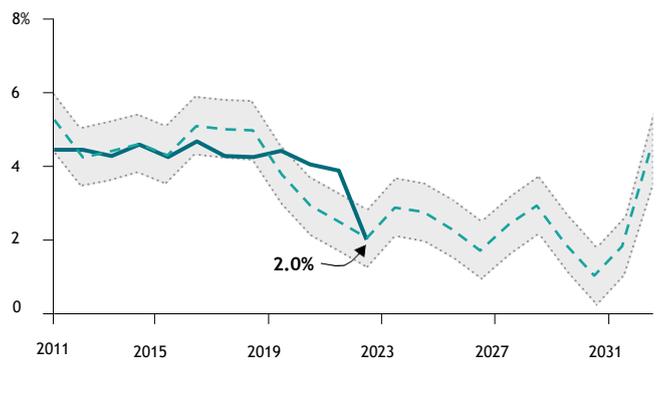
a. El más rápido crecimiento de la política en 40 años dio lugar a pérdidas sin precedentes para los fondos estadounidenses.

Rendimientos anualizados a 10 años



b. De manera similar, la cobertura de monedas compensa las grandes pérdidas en los bonos internacionales para los inversionistas estadounidenses.

Rendimientos anualizados a 10 años



Notas: En la Figura II-3a se muestra el rendimiento real anualizado a 10 años de los bonos estadounidenses, en comparación con el pronóstico del VCMM de 10 años antes. En la Figura II-3b se muestra el rendimiento real anualizado a 10 años de los bonos internacionales en dólares estadounidenses cubiertos, en comparación con el pronóstico del VCMM de 10 años antes. Por ejemplo, el punto de datos de 2011

al inicio de cada una de las gráficas muestra el rendimiento real para el periodo de 10 años 2001–2011 (línea sólida) en comparación con el pronóstico del rendimiento a 10 años realizado en 2001 (línea punteada). Después de 2022, la línea punteada se amplía para mostrar cómo evolucionan nuestros pronósticos realizados entre 2013 y 2022 (con terminación entre 2023 y 2032). El rango intercuartil representa el área entre el percentil 25 y el 75 de la distribución de los rendimientos. Vea los detalles adicionales de las clases de activos en la sección del Apéndice titulada “Índices para las simulaciones del VCMM”.

Fuente: Cálculos de Vanguard, al 30 de septiembre de 2022.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

El desempeño pasado no garantiza rendimientos futuros. El desempeño de un índice no es una representación exacta de una inversión en particular, de modo que no puede invertir directamente en un índice.

⁷ Los datos de los rendimientos comienzan en 1975 para el índice de bonos agregados estadounidenses de Bloomberg y en 2000 para el índice global agregado no estadounidense cubierto de Bloomberg.

Aunque las tasas de interés crecientes han creado un dolor en el corto plazo para los inversionistas de renta fija, esperamos que quienes tienen horizontes de inversión lo suficientemente largos tendrán más riqueza al final del plazo, para fines de la década, que quienes simplemente realizaron nuestro pronóstico de inversiones de fines del año pasado (Figura II-4). Esto es por el efecto de la duración. Cuando las tasas de interés suben, los bonos bajan su precio de inmediato. Sin embargo, los flujos de efectivo pueden entonces reinvertirse a tasas más elevadas. Dado el tiempo suficiente, el ingreso aumentado de los pagos más elevados de los cupones compensará la disminución en el precio y el rendimiento total del inversionista deberá incrementarse.

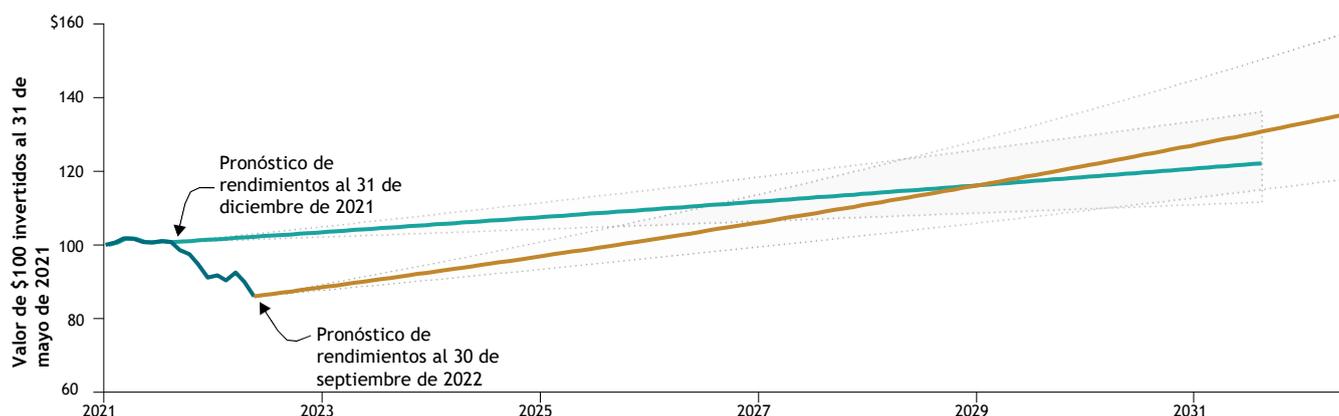
Por supuesto, no están garantizados mayores rendimientos. La mediana de este análisis se obtiene a partir de la información de la trayectoria de los rendimientos implícitos a partir de la curva de rendimientos a futuro. En la Figura II-4 se muestra que existe una posibilidad de que los inversionistas pudieran no tener una mayor riqueza al final de la década porque las tasas de interés continuarán elevándose durante toda la siguiente

década. Pero este análisis debe dar razones a los inversionistas a largo plazo para ser optimistas respecto de los prospectos de sus carteras de renta fija

Con un telón de fondo de tasas que crecen con rapidez, nuestro panorama sobre el rendimiento de los valores de renta fija para la siguiente década (Figura II-5a) es significativamente mejor que las proyecciones del último año, en 4.1%–5.1%, con base en valuaciones más atractivas (Figura II-5b). Los rendimientos esperados para bonos no estadounidenses en moneda local son menores a aquellos de los bonos estadounidense a la luz de los rendimientos relativamente menores en los mercados desarrollados no estadounidenses, pero las diferencias son insignificantes una vez que contabilizamos los impactos monetarios. Además, la diversificación a través de la exposición a bonos no estadounidenses cubiertos debe ayudar a compensar algo del riesgo específico para los mercados de renta fija estadounidenses (Philips y otros, 2014). Los bonos estadounidenses con grado de inversión extensos deben superar el desempeño de los bonos de la Tesorería estadounidense en 1.1 puntos porcentuales, en forma anualizada. De manera importante, si bien los rendimientos recientes han cuestionado el papel de la renta fija en una cartera, continuamos considerando que su inclusión se justifica como un estabilizador de la cartera y diversificador a largo plazo.⁸

FIGURA II -4

Esperamos que los inversionistas sean más ricos debido a la compensación y no a pesar de ella



Notas: En la gráfica se muestra los del índice de bonos agregados estadounidenses de Bloomberg, junto con el pronóstico de Vanguard para los rendimientos acumulativos durante los siguientes 10 años al 31 de diciembre de 2021 y el 30 de septiembre de 2022. Las líneas punteadas representan los percentiles 10 y 90 de la distribución pronosticada. Los datos son al 30 de septiembre de 2022.

Fuentes: Cálculos de Vanguard y Bloomberg, al 30 de septiembre de 2022.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 31 de diciembre de 2021 y al 30 de septiembre de 2022. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

El desempeño pasado no garantiza rendimientos futuros. El desempeño de un índice no es una representación exacta de una inversión en particular, de modo que no puede invertir directamente en un índice.

⁸ No obstante la venta masiva histórica de los valores de renta variable en 2022, su inclusión en la cartera aún mejoró los resultados, debido a que los bonos son un activo de volatilidad menor. En nuestra investigación (Wu y otros, 2021) se encontró que la asignación de activos importa más que el régimen de correlación cuando se estiman los resultados en un horizonte a largo plazo.

FIGURA II -5

Los brotes verdes de rendimientos más elevados en los bonos

a. Las tasas más elevadas han empujado más arriba los rendimientos de los bonos

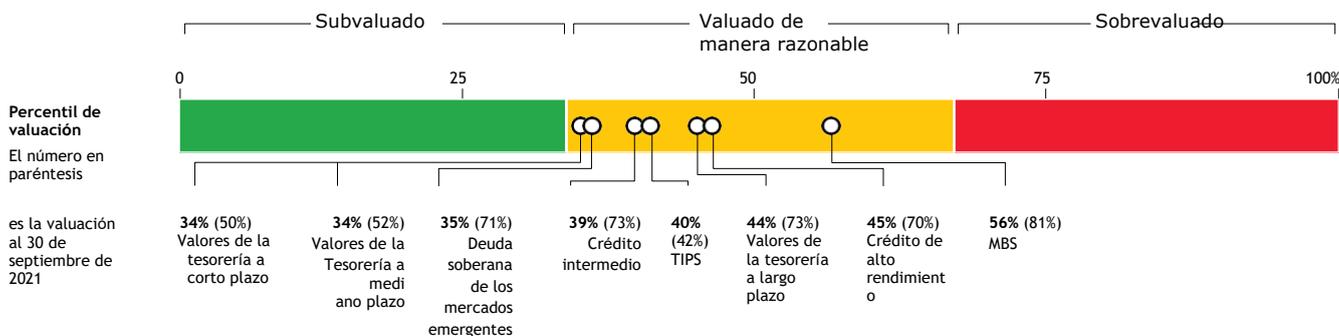
	Percentil 5	Percentil 25	Percentil 50	Percentil 75	Percentil 95	Volatilidad de la mediana
Bonos corporativos estadounidenses de rendimiento alto	4.5%	6.1%	7.1%	8.2%	9.8%	10.4%
Bonos soberanos emergentes	4.2	6.0	6.9	7.9	9.2	11.0
Bonos de la Tesorería de los EE. UU.	2.4	3.4	4.2	4.9	6.1	5.8
TIPS intermedios estadounidenses	1.4	2.6	3.7	4.8	6.6	5.0
Bonos estadounidenses	2.9	3.9	4.6	5.3	6.5	5.6
Valores estadounidenses respaldados por hipotecas	2.7	4.0	4.8	5.5	6.4	4.7
Bonos globales no estadounidenses (cubiertos)	2.4	3.6	4.5	5.4	6.9	4.4
Inflación de los Estados Unidos	0.3	1.6	2.5	3.3	4.6	2.3
Efectivo en los Estados Unidos	1.7%	2.9	3.9	4.9	6.4	1.4

Notas: Los pronósticos corresponden a la distribución de 10,000 simulaciones del VCMM para rendimientos nominales anualizados a 10 años en dólares estadounidenses para clases de activos resaltadas aquí. La volatilidad de la mediana es el percentil 50 de una distribución de la desviación estándar anualizada de los rendimientos de la clase de activos. Los rendimientos de la clase de activos no toman en cuenta las comisiones ni los gastos de administración ni reflejan el efecto de los impuestos. Los rendimientos reflejan la reinversión de los dividendos y las ganancias de capital. Los índices no se administran; por lo tanto, no es posible una inversión directa. Vea los detalles adicionales de las clases de activos en la sección del Apéndice titulada "Índices para las simulaciones del VCMM". La inflación de los Estados Unidos es el promedio de 10 años del IPC general estadounidense interanual

Fuente: Cálculos de Vanguard, al 30 de septiembre de 2022.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

b. Los instrumentos de renta variable están valuados en forma razonable.



Notas: Las valuaciones del crédito (soberano de mercados emergentes, de alto rendimiento e intermedio) y de los valores respaldados por hipotecas (MBS) se basan en los diferenciales actuales relativos al año 30. La valuación de la Tesorería es el promedio ponderado por duración de las tasas clave de nuestro modelo de valor razonable fundamental de propiedad exclusiva. Los valores de la Tesorería protegidos contra la inflación (TIPS) se calculan utilizando la expectativa de la inflación anualizada para 10 años a futuro en relación con los años 21-30. Los percentiles de valuación en paréntesis corresponden al ejercicio previo.

Fuente: Cálculos de Vanguard, al 30 de septiembre de 2022 y al 30 de septiembre de 2021.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022 y al 30 de septiembre de 2021. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

Tasas de interés estadounidenses: Las valuaciones son atractivas Después de una subida de hasta 260 puntos base en 2022, el rendimiento de los instrumentos de la tesorería de los años ha operado en un rango de 3.7%–4.3%, mientras el mercado intenta determinar la dirección de la política de la Fed. Sin embargo, consideramos que la tasa terminal y el tiempo que se mantenga la política en ese nivel será lo que importe en última instancia para los rendimientos de los instrumentos de la Tesorería de los Estados Unidos. Con base en las condiciones económicas actuales y en los lineamientos de la política de la Fed, nuestro modelo del valor razonable de la Tesorería sugiere que la curva de rendimiento se encuentra dentro de nuestro rango de valor razonable.⁹

La evolución del valor razonable dependerá en gran medida de la dirección de la inflación, de la respuesta de la Fed y de las expectativas del mercado sobre las tasas futuras establecidas por política. En la **Figura II-6** se muestra el impacto esperado del pronóstico de la inflación y de la tasa para fondos federales de nuestro equipo de economía en el rendimiento de los instrumentos de la Tesorería a 10 años durante los siguientes tres años.

FIGURA II -6

Es posible tener rendimientos más elevados a largo plazo, pero es probable que cualquier desviación por arriba de los promedios históricos sea breve



Notas: En la gráfica se muestra el rendimiento real de los valores de la Tesorería a 10 años cotizados sobre una base de vencimiento constante desde 1995, así como el pronóstico de Vanguard con base en un rango de escenarios económicos. Los pronósticos se derivan de la especificación de un modelo estadístico que es un modelo de corrección de error de vectores de cinco variables, incluyendo el rendimiento de los valores de la Tesorería a 10 años, los primeros tres componentes principales de la matriz de covarianza para la inflación con seguimiento a 10 años, la inflación de los alimentos con seguimiento a 10 años, el crecimiento de las ganancias por hora seguimiento a 10 años, la tasa efectiva para los fondos federales y el tipo real con seguimiento a cinco años estimados durante el período de enero de 1979 al 30 de septiembre de 2022.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en los datos de FactSet, la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos, el Consejo de la Reserva Federal, Refinitiv y Global Financial Data.

⁹ Para obtener más detalles sobre nuestro modelo de atribución de la Tesorería, consulte Davis y otros, 2021.

En nuestro escenario de referencia —en el que la inflación cae durante todo 2023 pero se mantiene por arriba del objetivo del 2% de la Fed y la tasa para fondos federales eleva a 5% y se mantiene ahí durante los siguientes 12 meses antes de caer gradualmente a 2.5%— esperamos que el rendimiento a 10 años alcance un pico alrededor de sus recientes niveles más altos (4%–4.3%). En un escenario más pesimista —que se muestra en la parte superior de la banda gris en la Figura II-6— la lucha de la Fed en contra de la inflación le obliga a elevar las tasas tan alto como en 5.7%. En este escenario, el rendimiento a 10 años alcanzaría un pico tan elevado como de 5.5%. Si la lucha en contra de la inflación requiere menos acción de la Fed, es probable que el rendimiento a 10 años ya haya alcanzado su pico y esperaríamos menores rendimientos a 10 años conforme las tasas establecidas por política se normalizan con mayor rapidez. Independientemente del escenario, nuestra opinión de que la Fed triunfará en última instancia para llevar la inflación hacia abajo significa que será difícil para los rendimientos a largo plazo mantenerse por arriba de su promedio histórico de los últimos 35 años.

Las tasas de inflación a largo plazo esperadas que se pueden inferir a partir de valores de la Tesorería protegidos contra la inflación (TIPS) también sustentan esta opinión. Las tasas de inflación del punto de equilibrio llegaron a su pico en el primer semestre de 2022, conforme los precios de la energía alcanzaron niveles elevados récord, en 2.98% por año durante la siguiente década. Estas expectativas se han moderado desde entonces a 2.15%, al 30 de septiembre de 2022. Esto se ubica por debajo de nuestro pronóstico de la mediana de la inflación anualizada a 10 años del VCMM de 2.5% (ver la Figura II-5a), que nos lleva a ver la protección contra la inflación a más largo plazo como más barata en comparación con el último año pero dentro de nuestro rango de valor razonable (ver la Figura II-5b). Los rendimientos más elevados de los TIPS son un resultado de la inflación que excede las expectativas del mercado. Para ese fin, solo las sorpresas con una inflación al alza crearán oportunidades de rendimientos excedentes. Independientemente de su atractivo desde una perspectiva de la valuación en cualquier punto en el tiempo, los TIPS ofrecen cierto beneficio para los inversionistas a largo plazo que son sensibles al riesgo de inflación.

Bonos corporativos: Valuaciones más baratas, aunque los riesgos hacia el lado negativo se mantienen

No obstante un ritmo récord del endurecimiento de la Fed y un alza histórica en los rendimientos de los valores de la Tesorería en 2022, los diferenciales crediticios se han mantenido marcadamente resilientes. Nuestro marco del valor razonable, que se muestra en las Figuras II-7a y II-7b, utiliza las mismas cuatro variables para modelar los diferenciales de grado de inversión y de alto rendimiento, pero con este se ha descubierto que estas variables difieren en su importancia. Por ejemplo, ambos diferenciales de grado de inversión y de alto rendimiento son los más sensibles a las condiciones económicas, pero la pendiente de la curva de rendimiento importa más para el grado de inversión que para el rendimiento elevado. A la inversa, el alto rendimiento es más sensible para las variables fundamentales de la deuda corporativa dado su perfil crediticio más riesgoso.

Durante los últimos 12 meses, el empeoramiento de las condiciones económicas de la inflación y la lucha de la Fed para contener la han sido los actores principales que han empujado los diferenciales al alza. La política más restrictiva también está elevando el riesgo de una recesión, lo que lleva a la curva de rendimiento a invertirse y podría ejercer presión a la baja en las métricas de las utilidades y sustentabilidad de la deuda. Sin embargo, los sólidos balances generales han impedido que los diferenciales se amplíen aún más (en especial los de rendimientos elevados). Aunque los diferenciales de los bonos tanto de grado de inversión como de alto rendimiento se encuentran dentro de nuestro rango de valor razonable, es lógico esperar que pudieran ampliarse más dado nuestro panorama de condiciones económicas más débiles, las tasas de interés a corto plazo altas para combatir la invasión y un crecimiento más lento en las utilidades de las empresas.

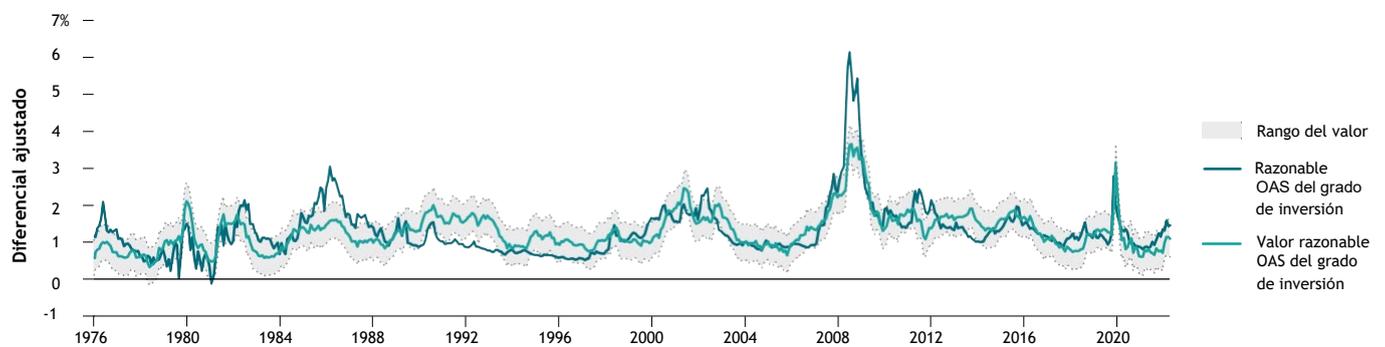
Durante la siguiente década, esperamos que los bonos de grado de inversión regresen a 4.8%–5.8% y que los bonos de alto rendimiento regresen a 6.6%–7.6% por año. Estos rendimientos no son distintos de nuestros rendimientos pronosticados para los valores de renta variable en la siguiente década, pero también vienen con una volatilidad similar a la de los valores de renta variable. Aunque esta volatilidad puede ser motivo de preocupación para los

inversionistas con horizontes de inversión más cortos, en nuestra investigación hemos encontrado que para los inversionistas con un horizonte lo suficientemente largo que buscan maximizar su riqueza al final del periodo, el crédito puede mejorar los resultados de la cartera. Esta mejora proviene de la prima de los créditos con respecto a los valores de la Tesorería y de su baja correlación con los valores de renta variable.¹⁰

FIGURA II -7

Los diferenciales crediticios se encuentran cerca de su valor razonable, pero los riesgos son elevados debido al ambiente macro

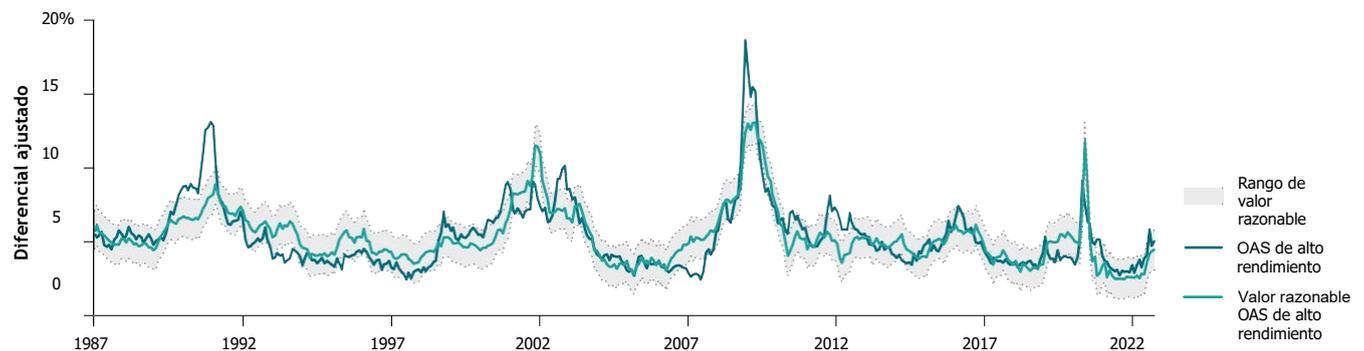
a. Grado de inversión



Notas: Los diferenciales crediticios del grado de inversión son los rendimientos de los bonos caracterizados por su bajo riesgo de incumplimiento (calificación crediticia por arriba de BBB-) por arriba del rendimiento en un valor de la Tesorería de la misma duración. Los datos son de julio de 1976 a junio de 2022. El valor razonable se especifica a través de un modelo de regresión de mínimos cuadrados ordinarios (OLS), en donde la variable dependiente es el diferencial ajustado por opciones (OAS) del grado de inversión del índice de grado de inversión corporativo estadounidense de Bloomberg y las variables explicativas (todas con un mes de rezago) son nuestro indicador económico principal propiedad exclusiva de Vanguard (VLEI), el rendimiento de los valores de la Tesorería a 10 años menos el rendimiento de los valores de la Tesorería dos años (pendiente de la curva de rendimientos), la razón deuda a utilidad (razón de la deuda estadounidense insoluta de sociedades no financieras a las utilidades antes de impuestos de empresas estadounidenses no financieras) y la variación interanual en las utilidades empresariales trimestrales.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Bloomberg, Refinitiv Datastream y Barclays Live, al 30 de septiembre de 2022.

b. Alto rendimiento



Notas: Los diferenciales crediticios de alto rendimiento son los rendimientos de los bonos caracterizados por su riesgo de incumplimiento elevado (calificación crediticia BB+ o menor) por arriba del rendimiento en un valor de la Tesorería de la misma duración. Los datos son de enero de 1976 a junio de 2022. El valor razonable se especifica a través de un modelo de regresión de mínimos cuadrados ordinarios (OLS), en donde la variable dependiente es el diferencial ajustado por opciones (OAS) del alto rendimiento del índice de alto rendimiento corporativo estadounidense de Bloomberg y las variables explicativas (todas con un mes de rezago) son nuestro indicador económico principal propiedad exclusiva de Vanguard (VLEI), el rendimiento de los valores de la Tesorería a 10 años menos el rendimiento de los valores de la Tesorería dos años (pendiente de la curva de rendimientos), la razón deuda a utilidad (razón de la deuda estadounidense insoluta de sociedades no financieras a las utilidades antes de impuestos de empresas estadounidenses no financieras) y la variación interanual en las utilidades empresariales trimestrales.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Bloomberg, Refinitiv Datastream y Barclays Live, al 30 de septiembre de 2022.

¹⁰ Nuestro pronóstico de VCMM parece indicar que las correlaciones de la mediana entre los valores de renta variable estadounidenses y los bonos de grado de inversión y alto rendimiento serán 0.22 y 0.31, respectivamente.

Mercados de capital globales: Normalización del panorama de los rendimientos

Este año, la venta masiva de los mercados de valores de renta variable ha sido indiscriminada. Los índices de valores de renta variable de mercados estadounidenses, desarrollados no estadounidenses y de mercados emergentes, todos, han registrado pérdidas superiores al 20% en los últimos nueve meses. Las disminuciones en la valuación fueron más pronunciadas en los mercados estadounidenses, pero un dólar que se fortalece significó que los inversionistas ubicados en los Estados Unidos realizaron pérdidas mayores en sus exposiciones a valores de renta variable internacionales no cubiertos en comparación con sus inversiones locales. Incluso aunque esto es negativo desde una perspectiva de rendimientos realizados a corto plazo, significa que la oportunidad global establecida ahora es más atractiva de lo que fue hace un año.

En las Figuras II-8a y II-8b se muestra que la venta masiva global está llevando los rendimientos estadounidenses más cerca de nuestros pronósticos de hace 10 años, pero que los valores de renta variable internacionales han continuado con un subdesempeño respecto de nuestras expectativas. Aunque existen discrepancias a nivel regional, nuestro pronóstico de hace 10 años para los valores de renta variable globales ha demostrado ser exacto.¹¹ Esto subraya los desafíos que enfrentan los inversionistas cuando inclinan su cartera en gran medida hacia una dirección y resalta los beneficios de la diversificación global.

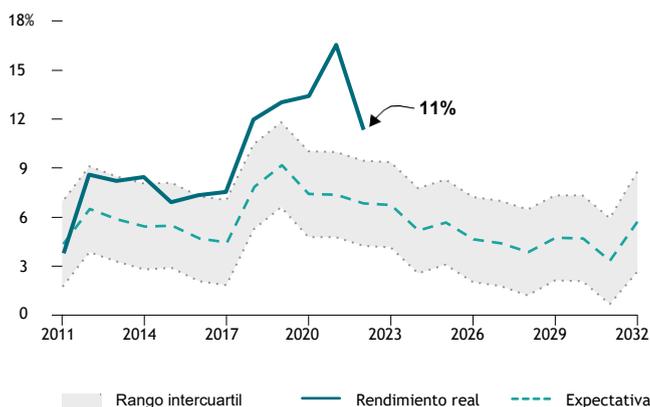
FIGURA II -8

Los inversionistas están evaluando su visión prometedora de los valores de renta variable, lo que está empujando nuestro panorama de los rendimientos a un nivel más alto

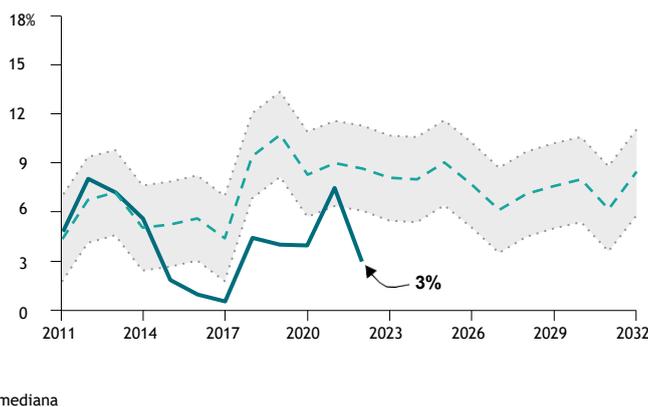
a. Los valores de renta variable estadounidenses están retrocediendo hacia nuestro pronóstico de hace una década.

b. Los valores de renta variable internacionales han continuado rezagados respecto de nuestras expectativas de hace una década.

Rendimientos anualizados a 10 años



Rendimientos anualizados a 10 años



Notas: En la Figura II-8a se muestra el rendimiento real anualizado a 10 años de los valores de renta variable estadounidenses, en comparación con el pronóstico del VCMM realizado 10 años antes. En la Figura II 8b se muestra el rendimiento real anualizado a 10 años de los valores de renta variable internacionales en comparación con el pronóstico del VCMM realizado 10 años antes. Por ejemplo, el punto de datos de 2011 al inicio de cada una de las gráficas muestra el rendimiento real para el periodo de 10 años 2001–2011 (línea sólida) en comparación con el pronóstico del rendimiento a 10 años realizado en 2001 (línea punteada). Después de 2022, la línea punteada se amplía para mostrar cómo evolucionan nuestros pronósticos realizados entre 2013 y 2022 (con terminación entre 2023 y 2032). El rango intercuartil representa el área entre el percentil 25 y el 75 de la distribución de los rendimientos. Vea los detalles adicionales de las clases de activos en la sección del Apéndice titulada “Índices para las simulaciones del VCMM”.

Fuente: Cálculos de Vanguard, al 30 de septiembre de 2022.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concierne a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

El desempeño pasado no garantiza rendimientos futuros. El desempeño de un índice no es una representación exacta de una inversión en particular, de modo que no puede invertir directamente en un índice.

¹¹ Nuestro pronóstico de la mediana para una cartera de valores de renta variable estadounidenses e internacionales ponderada por la capitalización del mercado para el periodo de 10 años del 30 de septiembre de 2012 al 30 de septiembre de 2022 fue de 7.6% por año y la misma cartera tuvo un rendimiento de 8% durante ese periodo.

En las Figuras II-9a y II-9b se muestran nuestras expectativas para los rendimientos de los valores de renta variable de inversionistas ubicados en los Estados Unidos, así como nuestra opinión de las valuaciones en mercados desarrollados y emergentes y con diversos factores. Nuestras valuaciones y marcos de pronóstico se pretenden para establecer expectativas a largo plazo.

Por consiguiente, la sobrevaluación (o subvaluación) no deben, en sí mismas, sugerir una acción a corto plazo por parte de los inversionistas. La construcción de carteras variantes a lo largo del tiempo debe equilibrar el riesgo y el rendimiento en un marco basado en la utilidad y requiere la aceptación del modelo y riesgo activo (Aliaga-Díaz y otros, 2022).

FIGURA II -9

Los rendimientos esperados son más elevados, pero aún vemos más oportunidades en el ámbito internacional

a. Panorama a 10 años del mercado de valores de renta variable: Establecimiento de expectativas razonables

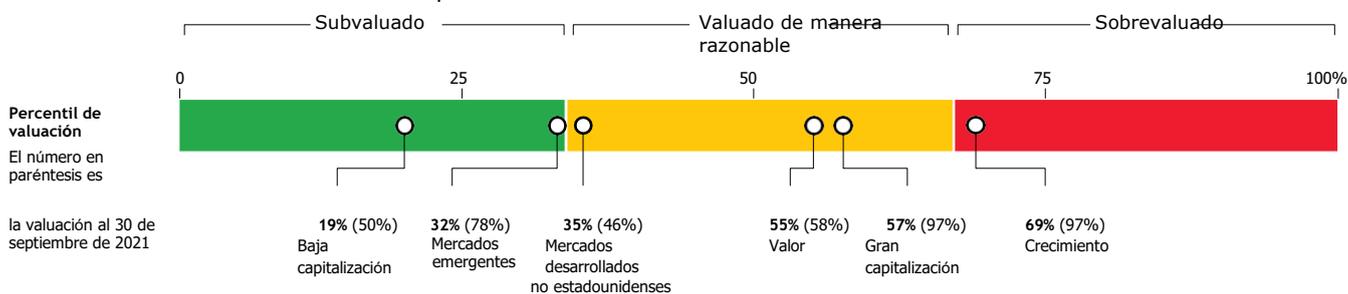
	Percentil 5	Percentil 25	Percentil 50	Percentil 75	Percentil 95	Volatilidad de la mediana
baja capitalización en EE. UU.	-2.6%	2.5%	6.1%	9.7%	15.1%	22.9%
Valor estadounidense	-2.7	2.2	5.7	9.1	14.2	19.8
REIT estadounidenses	-2.6	2.4	5.9	9.4	14.4	20.1
Valores de renta variable globales no estadounidenses	2.2	5.8	8.4	11.0	14.9	18.8
Crecimiento en EE. UU.	-3.4	1.0	4.1	7.1	11.6	18.6
Valores de renta variable estadounidenses	-1.3	2.8	5.7	8.6	12.9	17.4
Gran capitalización en EE. UU.	-1.5	2.7	5.6	8.5	12.8	17.1
Bienes fungibles	-13.0	-2.9	4.3	11.8	23.4	16.6

Notas: Los pronósticos corresponden a la distribución de 10,000 simulaciones del VCMM para rendimientos nominales anualizados a 10 años en dólares estadounidenses para clases de activos resaltadas aquí. La volatilidad de la mediana es el percentil 50 de una distribución de la desviación estándar anualizada de los rendimientos de la clase de activos. Los rendimientos de la clase de activos no toman en cuenta las comisiones ni los gastos de administración ni reflejan el efecto de los impuestos. Los rendimientos reflejan la reinversión de los dividendos y las ganancias de capital. Los índices no se administran; por lo tanto, no es posible una inversión directa. Vea los detalles adicionales de las clases de activos en la sección del Apéndice titulada "Índices para las simulaciones del VCMM".

Fuente: Cálculos de Vanguard, al 30 de septiembre de 2022.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

b. Las valuaciones son más atractivas que hace un año.



Notas: Con la excepción de los mercados emergentes y de los mercados desarrollados no estadounidenses, las valuaciones se relacionan con valores de renta variable estadounidenses, con la base en el percentil 50. El crecimiento, el valor y la baja capitalización se basan en el rango del percentil en función de nuestro modelo de valor razonable relativo al mercado. Las valuaciones de gran capitalización son medidas de valuación compuestas del factor de estilo para las valuaciones relativas estadounidenses y el percentil de la razón actual precio ajustado cíclicamente en EE. UU./ganancias (CAPE) en relación con su CAPE de valor razonable. La medida de valuación de los mercados desarrollados no estadounidenses es el promedio ponderado del mercado de los percentiles de valuación de cada una de las regiones (Australia, Reino Unido, área del euro, Japón y Canadá). Los mercados emergentes se basan en el rango del percentil en función de nuestro modelo de valor razonable relativo al mercado. Los percentiles de valuación en paréntesis corresponden al ejercicio previo.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en el sitio web de Robert Shiller, en la dirección aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm, la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos, el Consejo de la Reserva Federal y Refinitiv, al 30 de septiembre de 2022 y al 30 de septiembre de 2021.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022 y al 30 de septiembre de 2021. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

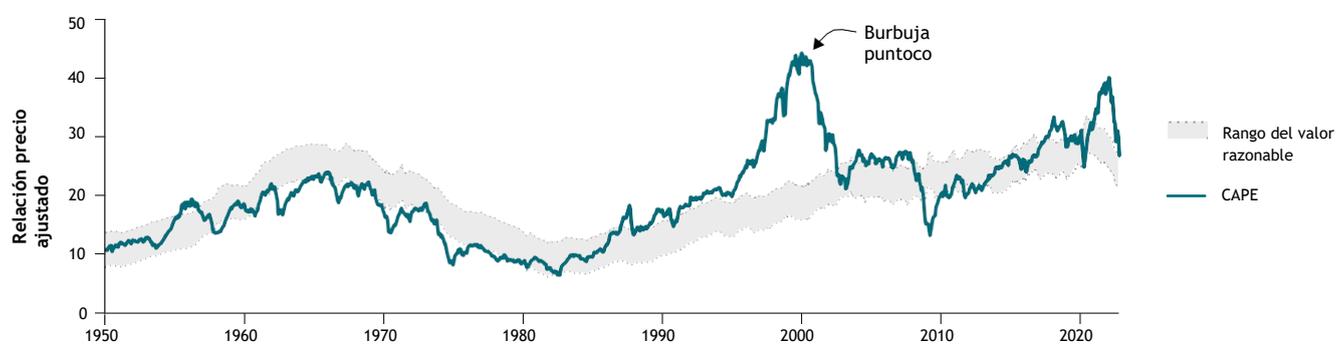
Las valuaciones son más favorables, pero el conjunto de oportunidades aún está limitado

La inflación elevada y las tasas de interés reales al alza han provocado que la razón de Robert Shiller, precio ajustado cíclicamente/ganancias (CAPE) para el índice Standard & Poor's 500 y nuestra estimación del valor razonable disminuyan. En la **Figura II-10** se muestra nuestra estimación del modelo y parece indicar que aunque las valuaciones de los valores de renta variable han mejorado, aún están sobrevaluados.

Nuestra estimación del valor razonable de la mediana se ubica en 23.7 veces el promedio de seguimiento de 10 años de las ganancias reales. Una inflación más elevada (más baja) y una Fed más (menos) agresiva podrían provocar que nuestro valor razonable se asentara en niveles más bajos (más altos). Nuestro análisis indica que los cambios mucho más grandes y más persistentes en la inflación y los ambientes de las tasas de interés son necesarios para mover las valuaciones en forma significativa más allá del error estándar de nuestra estimación del valor razonable.

FIGURA II -10

Las valuaciones de los valores de renta variable estadounidenses son más atractivas que hace un año.



Notas: La razón precio ajustado cíclicamente/ganancias (CAPE) del valor razonable estadounidense se basa en un modelo estadístico que corrige las medidas de la razón CAPE para el nivel de inflación y las tasas de interés. La especificación del modelo estadístico es un modelo de corrección de errores de vectores de tres variables, incluidos los rendimientos de las ganancias de los valores de renta variable, la inflación con seguimiento a 10 años y los rendimientos de los valores de la Tesorería estadounidenses a 10 años estimados de enero de 1940 al 30 de septiembre de 2022. Los detalles se publican en Davis (2017). Una razón CAPE del valor razonable a la baja parece indicar que se requiere una compensación prima de riesgo para valores de renta variable (ERP) más alta, mientras que una razón CAPE del valor razonable al alza parece indicar que la ERP está comprimiéndose.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos del sitio web de Robert Shiller, en la dirección aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm, la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos, el Consejo de la Reserva Federal, Refinitiv, FTSE Russell, FactSet, Barclays Live y Global Financial Data, al 30 de septiembre de 2022.

Es poco probable que los márgenes de utilidad continúen alimentando las ganancias estadounidenses

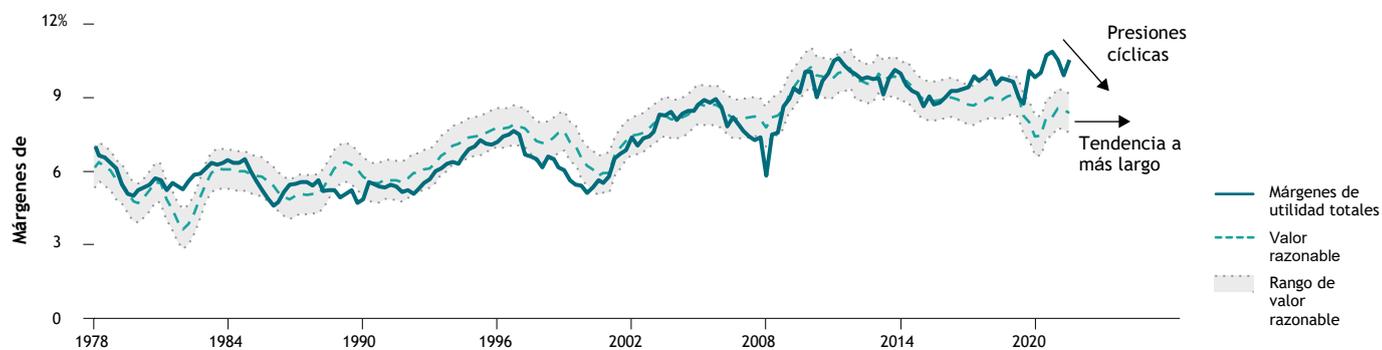
Además de las valuaciones estiradas al máximo, los riesgos planteados para las ganancias por la inflación elevada y la probabilidad creciente de recesión subrayan nuestra postura cautelosa respecto de los valores de renta variable estadounidenses. Nuestro marco para evaluar el crecimiento de las ganancias estadounidenses lo desglosa en el crecimiento de los ingresos y los márgenes de utilidad. Encontramos que el crecimiento de los ingresos es una función del crecimiento del PIB global y que los márgenes de utilidad están determinados por la intensidad del comercio global y por los costos laborales. En la **Figura II-11** se muestra nuestro modelo para los márgenes de utilidades comparados con los reales. Los márgenes de utilidad se encuentran actualmente en un nivel elevado cíclico y esperamos que bajen hacia nuestras estimaciones en los próximos años, lo cual se debe en su mayoría a los costos laborales más altos. En el más largo plazo, esperamos una disminución moderada

en los márgenes conforme un ritmo más lento en la tendencia de la globalización se compensa en parte por una mayor productividad debido al intercambio de ideas.¹²

Esperamos que el crecimiento de las ganancias estadounidenses promedie 5% por año durante la siguiente década, lo cual está por debajo del 6.4% que los inversionistas experimentaron durante la última década. Aunque esta información es útil para nuestro pronóstico, los inversionistas a largo plazo deben recordar que lo más importante para los rendimientos de los valores de renta variable es el precio pagado por las ganancias, no las ganancias en sí. En nuestra investigación encontramos que el crecimiento del PIB explica parte del crecimiento de los ingresos, lo que además de los márgenes de utilidad explica el crecimiento de las ganancias. Pero el crecimiento de las ganancias explica solo alrededor de 15% de la variación en los rendimientos de los valores variable; las valuaciones importan más.

FIGURA II -11

Los márgenes de utilidad estadounidenses pueden enfrentar presión cíclica en el corto plazo, pero debe mantenerse por arriba de los promedios a largo plazo.



Notas: Los márgenes de utilidad se desglosan en sus componentes cíclicos y de tendencia y se pronostican utilizando un modelo de regresión de mínimos cuadrados ordinarios (OLS) con la intensidad del comercio (suma de las importaciones y exportaciones) y los costos laborales, como las variables independientes. Esperamos que una productividad más elevada impulse márgenes de utilidad más altos dada la relación lineal entre la productividad y nuestra opinión de una productividad más elevada con base en nuestro Multiplicador de Ideas de propiedad exclusiva. Para obtener más información sobre el Multiplicador de Ideas, consulte *The Idea Multiplier: An Acceleration in Innovation Is Coming (El multiplicador de ideas: una aceleración en la innovación está por venir)* (Davis y otros, 2019).

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Refinitiv, al 30 de junio de 2022.

¹² Para obtener más información sobre la opinión de Vanguard sobre estas dos "megatendencias", consulte Lemco y otros, 2021 y Davis y otros, 2019.

Después de la resucitación del valor, los riesgos están más equilibrados

En el mercado estadounidense, el rendimiento de la inversión en valor ha sido una narrativa notable que ha continuado en 2022. A diferencia del primer trimestre de 2021, el desempeño sobresaliente del valor durante los últimos 12 meses ha tenido más que ver con la debilidad relativa del crecimiento que con la fortaleza relativa del valor. En nuestro marco de “valor razonable del valor” (Figura II-12a) se muestra la forma en que las tasas de interés y la inflación han dirigido la disminución secular del valor durante los últimos 40 años. Sin embargo, como resaltamos en nuestras perspectivas económicas y de mercado para 2021, para fines de 2020, el comercio de valor se ha sobrevenido (Davis y otros, 2020). Esto nos llevó a creer que, incluso si las condiciones macroeconómicas que sustentaban el crecimiento persistían, era probable que el valor fuere sobresaliente en los próximos años.

El desempeño extraordinario del valor ahora significa que los riesgos son más simétricos.¹³ Por un lado, de manera histórica, la dinámica de la recesión ha ayudado al crecimiento. Por el otro, hay razones para creer que esta recesión podría no verse exactamente como en el pasado y que las tasas de interés y de inflación más elevadas podrían continuar sustentando el valor.

La parte del mercado estadounidense en donde nuestros marcos de valor razonable ven más oportunidad es en la de bajas capitalizaciones, aunque en un grado mucho menor de lo que observamos en el valor el año pasado. Encontramos que factores determinantes similares —tasas de interés, inflación, volatilidad y utilidades corporativas— explican el 72% de las variaciones en las razones de precio/valor en libros de valores de baja capitalización versus gran capitalización (Figura II-12b). En la actualidad, la baja capitalización se ubica por debajo de nuestra estimación del valor razonable incluso cuando tomamos en cuenta las presiones de la inflación en ascenso y las tasas de interés al alza que se experimentaron en el año pasado. Nuestras proyecciones de rendimientos excedentes para la baja capitalización, sin embargo, son mínimas (20 puntos base por año en la siguiente década) —en especial cuando se compara con los 160 puntos base de rendimiento excedente anualizado para el valor sobre el crecimiento.

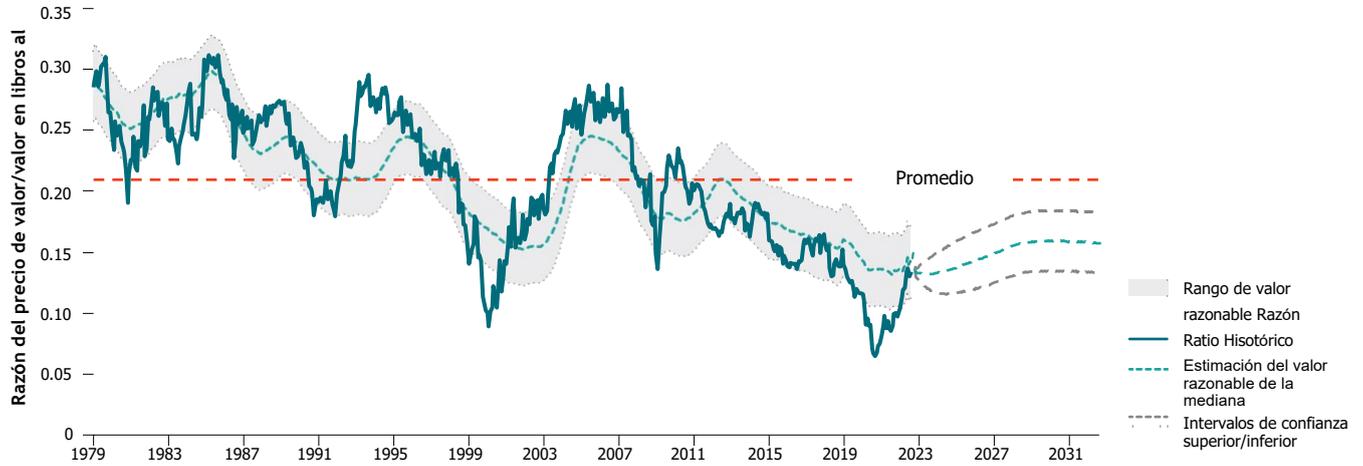
Aunque las valuaciones más favorables han mejorado nuestra perspectiva para los valores de renta variable estadounidenses en comparación con el año pasado, aún advertimos a los inversionistas que no esperen rendimientos similares al 11.3% por año que experimentan en la década pasada. Además de nuestro crecimiento esperado de 5% de las ganancias anualizadas, esperamos que los rendimientos de los dividendos promedien 1.9% por año (en línea con la década pasada), pero que las valuaciones se contraigan 1.2% por año. Todo eso dicho, estos factores respaldan nuestro pronóstico para que los valores de renta variable estadounidenses regresen a 4.7%–6.7% por año.

¹³ Aún esperamos que el valor sea sobresaliente durante la siguiente década, pero este rendimiento extraordinario tiene menos que ver con las valuaciones relativas y se asocia más con la “prima de valor” que hemos encontrado en nuestra investigación, junto con la de los académicos y otros profesionales.

FIGURA II -12

Algunas partes del mercado estadounidense aún se valúan en forma muy atractiva.

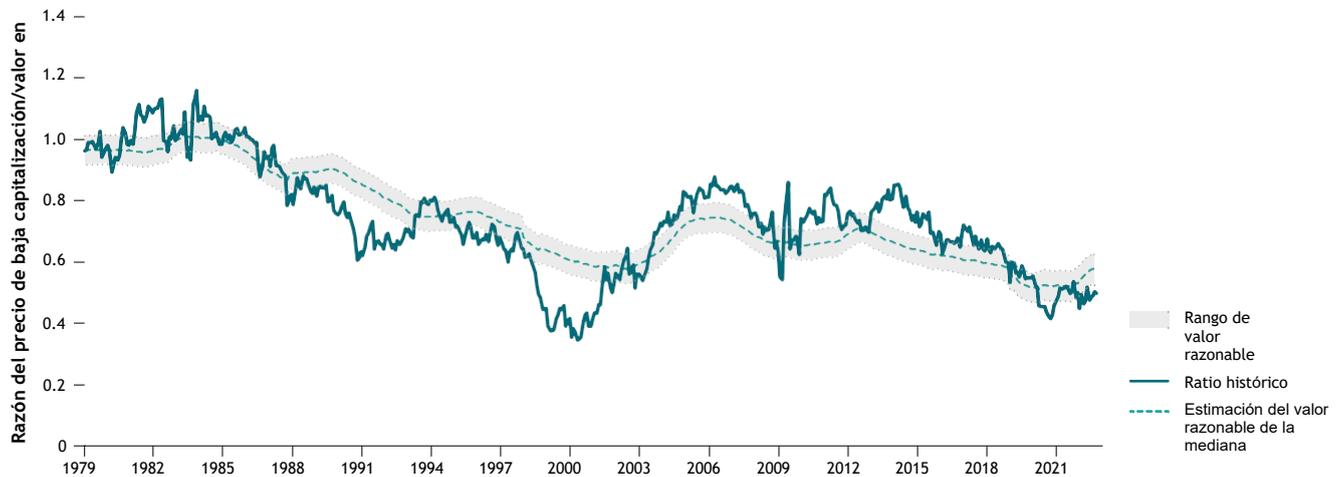
a. Con valuaciones valor/crecimiento del valor razonable, los riesgos son más simétricos.



Notas: La razón de valuación se proyecta con base en un modelo de corrección de error de vectores y utiliza un modelo de autorregresión de vectores de cinco valores de rezago para proyectar los factores determinantes sistemáticos.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en los datos de FactSet, la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos, el Consejo de la Reserva Federal, Refinitiv y Global Financial Data, al 30 de septiembre de 2022.

b. Aún hay oportunidad en los valores de baja capitalización.



Nota: La especificación del modelo estadístico es un modelo de corrección de error de vectores de cinco variables, que incluye una razón respectiva de precio a valor en libros, la inflación con seguimiento a 10 años, el rendimiento real de valores de la Tesorería a 10 años, la volatilidad de los valores de renta variable y el crecimiento de las utilidades corporativas, estimados durante el periodo de enero de 1979 a septiembre de 2022.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en los datos de FactSet, la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos, el Consejo de la Reserva Federal, Thomson Reuters y Global Financial Data, al 30 de septiembre de 2022.

Valores de renta variable internacionales: Más valor con menos crecimiento

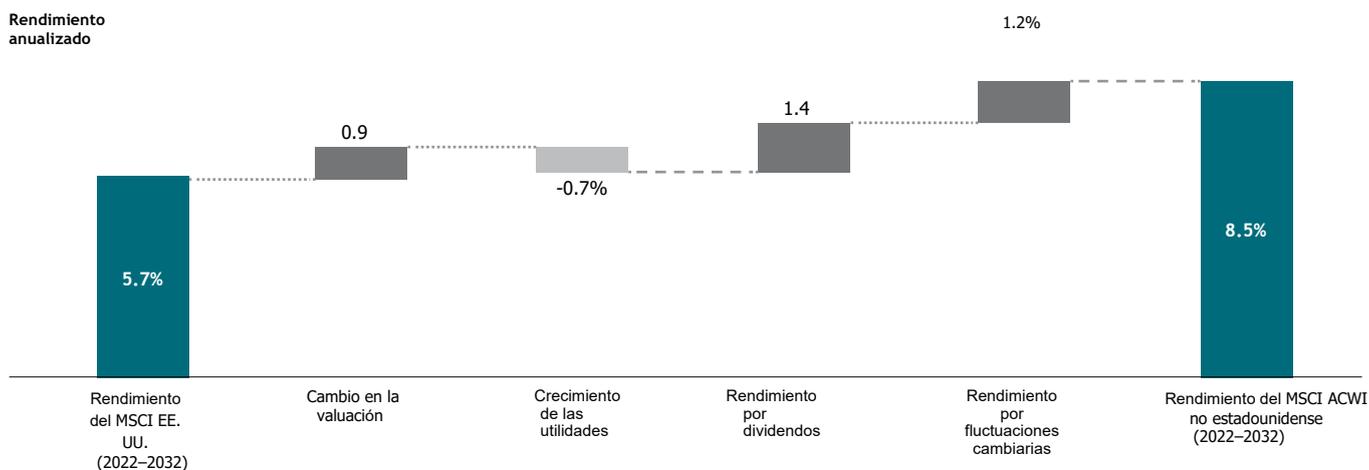
Los valores de renta variable estadounidenses han superado en rendimiento a sus pares globales por un margen muy amplio durante la última década. Sobre una base de rendimientos acumulados, una cartera de acciones estadounidenses comprada en 2012 vale el doble que una cartera de acciones internacionales comprada en el mismo período. Aunque se han citado muchas razones para este desempeño sobresaliente —el crecimiento más fuerte en los Estados Unidos, un ambiente económico menos incierto y la composición del sector del mercado estadounidense—, nuestro marco se enfoca en las fuentes durables de desempeño sobresaliente. Para ese fin, consideramos que la expansión basada en la valuación en los valores de renta variable estadounidenses está sembrando las semillas de rendimientos menores en la década

por venir. Nuestra perspectiva es positiva para los valores de renta variable internacionales no obstante nuestra opinión de que Estados Unidos tendrá un crecimiento en las ganancias más alto, aunque podría ser necesario ver un dólar más débil para que el desempeño sobresaliente internacional se sostenga.

En la **Figura II-13** se muestra que nuestra perspectiva para los valores de renta variable estadounidenses e internacionales y un desglose de la diferencia del rendimiento total esperado para la década próxima. Aunque la brecha de las valuaciones se ha estrechado desde el año pasado, esperamos valuaciones internacionales más favorables, razones de pago de dividendos más elevadas y un dólar más débil para dirigir el desempeño sobresaliente internacional.

FIGURA II -13

Dado que las valuaciones relativas han mejorado, un dólar más débil se está convirtiendo en un factor determinante más importante para el desempeño sobresaliente internacional esperado.



	Cambio en la valuación	Crecimiento de las utilidades	Rendimiento por dividendos	Rendimiento por fluctuaciones cambiarias	Rendimiento total
Índice MSCI EE. UU.	-1.18%	5.0%	1.9%	—	5.7%
Índice MSCI ACWI no estadounidense	-0.27%	4.3%	3.3%	1.2%	8.5%

Notas: Las estimaciones de los rendimientos prospectivos provienen del VCMM, al 30 de septiembre de 2022, para el período del 1 de octubre de 2022 a 30 de septiembre de 2032. El rendimiento de los valores de renta variable estadounidenses está representado por el rendimiento del Índice MSCI EE. UU.; el rendimiento de los valores de renta variable internacionales está representado por el índice MSCI ACWI no estadounidense. Los rendimientos no toman en cuenta las comisiones ni los gastos de administración ni reflejan el efecto de los impuestos. Los rendimientos reflejan la reinversión de los dividendos y las ganancias de capital. Las dos barras finales que representan los rendimientos esperados estadounidenses e internacionales son expectativas de la mediana. Como resultado, esta comparación no toma en cuenta la correlación entre los valores de renta variable estadounidenses e internacionales. La suma de las barras individuales en el medio podría no ser equivalente a la diferencia entre las dos barras finales debido al redondeo.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Refinitiv y Global Financial Data, al 30 de septiembre de 2022.

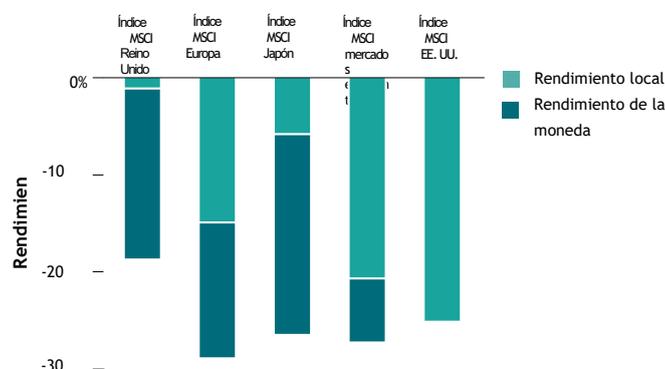
IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

Sin embargo, las valuaciones más favorables en el ámbito internacional no son una historia nueva. No obstante, los valores internacionales no han podido generar un rendimiento sobresaliente importante en relación con los Estados Unidos. Esto es en gran parte debido a la fortaleza del dólar, que en este año ha reducido un rendimiento no cubierto de los inversionistas que se ubican en los Estados Unidos para los valores de renta variable internacionales. Al 30 de septiembre de 2020 dos, nuestro modelo de mercados de capital parece indicar que el dólar estadounidense está 13% por arriba de lo que sugieren los factores determinantes fundamentales a largo plazo del valor de la moneda. Esto nos lleva a proyectar una disminución anualizada de 1.2% en el dólar en relación con una canasta de divisas durante la siguiente década.

En la **Figura II-14** se muestra como un dólar sólido ha amplificado las pérdidas en los valores de renta variable internacionales para los inversionistas sin cobertura ubicados en los Estados Unidos. Este efecto ha sido particularmente agudo en los mercados desarrollados en donde los rendimientos se han sostenido mucho mejor en términos de la moneda local debido a las valuaciones menos estiradas al máximo. Los rendimientos de la moneda son notoriamente difíciles de pronosticar durante horizontes de inversión cortos y muchos factores pueden provocar que se desvíen de sus variables fundamentales.¹⁴ Sin embargo, a lo largo de un horizonte de inversión lo suficientemente largo esperamos que la convergencia de la inflación global y la política conduzcan a una normalización del tipo de cambio.

FIGURA II -14

La fortaleza del dólar ha impedido el avance del desempeño internacional para los inversionistas estadounidenses en este año.



Notas: La gráfica desglosa el rendimiento del dólar estadounidense no cubierto del 31 de diciembre de 2021 al 30 de septiembre de 2022, en los componentes del rendimiento local y del tipo de cambio. Los índices utilizados son el índice de rendimiento total neto MSCI para el Reino Unido, el índice de rendimiento total neto MSCI para Europa, el índice de rendimiento total neto MSCI para Japón, el índice de rendimiento total neto MSCI para los mercados emergentes y el índice de rendimiento total neto MSCI para los Estados Unidos. Los tipos de cambio son los tipos de cambio cruzados EUR/USD, GBP/USD y JPY/USD. El rendimiento de la moneda del MSCI para mercados emergentes se obtiene utilizando el índice de la moneda local, que contabiliza las diferencias cambiarias con base en el ponderador de cada país en el índice.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Bloomberg y Global Financial Data, al 30 de septiembre de 2022.

¹⁴ Debido a que todas las monedas son varios relativos, es posible que los vientos en contra que enfrenta el dólar estadounidense serán incluso más fuertes para las monedas internacionales, lo que provocará que el dólar estadounidense se fortaleciera, con todas las otras variables manteniéndose constantes.

Un panorama de rendimientos mejorado y una diversificación sistemática se beneficia de los mercados emergentes

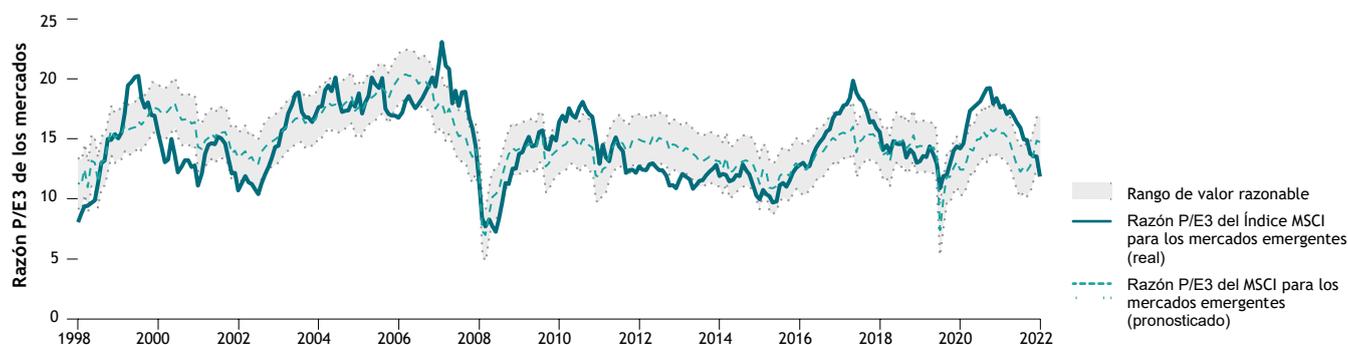
En los mercados internacionales, en nuestro marco del valor razonable que se presenta en la **Figura II-15** parece indicarse que los mercados emergentes están valuados en forma atractiva por primera vez desde la pandemia.¹⁵ Las ventas masivas abruptas en 2021 y 2022 derivadas de la inflación elevada, el endurecimiento de la política agresiva, el crecimiento que se desacelera y los riesgos políticos han incrementado la prima de riesgo de los mercados emergentes. Aunque los riesgos en el corto plazo en la forma de un dólar sólido, la recesión global y las tensiones geopolíticas se mantienen, la narrativa parece sobrevendida. Una normalización de la política más rápida en los mercados emergentes en comparación con lo que sucede en los Estados Unidos y condiciones económicas de desaceleración fueron los principales factores determinantes detrás de la disminución en nuestra estimación del valor razonable de septiembre de 2021 a junio de 2022. Sin embargo, las alzas en las tasas en los mercados emergentes se han desacelerado en gran medida

y las tasas estadounidenses están subiendo con rapidez. Tasas de interés más elevadas en los Estados Unidos en relación con los mercados emergentes elevan el valor razonable debido a que dan lugar a que el dólar estadounidense se cotice con un descuento a futuro para las monedas de mercados emergentes, lo que (de acuerdo con la paridad de tasas de interés no cubiertas) debe elevar los rendimientos esperados para un inversionista que se ubica en los Estados Unidos.

Nuestra perspectiva parece indicar que los mercados emergentes deben regresar a entre 7% y 9% (2.3 puntos porcentuales más arriba que los valores de renta variable estadounidenses) durante la siguiente década. Además, los valores de los mercados emergentes aún tendrán una correlación menor con los valores de renta variable estadounidenses, en comparación con los mercados desarrollados no estadounidenses, y una beta de inflación mayor para la inflación de los Estados Unidos.¹⁶ Por estas razones, consideramos que una asignación equilibrada para los valores de renta variable desempeña un papel importante para las carteras de los inversionistas.

FIGURA II -15

Las valuaciones de los mercados emergentes son atractivas.



Notas: La especificación del modelo estadístico es una regresión de mínimos cuadrados ordinarios de cinco variables que utiliza las siguientes variables: inflación de los seis países principales de los mercados emergentes (Brasil, China, India, Corea del Sur, México y Taiwán) ponderada con los ponderadores del índice mensual MSCI; promedio mensual del rendimiento real diario de los valores de la Tesorería de los Estados Unidos a 2 años; tasas determinadas por política de los bancos centrales de mercados emergentes ponderadas por el PIB en dólares estadounidenses, menos la tasa para los fondos federales; indicadores económicos principales de Vanguard (VLEI) para China, Brasil y México (promedio ponderado con base en el PIB de país en dólares estadounidenses); y promedio mensual de la volatilidad diaria del mercado de valores de renta variable estadounidenses, medida por el índice de volatilidad de la CBOE (VIX). P/E3 es el precio dividido entre el seguimiento de 3 años de las ganancias promedio.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en los datos de la base de datos FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis y Bloomberg, al 30 de septiembre de 2022.

¹⁵ Consulte en Davis y otros (2021) más detalles sobre nuestro modelo del valor razonable.

¹⁶ Las correlaciones de la mediana pronosticada para los valores de renta variable de los mercados emergentes son 0.70 con valores de renta variable estadounidenses y 0.74 con valores de renta variable de mercados desarrollados no estadounidenses. La beta de la inflación —el coeficiente de regresión lineal entre el pronóstico de la inflación estadounidense a 30 años y el pronóstico de los rendimientos de los activos a 30 años— es 0.71 para los valores de renta variable de los mercados emergentes versus -0.44 para los valores de renta variable de mercados desarrollados no estadounidenses.

La cobertura contra la inflación es un problema multidimensional

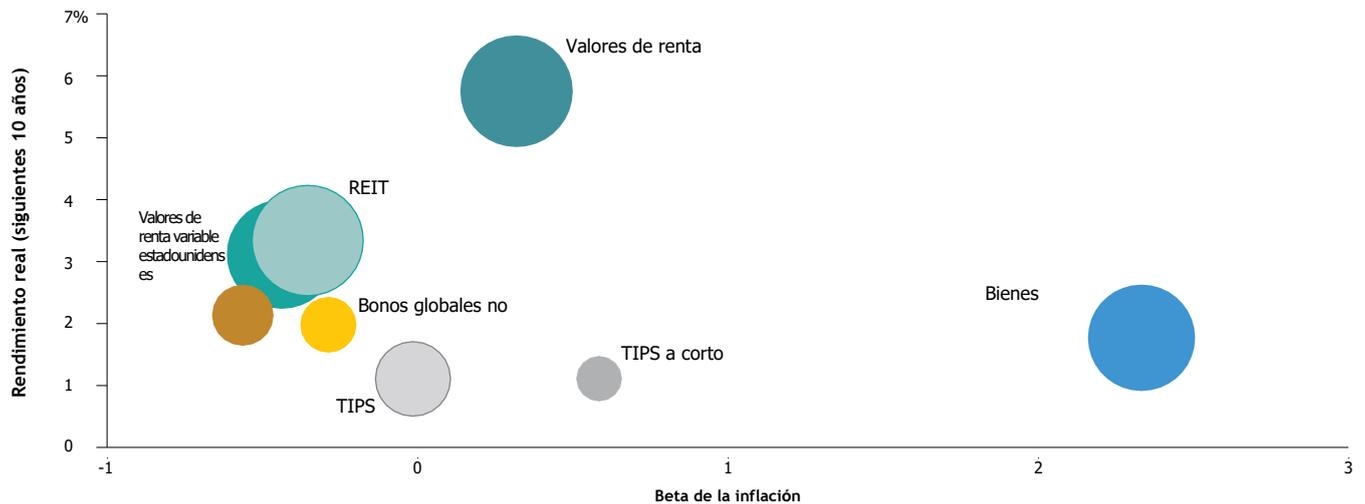
No existe una solución unitalla para la cobertura contra la inflación —esta depende de los objetivos, el horizonte de inversión y la tolerancia al riesgo del inversionista. En la **Figura II-16a** se desglosan las propiedades de cobertura contra la inflación de las principales clases de activos en estas tres dimensiones. Para los inversionistas que buscan generar un rendimiento real positivo durante un horizonte de largo, los valores de renta variable —en especial los no locales— ofrecen la mejor probabilidad

de vencer a la inflación.¹⁷ Los inversionistas con un horizonte de inversión más corto pueden preferir mantener su poder de compra empatando la inflación. Para este fin, las coberturas tradicionales de la inflación como los TIPS y los bienes fungibles resultan útiles. Sin embargo, estos valores pueden introducir un lastre de los rendimientos reales en la cartera si se mantienen durante periodos prolongados. Los bienes fungibles también pueden introducir volatilidad elevada, lo que podría ser incongruente con un horizonte de Inversión más corto.

FIGURA II -16

Los bienes fungibles no son la única herramienta de los inversionistas para combatir la inflación.

a. No existe una solución unitalla para cubrirse de la inflación



Notas: En la gráfica se comparan las proyecciones del rendimiento real anualizado (ajustado por la inflación) durante los siguientes 10 años con la beta de la inflación para diversas clases de activos. La beta de la inflación es el coeficiente de la pendiente de una regresión lineal de un pronóstico de los rendimientos a 30 años sobre una constante y el pronóstico de la inflación a 30 años. El tamaño de cada una de las burbujas representa la volatilidad anualizada de la mediana pronosticada durante los siguientes 10 años. Vea los detalles adicionales de las clases de activos en la sección del Apéndice titulada “Índices para las simulaciones del VCMM”.

Fuente: Cálculos de Vanguard, al 30 de septiembre de 2022.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

¹⁷ Siempre y cuando la correlación de la inflación local y no local sea menor a 1, los valores de renta variable no locales servirán como una cobertura efectiva contra la inflación. Esto se debe a que la inflación local más elevada debe provocar que la moneda local se deprecie, lo que elevaría los rendimientos de los valores de renta variable no locales, con todas las otras variables manteniéndose constantes. (Rodel, 2014).

Dada la dinámica similar de la oferta de energía que dirige la inflación actual, es fácil establecer paralelos con la década de 1970, cuando los embargos petroleros en el Medio Oriente contribuyeron a las presiones inflacionarias en los Estados Unidos y los rendimientos de los bienes fungibles proporcionaron una cobertura útil. Nuestra investigación de los rendimientos de los bienes fungibles son una función de la inflación realizada y del ambiente de crecimiento económico. También encontramos que las sacudidas para estos factores determinantes se reflejan con rapidez en los precios de los bienes fungibles y, al mismo tiempo, son de corta duración. En la Figura II-16b

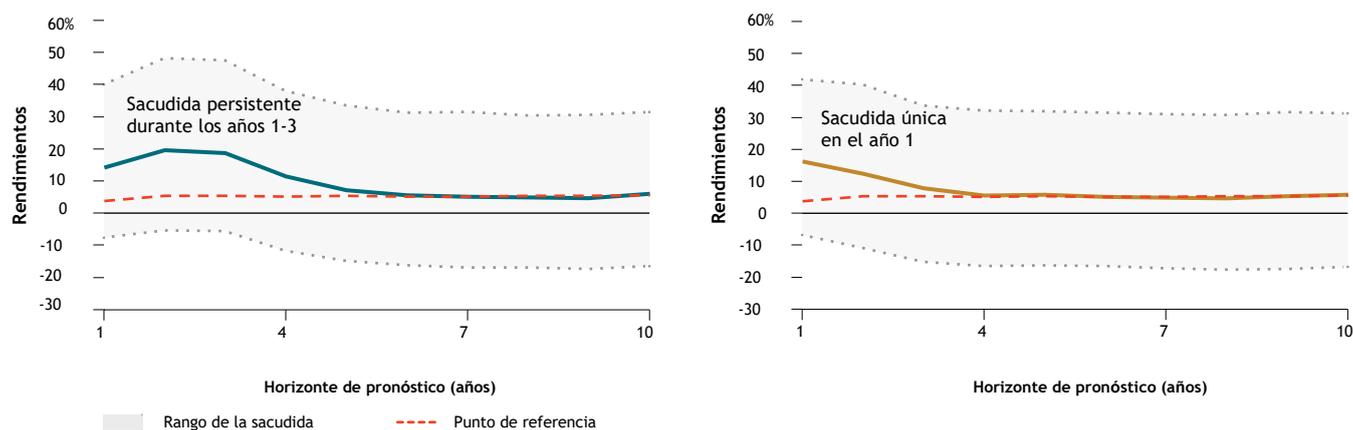
se muestra que una sacudida a la inflación y el crecimiento se ve reflejada en los precios de los bienes fungibles siempre y cuando se mantengan las presiones en la inflación/el crecimiento.

Esto significa que para realizar el beneficio completo de los bienes fungibles como una cobertura contra la inflación, los inversionistas deben poder cronometrar su entrada y salida de la posición o aceptar un lastre persistente del rendimiento debido a una razón de Sharpe menor a los bienes fungibles en comparación con los valores de renta variable estadounidenses e internacionales.¹⁸

FIGURA II -16 (continuación)

Los bienes fungibles no son la única herramienta de los inversionistas para combatir la inflación.

b. Los rendimientos de los bienes fungibles son sensibles al crecimiento y a la inflación, pero pueden decaer con rapidez después de una sacudida.



Notas: En la figura se muestra el impacto de una sacudida para la inflación y el indicador económico principal de Vanguard (VLEI) en los rendimientos nominales de los bienes fungibles a lo largo del tiempo, con base en la distribución de los resultados de los rendimientos de VCMM derivados de 10,000 simulaciones. La línea sólida corresponde al pronóstico de la mediana y el área sombreada resalta el rango del percentil 25 al 75 después de una sacudida de una persistencia dada. Con la línea y el área en color turquesa se muestra el impacto de una sacudida persistente en la inflación anualizada creciente durante los años 1-3 por una desviación estándar y el VLEI creciente en los años 1-3 por 0.5 desviaciones estándares. Con la línea y el área en color amarillo se muestra el impacto de una sacudida temporal en la inflación creciente en el año 1 por una desviación estándar y el VLEI creciente en el año 1 0.5 desviaciones estándares. Con la línea punteada en color rojo se muestra el pronóstico de referencia sin sacudidas adicionales. Vea los detalles adicionales de las clases de activos en la sección del Apéndice titulada "Índices para las simulaciones del VCMM".

Fuente: Cálculos de Vanguard, al 30 de septiembre de 2022.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

¹⁸ La razón de Sharpe es una medida de los rendimientos por arriba de la tasa libre de riesgo que ajusta la volatilidad. Una razón de Sharpe más elevada indica un rendimiento esperado más elevado ajustado por el riesgo. Con base en los pronósticos de la mediana del rendimiento y la volatilidad del VCMM para valores de renta variable estadounidenses y globales no estadounidenses, efectivo y bienes fungibles, en la Figura II-5a y en la Figura II-9a, los valores de renta variable globales no estadounidenses tienen la razón de Sharpe esperada más alta (0.24), seguidos por los valores de renta variable estadounidenses (0.10) y los bienes fungibles (0.02).

Una cartera equilibrada aún ofrece la mejor oportunidad de éxito

La respuesta de la política a una inflación persistente y la reevaluación subsecuente del riesgo en los mercados de capital globales ha dado lugar a un drástico cambio en nuestra perspectiva de asignación de activos con variación en el tiempo (TVAA). La TVAA busca cosechar las primas de riesgo para las cuales consideramos existe una predictibilidad de rendimientos moderados con base en el VCMM. Esto aprovecha el Modelo de Asignación de Activos de Vanguard (VAAM) para optimizar una cartera que maximiza la riqueza al final del periodo con una penalización por la dispersión de resultados con base en nuestros pronósticos de rendimientos a 10 años (Aliaga-Díaz y otros, 2022). En la **Figura II-17** se muestra la cartera con TVAA óptima, con base en perspectiva actual, versus su cartera de referencia por política, que tiene una combinación de 60% de acciones/40% de bonos.

La metodología TVAA es adecuada para los inversionistas que están dispuestos a asumir un riesgo activo en la forma del “riesgo de pronóstico del modelo”. Para los inversionistas cuyos objetivos y tolerancias al riesgo hacen prudente considerar ajustar sus asignaciones de activos cuando las condiciones del mercado cambian en forma importante, el VAAM, combinado con rendimientos de los activos del VCMM que varían con el tiempo, ofrece una forma sistemática y holística de analizar las compensaciones en las soluciones de carteras que varían con el tiempo

La cartera TVAA tiene como objetivo el mismo perfil de riesgo que la cartera de referencia tradicional, con la flexibilidad de desviarse de la referencia con base en las perspectivas proyectadas de Vanguard. El ciclo de endurecimiento global de las tasas de interés en 2022 ha incrementado nuestros pronósticos de rendimientos esperados de los bonos en más de lo que la venta masiva del mercado de capitales ha elevado los rendimientos esperados de los valores de renta variable. Los rendimientos de los bonos más altos y los rendimientos

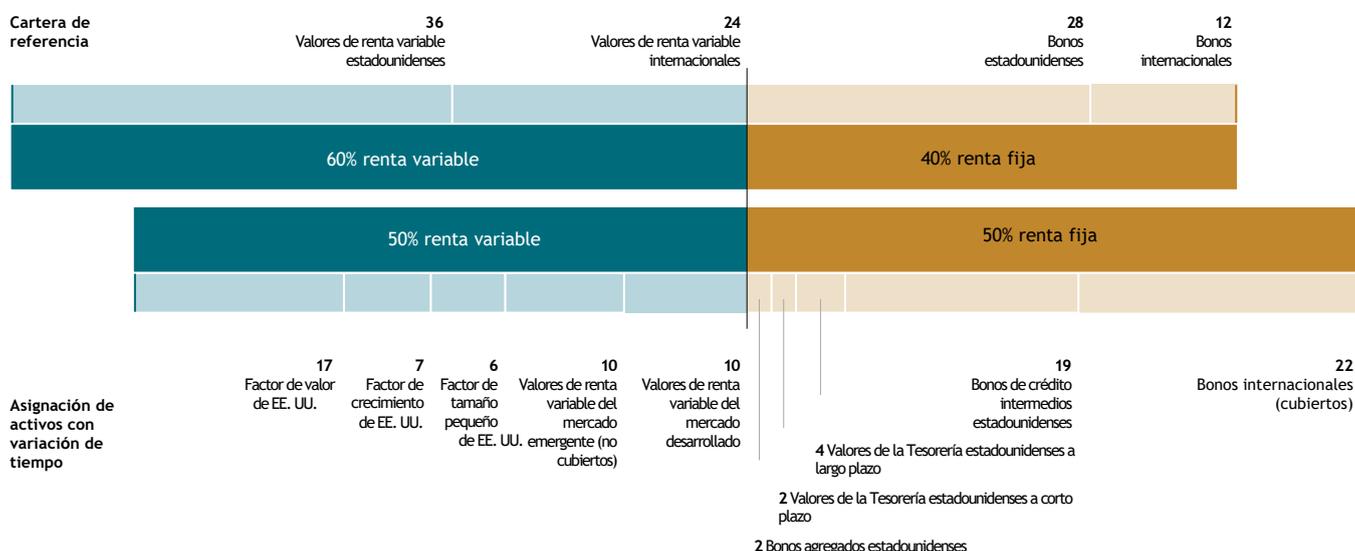
de los valores de renta variable más bajos han reducido la prima de riesgo de los valores de renta variable. Esto se refleja en la cartera con TVAA con una disminución de 10 puntos porcentuales en la asignación de valores de renta variable, lo que significa un movimiento importante para disminuir los riesgos.

Esta estrategia de TVAA desglosa la clase de activos importante en subactivos más pequeños para ofrecer beneficios adicionales de inclinar la cartera. En el frente de los valores de renta variable, observamos una inclinación hacia el factor del valor dadas las características favorables de riesgo y rendimiento. Con los valores de renta variable internacionales, hay una asignación equivalente a los mercados emergentes y los mercados desarrollados (no estadounidenses) dada la menor correlación de los mercados emergentes con los valores de renta variable estadounidenses. En el lado de los valores de renta fija nacionales, la cartera se inclina hacia el crédito dados los beneficios de la diversificación en el tiempo que expusimos en la parte inicial de esta sección, así como debido a los rendimientos esperados más elevados que se muestran en las Figuras II-5a y II-9a.

En resumen, la cartera TVAA se inclina hacia la reducción del riesgo de los valores de renta variable debido a la prima de riesgo comprimida para estos valores y a la reasignación hacia los instrumentos de renta fija con una inclinación al crédito. Esto tiene como resultado una menor volatilidad de la cartera con TVAA, al tiempo que se producen rendimientos esperados similares a aquellos de la referencia 60/40 (**Figura II-18**). Aunque la razón de Sharpe esperada y la disposición máxima de la cartera con variación en el tiempo son mejores que los de la cartera de referencia 60/40, esto viene con el costo del riesgo activo (esto es, el error de rastreo a la referencia) de 2.3%, lo que se traduce en una probabilidad del 51% de tener un desempeño inferior al de la cartera de referencia en cualquier año dado.

FIGURA II -17

Una compensación riesgo/rendimiento más atractiva significa que nuestro marco de asignación de activos con variación en el tiempo favorece a los mercados emergentes y de bonos.



Notas: Las asignaciones de la cartera con variación en el tiempo se determinaron con el VAAM. Los activos sujetos a consideración fueron valores de renta variable estadounidenses y no estadounidenses y valores de renta fija, además de fideicomisos de inversión inmobiliaria (REIT), bonos corporativos estadounidenses de alto rendimiento y valores de renta variable de los mercados emergentes, que se utilizaron para ilustrar la asignación con variación en el tiempo no solo dentro de los valores de renta variable versus los valores de renta fija sino también dentro de las clases de subactivos. Consulte los detalles adicionales de los índices de las clases de activos en la sección del Apéndice titulada "Índices para las simulaciones del VCMM". Para los valores de renta variable estadounidenses se aplicó una restricción máxima por el sesgo local del 60% y para los valores de renta fija estadounidenses se aplicó el 70%. La asignación a los valores de renta variable no estadounidenses habría sido más alta si no hubiere una restricción de sesgo local, dado su rendimiento esperado más alto. Se utilizaron proyecciones a 10 años del VCMM a septiembre de 2022. La suma de las asignaciones de las clases de subactivos individuales podría no totalizar el 100% debido al redondeo.

Fuente: Cálculos de Vanguard, al 30 de septiembre de 2022.

FIGURA II -18

Esperamos un rendimiento similar con menos volatilidad de nuestra cartera con variación en el tiempo

	septiembre de 2022	
	TVAA	Cartera de referencia
Asignación de valores de renta variable	50%	60%
Rendimiento total esperado anualizado a 10 años	6.4%	6.4%
Volatilidad esperada anualizada a 10 años	9.4%	10.3%
Razón de Sharpe esperada a 10 años	0.25	0.24
Disposición máxima esperada a 10 años	-7.7%	-9.2%
Rendimiento excedente con respecto a la cartera de referencia	0%	—
Error de rastreo a la cartera de referencia	2.3%	—
Probabilidad de subdesempeño en relación con la cartera de referencia en cualquier año dado	51.0%	—

Notas: Los cálculos de Vanguard se basan en carteras optimizadas por el VAAM, utilizando proyecciones de rendimientos del VCMM. La razón de Sharpe es una medida de los rendimientos por arriba de la tasa libre de riesgo que ajusta la volatilidad. Una razón de Sharpe más elevada indica un rendimiento esperado más elevado ajustado por el riesgo.

Fuente: Cálculos de Vanguard, al 30 de septiembre de 2022.

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el VCMM concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. La distribución de los resultados de los rendimientos del VCMM se derivan de 10,000 simulaciones para cada una de las clases de activos modeladas. Simulaciones al 30 de septiembre de 2022. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y a través del tiempo.

Referencias

Aliaga-Díaz, Roger, Harshdeep Ahluwalia, Giulio Renzi-Ricci, Todd Schlanger, Victor Zhu, Carole Okigbo, 2022. *Vanguard's Portfolio Construction Framework: From Investing Principles to Custom Portfolio Solutions*. (Marco de construcción de carteras de Vanguard: de los principios de inversión a las soluciones de carteras personalizadas). Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Clarke, Andrew S., Fu Tan y Adam J. Schickling, 2022. *The Great Retirement? Or the Great Sabbatical? (¿El gran retiro? ¿O el gran sabático?)* Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Davis, Joseph, 2017. *Global Macro Matters: As U.S. Stock Prices Rise, the Risk-Return Trade-off Gets Tricky*. (Aspectos macroeconómicos globales: un incremento en los precios de las acciones estadounidenses, la compensación riesgo-rendimiento se vuelve complicada). Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Davis, Joseph, Qian Wang, Andrew Patterson, Adam J. Schickling y Asawari Sathe, 2019. *Megatrends: The Idea Multiplier: An Acceleration in Innovation is Coming*. (Megatendencias: El multiplicador de ideas: una aceleración en la innovación está por venir). Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Davis, Joseph, Roger A. Aliaga-Díaz, Peter Westaway, Qian Wang, Andrew J. Patterson, Kevin DiCiurcio, Alexis Gray, Jonathan Lemco y Joshua M. Hirt, 2020. *Vanguard Economic and Market Outlook for 2021: Approaching the Dawn*. (Perspectiva económica y del mercado de Vanguard para 2021: Cerca del amanecer). Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Davis, Joseph, Roger A. Aliaga-Díaz, Peter Westaway, Qian Wang, Andrew J. Patterson, Kevin DiCiurcio, Alexis Gray, Asawari Sathe y Joshua M. Hirt, 2021. *Vanguard Economic and Market Outlook for 2022: Striking a Better Balance*. (Perspectiva económica y del mercado de Vanguard para 2022: Cómo lograr un mejor equilibrio). Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Gagnon, Joseph E. y Christopher G. Collins (2019). *The Case for Raising the Inflation Target is Stronger Than You Think*. (Los argumentos a favor de elevar el objetivo de inflación son más sólidos de lo que piensa). Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C. Disponible en <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/case-raising-inflation-target-stronger-you-think#:~:text=Raising%20the%20inflation%20target%20raises,is%20lower%20unemployment%20on%20average>.

Ganguli, Ina, Jamal Haidar, Asim Ijaz Khwaja, Samuel W. Stemper y Basit Zafar, 2022. *Economic Shocks and Skill Acquisition: Evidence From a National Online Learning Platform at the Onset of COVID-19*. (Sacudidas económicas y adquisición de habilidades: pruebas de una plataforma nacional de aprendizaje en línea al inicio del COVID-19). Papel de trabajo No. 29921. Cambridge, Mass.: Oficina Nacional de Investigación Económica.

Guenette, Justin Damien, M. Ayhan Kose y Naotaka Sugawara, 2022. *Is a Global Recession Imminent? (¿Es inminente la recesión global?)* septiembre de 2022, Nota de la política EFI 4, Grupo del Banco Mundial.

Kopytov, Alexandr, Nikolai Roussanov y Mathieu Tashereau-Dumouchel, 2018. *Short-Run Pain, Long-Run Gain? Recessions and Technological Transformation*. (¿Dolor a corto plazo, ganancia a largo plazo? Recesiones y transformación tecnológica). Papel de trabajo No. 24373. Cambridge, Mass.: Oficina Nacional de Investigación Económica.

Kose, M. Ayhan, Naotaka Sugawara y Marco E. Terrones, 2020. *Global Recessions*. (Recesiones globales). Papel de trabajo sobre investigación de políticas No. 9172. Washington, D.C.: Banco Mundial.

Lemco, Jonathan, Asawari Sathe, Adam J. Schickling, Maximilian Wieland y Beatrice Yeo, 2021. *Megatrends: The Deglobalization Myth(s)*. (Megatendencias: el(los) mito(s) de la desglobalización) Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Jun I. Kim y Mahvash S. Qureshi, 2010. *Fiscal Space*. (Espacio fiscal). Nota de posición del personal del FMI, 1 de septiembre de 2010, publicación 011, Fondo Monetario Internacional.

Philips, Christopher B., Joseph H. Davis, Andrew J. Patterson y Charles J. Thomas, 2014. *Global Fixed Income: Considerations for Fixed Income Investors*. (Valores de renta globales: consideraciones para los inversionistas en valores de renta fija). Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Rodel, Maximilian, 2014. Inflation Hedging with International Equities. (Cobertura contra la inflación con valores de renta variable internacionales). *The Journal of Portfolio Management* 40(2): 41–53.

Tufano, Matthew, Asawari Sathe, Beatrice Yeo, Andrew S. Clarke y Joseph Davis, 2018. *Megatrends: The Future of Work*. (Megatendencias: El futuro del trabajo). Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Banco Mundial, 2022, *Risk of Global Recession in 2023 Rises Amid Simultaneous Rate Hikes*. (El riesgo de recesión global en 2023 se eleva en medio de alzas simultáneas en las tasas). Comunicado a los medios emitido el 15 de septiembre de 2022. Disponible en <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2022/09/15/risk-of-global-recession-in-2023-rises-amid-simultaneous-rate-hikes>.

Wu, Daniel, Beatrice Yeo, Kevin DiCiurcio y Qian Wang, 2021. *Global Macro Matters: The Stock/ Bond Correlation: Increasing Amid Inflation, but Not a Regime Change*. (Aspectos macroeconómicos globales: La correlación entre acciones/bonos: se incrementa en medio de la inflación, pero no hay un cambio en el régimen). Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Zandi, Mark, Xu Cheng y Tu Packard, 2011. *Fiscal Space*. (Espacio fiscal). *Ratio*, 60(80): 100.

III. Apéndice

Sobre el Modelo de Mercados de Capital de Vanguard

IMPORTANTE: Las proyecciones y otra información generada por el Modelo de Mercados de Capital de Vanguard concerniente a la probabilidad de diversos resultados de inversión son hipotéticas en su naturaleza, no reflejan los resultados reales de las inversiones y no garantizan resultados futuros. Los resultados del VCMM variarán con cada uso y a lo largo del tiempo.

Las proyecciones del VCMM se basan en un análisis estadístico de datos históricos. Los rendimientos futuros se pueden comportar de manera distinta con respecto a los patrones históricos capturados en el VCMM. Lo más importante, el VCMM puede estar subestimando escenarios negativos extremos no observados en el periodo histórico en el cual se basa la estimación del modelo.

El VCMM es una herramienta de simulación financiera de propiedad exclusiva que desarrolló y mantiene el Grupo de Estrategia de Inversiones de Vanguard. El modelo pronostica las distribuciones de los rendimientos futuros para una amplia gama de clases de activos en general. Esas clases de activos incluyen los mercados de valores de renta variable estadounidenses e internacionales, diversos vencimientos de instrumentos de la Tesorería estadounidenses de los mercados de renta fija corporativos, los mercados de renta fija internacionales, los mercados de dinero estadounidense, los bienes fungibles y ciertas estrategias de inversión alternativas. Los fundamentos teóricos y empíricos del Modelo de Mercados de Capital de Vanguard son que los rendimientos de diversas clases de activos reflejan la compensación que los inversionistas requieren por asumir los diferentes tipos de riesgo sistemático (beta). En el centro del modelo se encuentran las estimaciones de la relación estadística dinámica entre los factores de riesgo y los rendimientos de los activos, obtenidas a partir del análisis estadístico con base en datos financieros y económicos mensuales. Al utilizar un sistema de ecuaciones estimadas, el modelo aplica entonces un método de simulación de Montecarlo para proyectar las interrelaciones estimadas entre los factores de riesgo y las clases de activos,

así como la incertidumbre y aleatoriedad a lo largo del tiempo. El modelo genera un gran conjunto de resultados simulados para cada clase de activos en varios horizontes de tiempo. Los pronósticos se obtienen mediante el cálculo de medidas de tendencia central en estas simulaciones. Los resultados producidos por la herramienta variarán con cada uso y a lo largo del tiempo.

El valor principal del VCMM está en su aplicación para analizar carteras de clientes potenciales. Los pronósticos de las clases de activos del VCMM –que comprenden las distribuciones de los rendimientos esperados, volatilidades y correlaciones– son clave para la evaluación de los riesgos de aspectos negativos potenciales, las diversas compensaciones riesgo–rendimiento y los beneficios de la diversificación de diversas clases de activos. Aunque las tendencias centrales se generan en cualquier distribución de los rendimientos, Vanguard hace énfasis en que enfocarse en el rango completo de los resultados potenciales para los activos considerados, como los datos que se presentan en este documento, es la forma más eficaz de utilizar el resultado del VCMM. Exhortamos a los lectores interesados en conocer más detalles del VCMM a leer el libro blanco de Vanguard (Davis y otros, 2014).

El VCMM busca representar la incertidumbre en los pronósticos mediante la generación de una amplia gama de resultados potenciales. Es importante reconocer que el VCMM no impone la "normalidad" en las distribuciones de los rendimientos, más bien tienen la influencia de las así llamadas colas anchas y sesgo en la distribución empírica de los rendimientos modelados de las clases de activos. Con el rango de resultados, las experiencias individuales pueden ser bastante distintas, lo que subraya la naturaleza variada de las rutas futuras potenciales. De hecho, esta es una razón clave del porqué abordamos las perspectivas de los rendimientos de los activos en un marco de distribuciones.

Índices de las simulaciones de VCMM

Los rendimientos a largo plazo de nuestras carteras hipotéticas se basan en los datos de los índices de mercado correspondientes hasta el 30 de septiembre de 2022. Elegimos estos comparativos para ofrecer el historial más completo posible y dividimos las asignaciones globales para alinear los lineamientos de Vanguard en la construcción de carteras diversificadas. Las clases de activos y sus índices representativos del pronóstico son los siguientes:

- **Valores de renta variable estadounidenses:** Índice del mercado general estadounidense MSCI.
- **Valores de renta variable globales no estadounidenses:** Índice de todos los países del mundo sin incluir a los Estados Unidos MSCI.
- **REIT estadounidenses** Índice inmobiliario estadounidense FTSE/NAREIT.
- **Efectivo en los Estados Unidos:** Vencimiento constante para los valores de la Tesorería de los Estados Unidos a 3 meses.
- **Bonos de la Tesorería de los Estados Unidos:** Índice de los valores de la Tesorería de los Estados Unidos de Bloomberg.
- **Bonos de la Tesorería de los Estados Unidos a corto plazo:** Índice de los bonos de la Tesorería de los Estados Unidos a 1-5 años de Bloomberg.
- **Bonos de la Tesorería de los Estados Unidos a largo plazo:** Índice de los bonos de la Tesorería de los Estados Unidos a largo plazo de Bloomberg.
- **Bonos crediticios estadounidenses:** Índice de los bonos crediticios estadounidenses de Bloomberg.
- **Bonos crediticios estadounidenses a corto plazo:** Índice de los bonos crediticios estadounidenses a 1-3 años de Bloomberg.
- **Bonos corporativos estadounidenses de alto rendimiento:** Índice de los bonos corporativos estadounidenses de alto rendimiento de Bloomberg.
- **Bonos estadounidenses:** Índice agregado de los bonos estadounidenses de Bloomberg.
- **Bonos globales no estadounidenses:** Índice agregado de los bonos globales no estadounidenses de Bloomberg.
- **TIPS estadounidenses:** Índice de los valores protegidos contra la inflación de la Tesorería de los Estados Unidos de Bloomberg.
- **TIPS estadounidenses a corto plazo:** Índice de los valores protegidos contra la inflación de la Tesorería de los Estados Unidos a 1–5 años de Bloomberg.
- **Bonos soberanos de los mercados emergentes:** Índice de bonos agregados estadounidenses de los mercados emergentes de Bloomberg.
- **Bienes fungibles:** Índice de bienes fungibles de Bloomberg.
- **Valores respaldados por hipotecas (MBS):** Índice de valores estadounidenses respaldados por hipotecas de Bloomberg.

Todos los índices de valores de renta variable que se presentan a continuación están ponderados por capitalización del mercado:

- **Valores de renta variable de baja capitalización:** Acciones con una capitalización de mercado que se ubica en los dos tercios inferiores del índice Russell 3000.
- **Valores de renta variable de alta capitalización:** Acciones con una capitalización de mercado que se ubica en el tercio superior del índice Russell 1000.
- **Valores de renta variable de crecimiento:** Acciones con una razón precio/valor en libros en el tercio superior del índice Russell 1000.
- **Valores de renta variable de valor:** Acciones con una razón precio/valor en libros en el tercio inferior del índice Russell 1000.

Conecte con Vanguard®

CFA® es una marca registrada propiedad del CFA Institute.

Vanguard®

© 2022 The Vanguard Group, Inc. ISGVEMO

122022

Important Information

VIGM, S.A. de C.V. Asesor en Inversiones Independiente ("Vanguard México") número de registro: 30119-001-(14831)-19/09/2018. El registro de Vanguard México ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores ("CNBV") como un Asesor en Inversiones Independiente no es una certificación de que Vanguard México cumple con la regulación aplicable a los Servicios de Inversión Asesorados ni una certificación respecto a la veracidad y certeza de la información contenida en el presente. La supervisión que la CNBV realiza sobre Vanguard México está limitada únicamente a los Servicios de Inversión Asesorados y no a los demás servicios que presta Vanguard México.

Este material es para fines informativos únicamente, y no constituye oferta ni invitación para comprar o vender valores, y ninguno de dichos valores se ofrecerá ni venderá a persona alguna, en cualquier jurisdicción donde dicha oferta, invitación, compra o venta sea ilegal conforme a la legislación aplicable. El uso de la información de este material queda a la entera discreción del destinatario.

La información sobre valores contenida en el presente debe ser revisada en conjunto con la información de oferta de cada uno de dichos valores, dicha información puede ser encontrada en el website de Vanguard: <https://www.vanguardmexico.com/institucional/productos/es/lista/descripcion> o www.vanguard.com

Vanguard México puede recomendar productos de The Vanguard Group Inc. y sus afiliadas, dichas afiliadas y sus clientes pueden mantener posiciones en los valores recomendados por Vanguard México.

Los valores representativos de ETFs solo pueden ser adquiridos o vendidos a través de un intermediario bursátil y no pueden ser redimidos por el fondo emisor excepto en unidades que agrupen un número significativo de dichos valores. Las inversiones en ETFs implican el pago de comisiones de intermediarios bursátiles y diferenciales derivados de la oferta y demanda, ambos factores deben ser considerados antes de invertir. El valor de mercado de los valores representativos de un ETF puede ser mayor o menor al valor de activo neto del mismo.

Todas las inversiones están sujetas a riesgo, incluyendo la posible pérdida del dinero invertido. Las inversiones en fondos o ETFs de bonos están sujetas a riesgos de tasa de interés, crédito e inflación. El respaldo de un gobierno a bonos aplica únicamente a los valores en los que invierte el fondo o el ETF y no previene ni limita las fluctuaciones en el precio de los valores representativos de fondos o ETFs. Los bonos conocidos como High-Yield generalmente tienen calificaciones crediticias de rango bajo y medio y por lo tanto tienen un nivel mayor de riesgo que los que tienen mejores calificaciones crediticias.

No hay ninguna garantía de que las proyecciones incluidas en este documento ocurrirán. El desempeño histórico no es garantía de resultados futuros.

Los precios de las acciones de empresas consideradas de mediana y pequeña capitalización fluctúan más que aquellos de las empresas de gran capitalización. Los fondos que concentran sus inversiones en un sector de mercado limitado corren el riesgo de mayor volatilidad en el precio de sus. Las inversiones en valores están sujetas a riesgos políticos y económicos, nacionales y regionales y al riesgo de tipo de cambio, estos riesgos son especialmente altos en los mercados emergentes. Los cambios en los tipos de cambio pueden tener un efecto adverso sobre el valor, el precio o los ingresos de un fondo.

Respecto a la información de terceros incluida en el presente documento, aun cuando Vanguard México y The Vanguard Group Inc. utilizan fuentes consideradas fidedignas y se tiene especial cuidado en la selección de estas, no asumimos ninguna responsabilidad por dicha información.

Este documento no debe considerarse como una recomendación de inversión, a fin de que Vanguard Mexico pueda proporcionar una recomendación se deben completar determinados procesos legales y de perfilamiento de cliente.

Este documento es solo para propósitos informativos y no toma en consideración sus antecedentes y circunstancias específicas ni ninguna otra circunstancia relativa a su perfil de inversión que pudiera ser relevante para tomar una decisión de inversión. Recomendamos obtener asesoría profesional basada en sus circunstancias individuales antes de tomar una decisión de inversión.

Este material está destinado exclusivamente a inversionistas institucionales y sofisticados. No debe ser distribuido al público en general.

Este material se proporciona únicamente para el uso exclusivo de su destinatario y no deberán ser distribuido a ninguna otra persona o entidad. Las casas de bolsa, asesores y otros intermediarios que reciban este material deben determinar si sus clientes son elegibles para invertir en los productos aquí discutidos.

La información contenida en este documento no constituye una oferta o solicitud y no puede ser tratada como tal en ninguna jurisdicción donde dicha oferta o solicitud sea contra la ley, o para cualquier persona para quien sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud, o si la persona que hace la oferta o la solicitud no está calificada para hacerlo.

El presente material es proporcionado a solicitud y uso exclusivo del destinatario y no constituye, ni pretende constituir, una oferta pública en la República de Colombia o una promoción ilegal de productos financieros o del mercado de capitales. La oferta los productos financieros descritos en este documento está dirigida a menos de cien inversionistas específicamente identificados. Los productos financieros descritos en este documento no se pueden promocionar o comercializar en Colombia o a residentes de Colombia, a menos que dicha promoción y comercialización se realice en cumplimiento con el Decreto 2555/2010 y demás reglas y reglamentos aplicables relacionados con la promoción de productos extranjeros financieros y del mercado de capitales en Colombia.

Los productos financieros descritos en este documento no estarán ni serán inscritos ante el Registro Nacional de Valores y Emisores de Colombia ("RNVE") mantenido por la Superintendencia Financiera de Colombia, ni ante la Bolsa de Valores de Colombia. En consecuencia, la distribución de cualquier documentación relacionada con los productos financieros aquí descritos no constituirá una oferta pública de valores en Colombia.

Los productos financieros descritos en este documento no pueden ofrecerse, venderse ni negociarse en Colombia, excepto en circunstancias que no constituyan una oferta pública de valores según las leyes y regulaciones de valores colombianos aplicables; tomando en consideración que, cualquier persona autorizada de una firma autorizada para ofrecer valores extranjeros en Colombia deberá acatar los términos del Decreto 2555/2010 para ofrecer dichos productos en forma privada a sus clientes colombianos.

La distribución de este material y la oferta de los valores descritos en el mismo pueden estar restringidas en ciertas jurisdicciones. Es posible que los productos mencionados en este material no estén registrados en su jurisdicción y, por lo tanto, es posible que no estén sujetos a las leyes de valores locales. La información contenida en este material es solo para orientación general, es responsabilidad de cualquier persona en posesión de este material que desee adquirir estos valores, informarse y cumplir con las leyes y regulaciones aplicables en la jurisdicción relevante. Los posibles adquirentes de valores deberán informarse sobre los requisitos legales, regulaciones de control de cambios, y los impuestos aplicables en los países de su respectiva jurisdicción, nacionalidad o domicilio.

Esta oferta se acoge a la norma de carácter general No. 336 de la Comisión para el Mercado Financiero. La oferta versa sobre valores no inscritos bajo la Ley de Mercado de Valores en el Registro de Valores o en el Registro de Valores extranjeros que lleva la Comisión para el Mercado Financiero, por lo que tales valores no están sujetos a la fiscalización de ésta. Por tratarse de valores no inscritos, no existe la obligación por parte del emisor de entregar en Chile información pública respecto de esos valores. Los valores no podrán ser objeto de oferta pública mientras no sean inscritos en el Registro de Valores correspondiente. El emisor de los valores no se encuentra inscrito en los Registros que mantiene la Comisión para el Mercado Financiero, por lo que no se encuentra sometido a la fiscalización de la Comisión para el Mercado financiero ni a las obligaciones de información continua.

Los valores aquí descritos no han sido registrados conforme a la Ley del Mercado de Valores de Perú (Decreto Supremo No. 093-2002-EF) o ante la Superintendencia del Mercado de Valores ("SMV"). No habrá oferta pública de valores en Perú, y los valores únicamente se podrán ofrecer o vender a inversionistas institucionales (según se define en el Apéndice I del Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales) en Perú mediante una oferta privada. Los valores que se ofrezcan y vendan en Perú no se pueden vender o transmitir a persona alguna que no sea un inversionista institucional, a menos que esos valores se hayan registrado ante el Registro Público del Mercado de Valores a cargo de la SMV. La SMV no ha revisado la información proporcionada a los inversionistas. Este material es para uso exclusivo de inversionistas institucionales en Perú y no es para distribución pública.

Los productos financieros descritos en este documento únicamente se pueden ofrecer o vender en Bermuda en cumplimiento con las disposiciones de la Ley de Sociedades de Inversión de Bermuda de 2003 (Bermuda Investment Business Act of 2003). Asimismo, las personas que no sean nacionales de Bermuda no pueden dedicarse o realizar operación o actividad alguna en Bermuda a menos que estén autorizadas para hacerlo conforme a la legislación aplicable de Bermuda. Dedicarse a la actividad de ofrecer o comercializar los productos en Bermuda a personas en Bermuda se puede considerar como estar realizando negocios en Bermuda.

Vanguard México no pretende, y no cuenta con licencia ni registro, para realizar negocios en, desde o dentro de las Islas Caimán y los valores relacionados con los productos no se ofrecerán al público en general de las Islas Caimán.

Los productos financieros descritos en este documento no han sido ni estarán registrados en la Comisión de Valores de Las Bahamas. Los productos financieros descritos en este documento se ofrecen a personas que no son residentes o que se consideran no residentes para los efectos del Control de Cambios de las Bahamas. Los productos financieros descritos en este documento no están destinados a personas (personas físicas o jurídicas) para las que una oferta o compra contravenga las leyes de su estado (por nacionalidad o domicilio/oficina registrada del interesado o por otras razones). Además, la oferta constituye una distribución exenta para efectos de la Ley de la industria de valores de 2011 y las Regulaciones de la industria de valores de 2012 del Commonwealth de las Bahamas.

Este documento no es, ni pretende ser, una oferta pública, publicidad o solicitud con respecto a valores, inversiones u otro negocio de inversión en las Islas Vírgenes Británicas ("BVI"), y no es una oferta de venta, o una solicitud o invitación para hacer ofertas de compra o suscripción de valores, otras inversiones o servicios que constituyan negocios de inversión en BVI. Ni los valores mencionados en este documento ni ningún prospecto u otro documento relacionado con ellos han sido o serán registrados ante la Comisión de Servicios Financieros de BVI o cualquier departamento de la misma.

Este documento no está destinado a ser distribuido al público en general en las BVI ni a individuos en las BVI. Los productos aquí descritos solo están disponibles para, y cualquier invitación u oferta para suscribirse, comprar o adquirir dichos fondos se hará solo a personas fuera de las BVI, con la excepción de las personas residentes en las BVI únicamente en virtud de ser una empresa constituida en las BVI o personas que no son consideradas "miembros del público en general" según la Ley de Negocios de Inversiones y Valores de 2010 ("SIBA").

Las personas que reciban este documento en BVI (con excepción de las personas que no son consideradas público en general en las BVI según SIBA, o que sean personas residentes en las BVI únicamente en virtud de ser una empresa constituida en las BVI con domicilio social y una oficina registrada en BVI) deberán abstenerse de tomar cualquier tipo de decisiones, incluyendo decisiones de inversión con base en este documento y su contenido.

El presente documento no constituye una oferta o una solicitud de oferta de inversión respecto de los valores descritos en el mismo. El presente documento está dirigido exclusivamente a inversionistas profesionales / sofisticados en los Estados Unidos y es exclusivamente de carácter informativo. Los productos financieros descritos en este documento solo están disponibles para inversionistas finales fuera de los Estados Unidos, por lo que este documento no deberá ser distribuido a inversionistas en los Estados Unidos. Aquella entidad que utilice, distribuya o reenvíe este material, elaborado por VIGM, S.A. de C.V., Asesor en Inversiones Independiente en México, a cualquier otra parte será la única responsable del cumplimiento de la regulación en dicha distribución.

Conecta con Vanguard®

Vanguard®

© 2022 The Vanguard Group, Inc. All rights reserved.