



# Optimistas para 2021, pero con realismo

---

Estrategia de inversión &  
Asset Allocation 1T21

Enero 2021



a&g Banca Privada

## Optimistas para 2021, pero con realismo

- 1. Breve repaso a los mercados en 2020**
- 2. Entorno económico**
  - a. La actividad económica rebotará con mucha fuerza en 2021
  - b. Deuda: el lastre para el próximo ciclo
- 3. Horizonte más despejado, no libre de riesgo**
  - a. Hacia el fin de la pandemia
  - b. Estímulos fiscales y elecciones en EE.UU.
  - c. Brexit: hubo acuerdo de última hora
- 4. Extensión del fuerte soporte a los mercados**
  - a. Estímulos monetarios
  - b. Estímulos fiscales
- 5. Epicentro económico hacia oriente**
- 6. Retos para la construcción de carteras**
- 7. Asset Allocation**
  - a. Renta Fija
  - b. Renta Variable
  - c. Otros activos
- 8. Resumen de nuestro posicionamiento**



# RESUMEN EJECUTIVO (I)



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

- **Termina 2020**, con el **MSCI World**, S&P 500, Nasdaq en **máximos históricos**, el Bitcoin disparado y los **diferenciales de crédito en niveles pre-pandemia**.
- ... y todo con los **mismos catalizadores** que los de los años posteriores a la Gran Recesión Financiera: **apoyo monetario extremo, ayudado por estímulos fiscales**.
- Los mercados se han visto beneficiados, adicionalmente, por el **fuerte crecimiento** de la actividad económica **esperado para los próximos trimestres**, apoyado en gran medida por la **vacuna**.
- Esperamos ver en **2021 la mayor recuperación global de la década** (global PIB 4,5-5%, aunque quedaría aún cerca de un 3% por debajo de niveles pre pandemia), **ayudado por el efecto base, pero en los años posteriores, la deuda lastrará el crecimiento**.
- Recuperación, reflación y rotación apoyados por la política monetaria y fiscal parece una opinión muy de **consenso...** Quizás demasiado y con **cierta complacencia** respecto algunos de los riesgos.

## RESUMEN EJECUTIVO (II)



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

- Después de la fuerte recuperación inicial, **esperamos un ciclo alcista menos largo y menos intenso que ciclos anteriores, con mayor peso de los gobiernos, menor globalización e inflación contenida.**
- El mensaje del no deja de ser “**don’t fight the Fed & their friends**”. Se espera que el Balance del G4 continúe aumentando fuertemente en 2021. 3.6Tr\$ según JP Morgan después de haber aumentado en 7.8Tr\$ en el 2020.
- Aunque **las valoraciones de la renta variable ya no se puedan calificar de “atractivas”** (al menos a nivel índice y en términos absolutos) **hay demasiada liquidez para que las bolsas no lo hagan bien en 2021.**
- Nuestro posicionamiento es **OPTIMISTA PARA 2021, PERO CON REALISMO.**



1.

**BREVE REPASO A LOS  
MERCADOS EN 2020**

# BREVE REPASO DE MERCADOS EN 2020

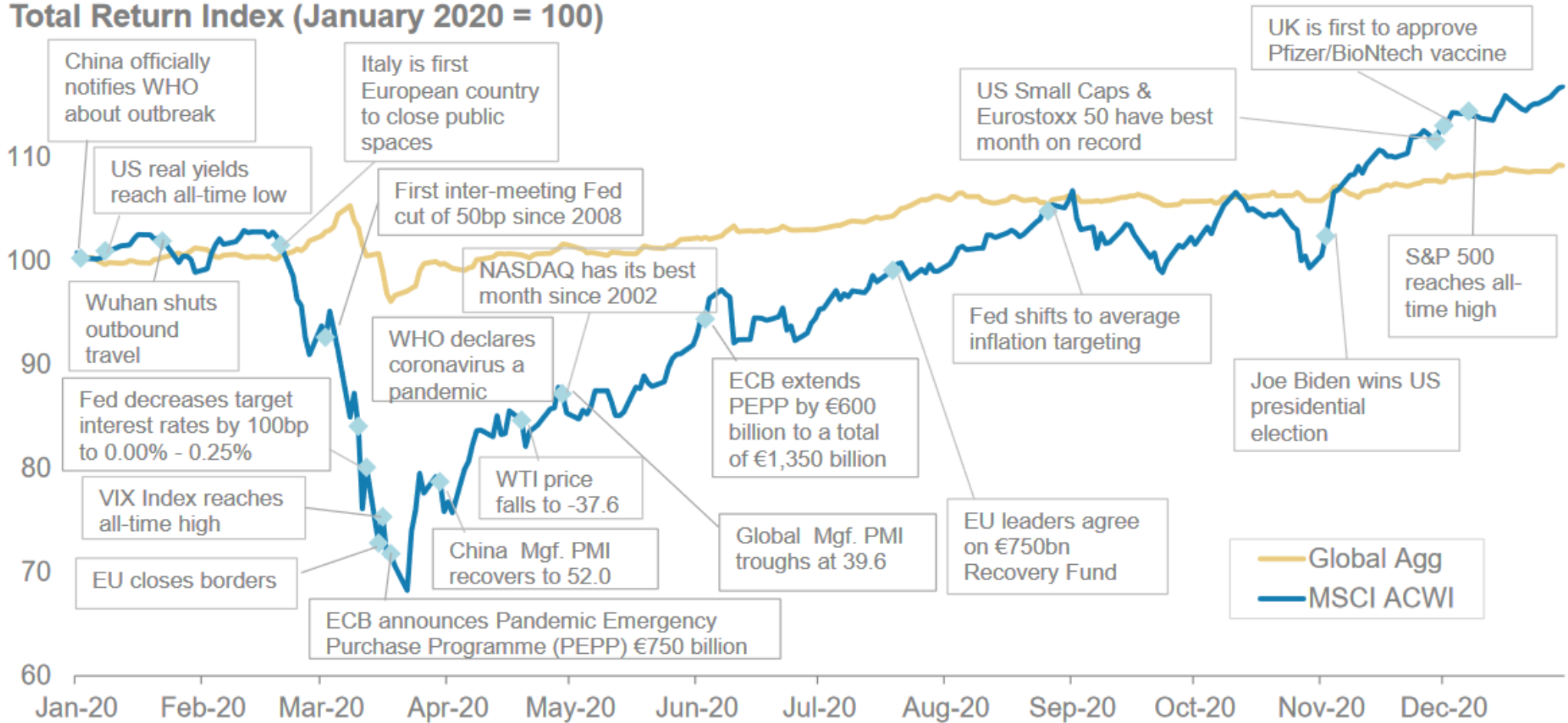
## EVENTOS Y EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE GLOBAL DE ACCIONES Y BONOS Y PRINCIPALES EVENTOS DE 2020

**Total Return Index (January 2020 = 100)**



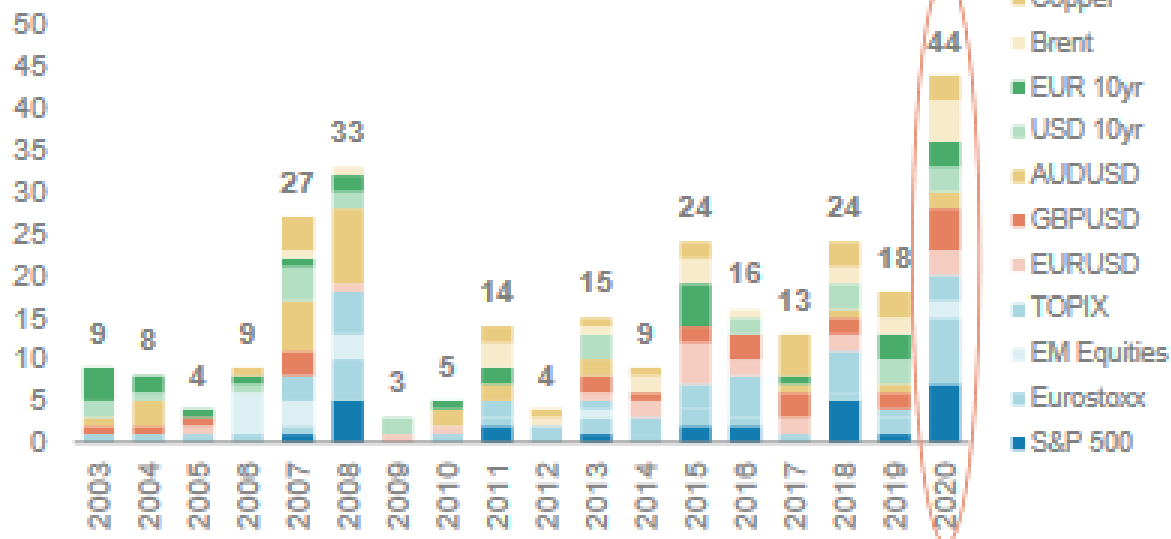
# BREVE REPASO DE MERCADOS EN 2020 AÑO TREMENDAMENTE VOLÁTIL



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## NÚMERO DE MOVIMIENTOS DE 3 SIGMAS EN 2020 VOLATILIDAD EXTREMA

### Number of 3 $\sigma$ Moves



Source: Morgan Stanley Research; Note:  $\sigma$  defined as one-day move relative to 3m implied vol on the previous day.

Fuente: Morgan Stanley

## 2020: AÑO DE VOLATILIDAD EXTREMA

- La característica principal del ejercicio 2020 ha sido la volatilidad extrema.
- La afirmación anterior no se basa sólo en los niveles de volatilidad como medida estadística, alcanzados en el mes de marzo y abril, para después volver a tener fuertes repuntes en junio y septiembre.
- Como muestra el gráfico de la izquierda, el número de movimientos de tres sigmas registrados durante 2020 ha sido muy superior a los registrados en 2007 o 2008.
- Estadísticamente, para una distribución normal de retornos, un evento de tres sigmas ocurre un 0.3% de las veces.

# BREVE REPASO DE MERCADOS EN 2020

## RENTABILIDAD DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### 2020 HA SIDO UN AÑO POSITIVO PARA ACTIVOS DE RIESGO

#### RENTABILIDADES DE DIFERENTES ACTIVOS EN 2020

##### GLOBAL EQUITIES

**18.4%**

S&P 500 total returns

**-1.7%**

MSCI Europe total returns

##### SENTIMENT

**0.5**

Morgan Stanley Standardised GRDI\*

**22.8%**

VIX currently stands at...

##### GLOBAL FIXED INCOME

**10.0%**

UST 10Y total returns

**1.9%**

US HY credit excess returns

##### FLOWS/ISSUANCE

**38%**

YoY Δ in DM sovereigns gross issuance

**50%**

YoY Δ in DM HY gross issuance

##### FX

**2.8%**

Trade-weighted USD weakened by...

**13.8%**

SEK appreciated against USD by...

##### MARKET-IMPLIED POLICY MOVES

**-2bp**

Cumulative change in Fed rate over N12M

**-7bp**

Cumulative change in ECB rate over N12M

- No sin volatilidad y con muchas oportunidades para perderselo, pero el ejercicio 2020 ha terminado siendo muy positivo para la mayoría de los activos de riesgo.
- Las bolsas mundiales han subido un 11% en 2020, con grandes divergencias entre el +18% del S&P 500 y el -1,7% del índice MSCI Europa.
- El comportamiento de la renta fija gubernamental ha sido también excelente, especialmente la de EEUU, con una revalorización en precio de su bono a 10 años del 10% en el ejercicio.
- El dólar ha estado débil, no sólo contra el €, sino contra la mayor parte de divisas. El índice del dólar ha caído un 2,8%, perdiendo un 9% frente al € y casi un 14% frente a divisas como la corona sueca.
- Gran volumen de emisiones brutas de deuda en el ejercicio, creciendo al 38% en gobiernos de países desarrollados y al 50% en bonos high yield.

Fuente: Morgan Stanley



# BREVE REPASO DE MERCADOS EN 2020

## 2020: OTRO AÑO EXTREMO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

EVOLUCIÓN ANUAL DE DIFERENTES CLASES DE ACTIVO ORDENADAS POR RENTABILIDAD  
(verde significa que bate a la inflación)

Ranking	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	US 10yr	MSCI EM	REITS	US 10yr	MSCI China	Russell 2000	REITS	MSCI Japan	Commodities	MSCI China	US 2yr	S&P 500	MSCI China
2	US 2yr	MSCI China	Russell 2000	Inflation Bonds	MSCI Europe	S&P 500	S&P 500	REITS	Russell 2000	MSCI EM	US 10yr	REITS	Russell 2000
3	US Agg. Bond	Global HY	Commodities	EM\$Sov Credit	Global HY	MSCI Japan	US 10yr	US 10yr	US HY	MSCI Europe	US Agg. Bond	Russell 2000	MSCI EM
4	US IG	US HY	MSCI EM	US IG	REITS	MSCI Europe	MSCI China	EM\$Sov Credit	Global HY	MSCI Japan	US HY	MSCI Europe	S&P 500
5	Inflation Bonds	Commodities	MSCI Japan	US Agg. Bond	MSCI EM	US HY	US IG	S&P 500	S&P 500	S&P 500	US IG	MSCI China	MSCI Japan
6	EM\$Sov Credit	MSCI Europe	US HY	REITS	EM\$Sov Credit	Global HY	EM\$Sov Credit	US 2yr	MSCI EM	Russell 2000	EM Local Debt	MSCI Japan	Inflation Bonds
7	US HY	EM\$Sov Credit	S&P 500	US HY	Russell 2000	MSCI China	US Agg. Bond	US Agg. Bond	EM\$Sov Credit	EM Local Debt	Global HY	MSCI EM	Commodities
8	Global HY	REITS	Global HY	Global HY	S&P 500	REITS	Russell 2000	US IG	REITS	Global HY	REITS	US IG	US 10yr
9	Commodities	Russell 2000	EM Local Debt	S&P 500	US HY	US 2yr	Inflation Bonds	MSCI Europe	US IG	EM\$Sov Credit	Inflation Bonds	US HY	US IG
10	MSCI Japan	S&P 500	EM\$Sov Credit	US 2yr	EM Local Debt	US IG	US HY	Global HY	EM Local Debt	REITS	EM\$Sov Credit	EM\$Sov Credit	US Agg. Bond
11	Russell 2000	US IG	US 10yr	EM Local Debt	US IG	US Agg. Bond	US 2yr	Russell 2000	Inflation Bonds	Inflation Bonds	S&P 500	Global HY	US HY
12	S&P 500	EM Local Debt	US IG	Russell 2000	Inflation Bonds	MSCI EM	Global HY	US HY	MSCI Japan	Commodities	Commodities	Commodities	Global HY
13	REITS	Inflation Bonds	US Agg. Bond	Commodities	MSCI Japan	Inflation Bonds	MSCI EM	Inflation Bonds	US Agg. Bond	US HY	Russell 2000	EM Local Debt	MSCI Europe
14	MSCI Europe	MSCI Japan	MSCI China	MSCI Europe	US Agg. Bond	EM Local Debt	EM Local Debt	MSCI China	MSCI China	US IG	MSCI Japan	US Agg. Bond	EM Local Debt
15	MSCI China	US Agg. Bond	MSCI Europe	MSCI Japan	US 10yr	US 10yr	MSCI Japan	EM Local Debt	US 2yr	US Agg. Bond	MSCI EM	US 10yr	EM\$Sov Credit
16	MSCI EM	US 2yr	Inflation Bonds	MSCI EM	Commodities	EM\$Sov Credit	MSCI Europe	MSCI EM	US 10yr	US 10yr	MSCI Europe	Inflation Bonds	US 2yr
17		US 10yr	US 2yr	MSCI China	US 2yr	Commodities	Commodities	Commodities	MSCI Europe	US 2yr	MSCI China	US 2yr	REITS

Fuente: Morgan Stanley

# BREVE REPASO DE MERCADOS EN 2020

## BOLSAS EN MÁXIMOS Y SPREADS EN MÍNIMOS

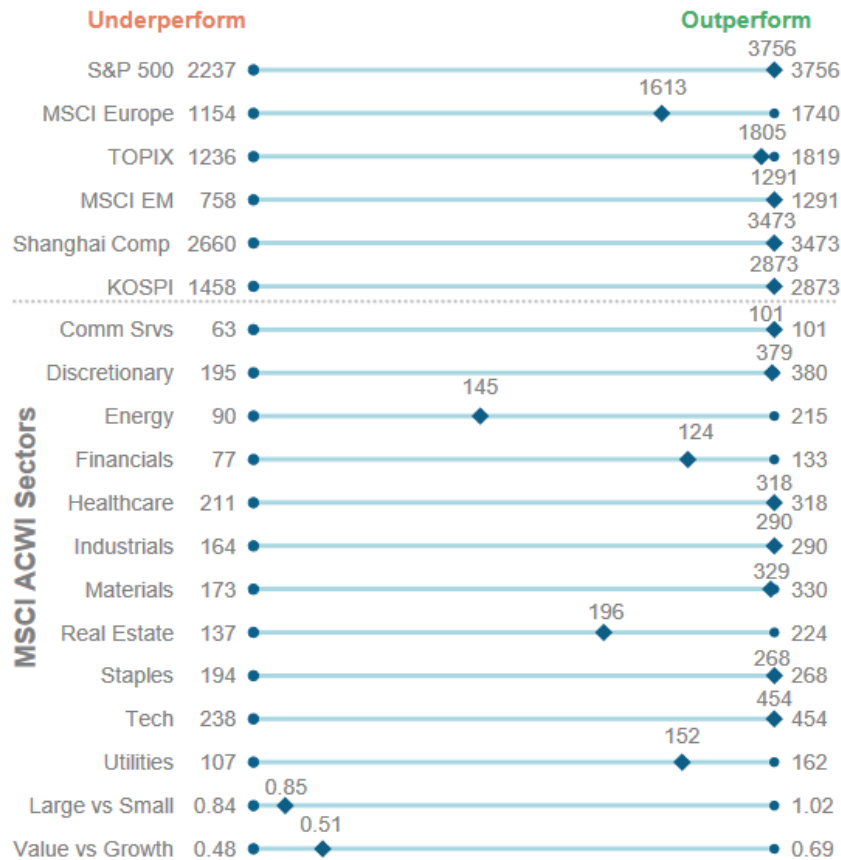


1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### EVOLUCIÓN Y VALORACIÓN DE DIFERENTES ACTIVOS RESPECTO A SU RANGO DE LOS ÚLTIMOS 12 MESES

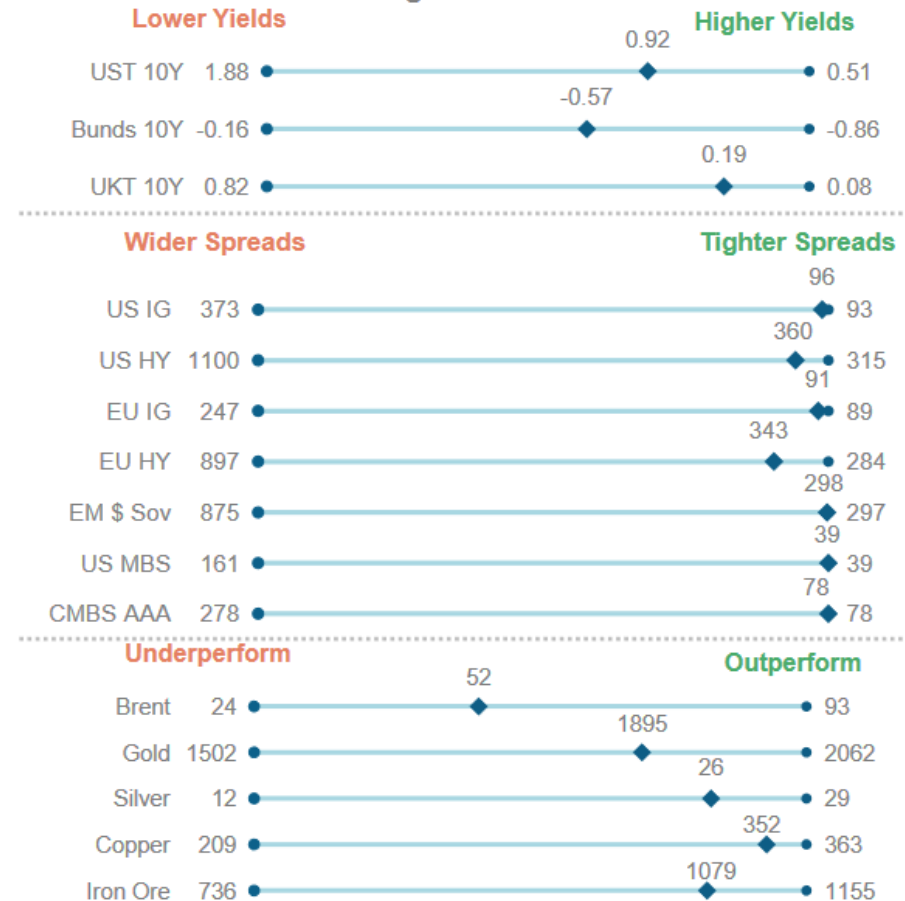
#### Equities

##### Current versus Last 12m Range



#### Fixed Income

##### Current versus Last 12m Range



# BREVE REPASO DE MERCADOS EN 2020

## TENDENCIAS RELATIVAS DE MERCADO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

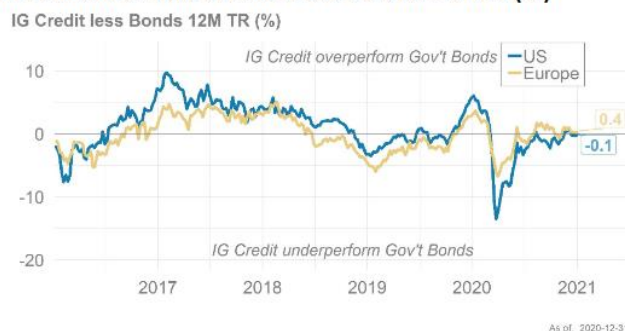
### RENTABILIDADES RELATIVAS – DIFERENCIA DE RETORNO TOTAL

#### Equities versus Govt. Bonds (%)



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

#### Investment Grade Credit versus Govt. Bonds (%)



#### Regional Equities vs. MSCI ACWI (%)



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research. Note: MSCI ACWI and MSCI EM are in USD.

#### Equities versus High Yield (%)



Fuente: Morgan Stanley

### TENDENCIAS RELATIVAS DE MERCADO

- La renta variable ha tenido mejor comportamiento que la renta fija gubernamental.
- El comportamiento de EE.UU. ha sido, y continúa siendo, mejor que el de Europa, con los mercados emergentes a mitad de camino.
- El crédito Investment grade, como cabría esperar, se ha comportado mejor que los bonos gubernamentales en la recuperación, aunque en el año completo el resultado ha sido muy similar.
- El relativo entre renta variable y bonos de alto rendimiento ha sido muy favorable a las bolsas en EE.UU., pero no en Europa.

# BREVE REPASO DE MERCADOS EN 2020

## TENDENCIAS RELATIVAS DE MERCADO

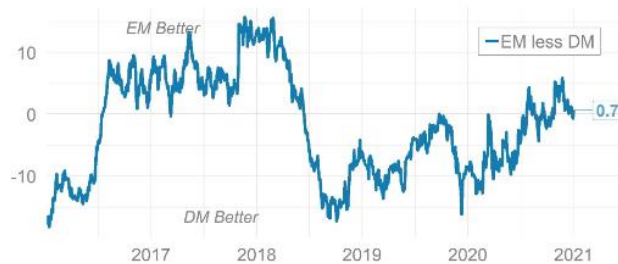


1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### RENTABILIDADES RELATIVAS – DIFERENCIA DE RETORNO TOTAL

#### EM versus DM Equities (%)

EM less DM Stocks 12M TR (%)



As of: 2020-12-31

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research. Note: Both indices are in USD.

#### Small-Cap versus Large-Cap Equities (%)

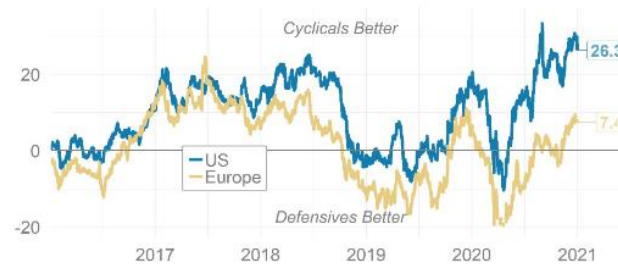
Small less Large Caps 12M TR (%)



As of: 2020-12-31

#### Cyclical versus Defensive Equities (%)

Cyclicals less Defensives 12M TR (%)

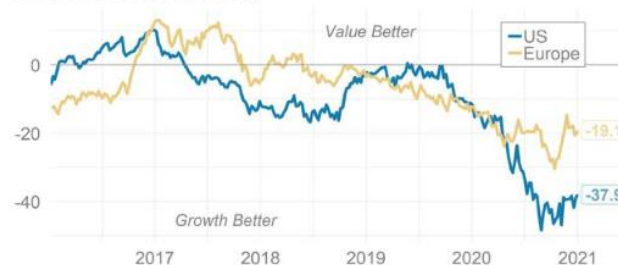


As of: 2020-12-31

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

#### Value versus Growth Equities (%)

Value less Growth 12M TR (%)



As of: 2020-12-31

Fuente: Morgan Stanley

### TENDENCIAS RELATIVAS DE MERCADO

- Las diferencias entre bolsas emergentes y desarrolladas no son significativas en los últimos 12 meses, pero las emergentes han recuperado una gran parte del terreno perdido.

- El comportamiento de los sectores cíclicos ha sido mucho mejor que el de los defensivos, tanto en el rebote, como en los últimos 12 meses en EE.UU. La diferencia en Europa ha sido menor.

- Las pequeñas compañías han tenido buen comportamiento relativo en Europa, pero no en EE.UU.

- El rebote relativo del estilo Value ha sido mínimo frente al estilo growth, con el diferencial muy superior en EE.UU, aunque tendencia similar en Europa.



2.

# ENTORNO ECONÓMICO



# ACTIVIDAD ECONÓMICA REBOTARÁ CON MUCHA FUERZA EN 2021



Fuente: Hedgeye

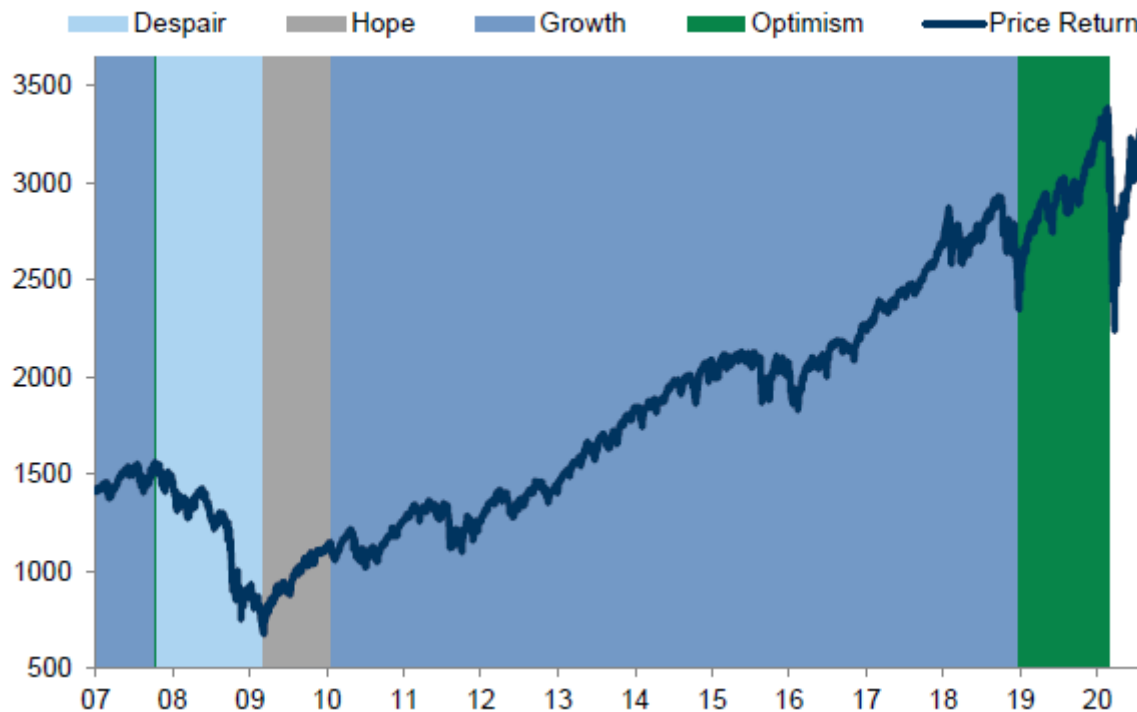
# HORIZONTE SOLEADO

## EL CICLO ECÓNOMICO SEGÚN GOLDMAN SACHS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

Evolución del ciclo económico de EE.UU.



Fuente: Goldman Sachs

### DE ESPERANZA A CRECIMIENTO

- Según GS, el ciclo económico se divide en 4 fases: esperanza, crecimiento, optimismo y desesperación.
- Los extraordinarios retornos de 2019 fueron consistentes con la clásica fase de optimismo, que suele verse al final de un ciclo alcista prolongado, apoyado principalmente en un incremento de las valoraciones.
- La fase de esperanza, que es la primera de un nuevo ciclo, normalmente comienza en una recesión, al comenzar los inversores a anticipar una recuperación. Es la parte más explosiva del ciclo y es lo vivido a partir de marzo de este año.
- La fase de crecimiento es la más larga del ciclo, pero suele venir precedida de algunas dudas sobre si la fase de esperanza había sido demasiado optimista.

# ENTORNO ECONÓMICO

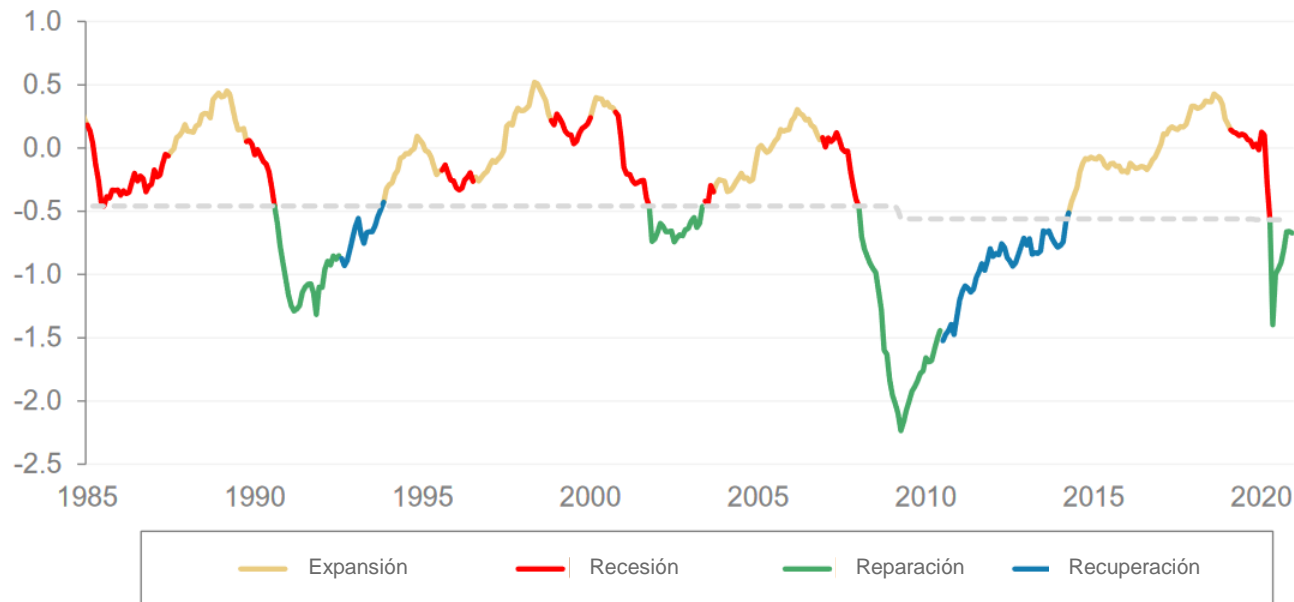
## EL CICLO ECONÓMICO EN EE.UU.



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### EVOLUCIÓN DEL CICLO ECONÓMICO DE EE.UU.

#### US Cycle Indicator



Fuente: Morgan Stanley Research

### FASE DE REPARACIÓN AVANZADA

- Tras la fase de recesión, que damos por finalizada ya en el 2T20, la fase de reparación está avanzada.
- La fase de recesión es aquella en la que los datos aún están por encima de la tendencia de largo plazo, pero cayendo.
- En esta fase de reparación, los datos están aún por debajo de la tendencia y cayendo. Es el final de las malas noticias y el mercado normalmente se anticipa a la fase de recuperación, en la que los datos ya comienzan a mejorar.
- Encaramos la fase de recuperación, que posiblemente necesite un proceso de vacunación algo más avanzado y dejar atrás definitivamente la Pandemia.



# ENTORNO ECONÓMICO

## FUERTE REBOTE DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN 2021

- En el mes de octubre, el FMI revisó al alza las estimaciones de crecimiento global para 2020, recortando las de 2021.
- Con posterioridad a esta revisión, la mayoría de las casas de análisis han vuelto a revisar al alza, por la mejora de la situación de la Pandemia, sus números para 2020, con esta tercera ola impactando negativamente en el 1T21 en lugar del 4T20 esperado inicialmente.

### EVOLUCIÓN DE LAS PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL FMI

	2019	Projections		Difference from June 2020 WEO Update <sup>1</sup>		Difference from April 2020 WEO <sup>1</sup>	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021
<b>World Output</b>	<b>2.8</b>	<b>-4.4</b>	<b>5.2</b>	<b>0.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.5</b>
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.7</b>	<b>-5.8</b>	<b>3.9</b>	<b>2.3</b>	<b>-0.9</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.6</b>
United States	2.2	-4.3	3.1	3.7	-1.4	1.6	-1.6
Euro Area	1.3	-8.3	5.2	1.9	-0.8	-0.8	0.5
Germany	0.6	-6.0	4.2	1.8	-1.2	1.0	-1.0
France	1.5	-9.8	6.0	2.7	-1.3	-2.6	1.5
Italy	0.3	-10.6	5.2	2.2	-1.1	-1.5	0.4
Spain	2.0	-12.8	7.2	0.0	0.9	-4.8	2.9
Japan	0.7	-5.3	2.3	0.5	-0.1	-0.1	-0.7
United Kingdom	1.5	-9.8	5.9	0.4	-0.4	-3.3	1.9
Canada	1.7	-7.1	5.2	1.3	0.3	-0.9	1.0
Other Advanced Economies <sup>2</sup>	1.7	-3.8	3.6	1.1	-0.6	0.8	-1.0
<b>Emerging Market and Developing Economies</b>	<b>3.7</b>	<b>-3.3</b>	<b>6.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>-2.1</b>	<b>-0.5</b>
Emerging and Developing Asia	5.5	-1.7	8.0	-0.9	0.6	-2.7	-0.5
China	6.1	1.9	8.2	0.9	0.0	0.7	-1.0

Fuente: FMI



1T21- Optimistas para 2021, pero con realismo

### PREVISIONES ECONÓMICAS DEL FMI

- Se revisaron al alza para 2020 y a la baja para 2021, interpretando que la economía estaba mejor de lo esperado y una menor contracción en 2020 iría necesariamente acompañada de un menor rebote en 2021.
- Las economías emergentes, que sufrieron menos en 2020, rebotarán con más fuerza en el 21, destacando la gran fortaleza de China.
- En países desarrollados, el FMI espera un mayor rebote en 2021 de Europa que EE.UU., pero quedando el viejo continente aún muy rezagado en el acumulado 20-21.
- Las mayores tasas de crecimiento se deben al efecto base y tras el desplome de Italia, España y Reino Unido, serán estos países los que obtengan mayor tasa de crecimiento de PIB en 2021.

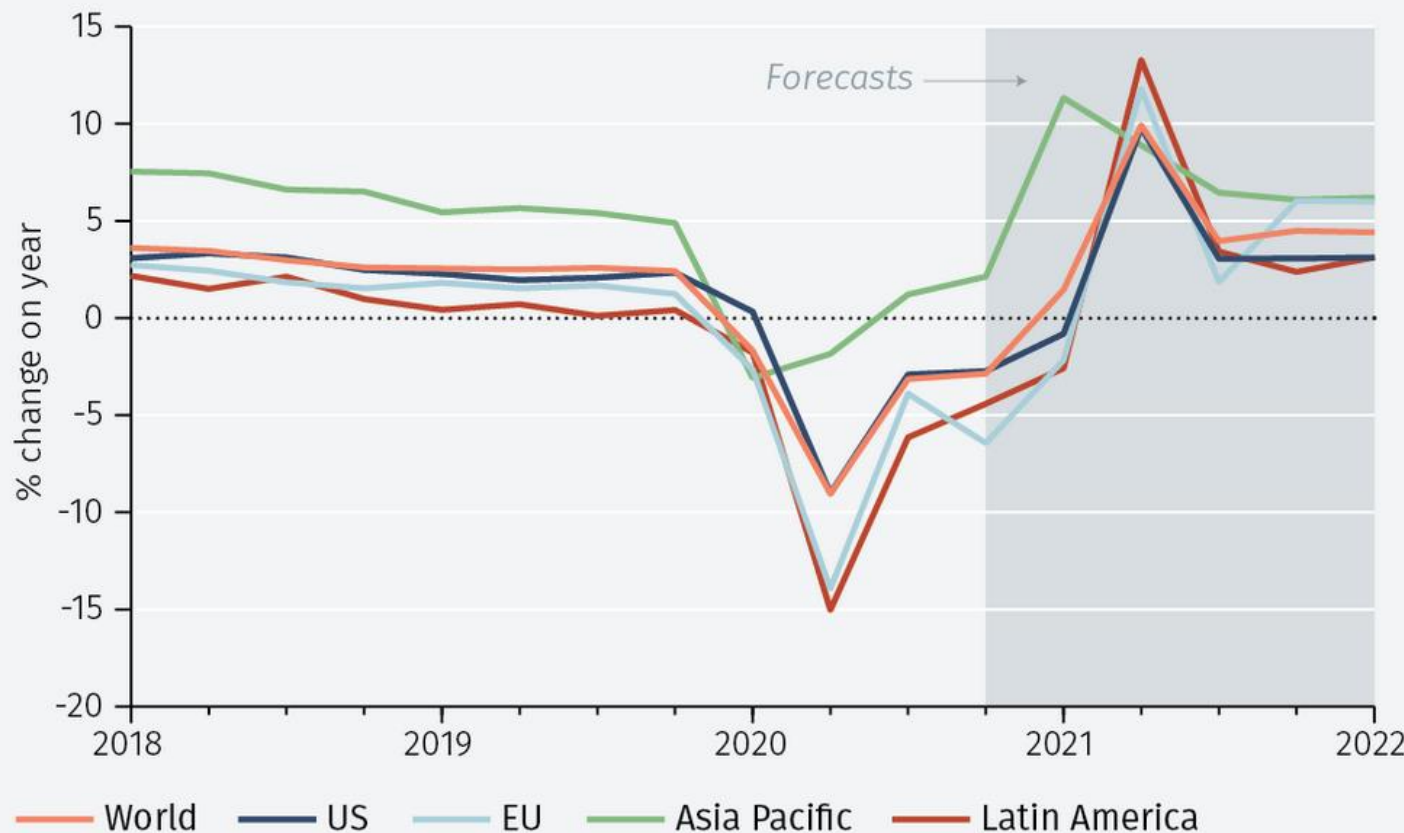
# ENTORNO ECONÓMICO

## CRECIMIENTO SINCRONIZADO PARA 2021



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### CRECIMIENTO DEL PIB GLOBAL



Fuente: Oxford Economics y EFG Asset Management

### CRECIMIENTO SINCRONIZADO

- Vemos una recuperación económica global ampliamente sincronizada en 2021.
- La región de Asia-Pacífico, liderada por China, fue la primera en experimentar la desaceleración relacionada con Covid-19 en 2020 y ha sido la primera en recuperarse. Esperamos que esto continúe en 2021.
- Sin embargo, a nivel mundial, es poco probable que el progreso en la primera mitad de 2021 sea fluido.
- El camino dependerá de la velocidad con la que se implementen las vacunas, la medida en que se alivien las restricciones de bloqueo (o, como todavía es posible, se endurezcan) y, lo más importante de todo, el grado en que las empresas y los consumidores recuperen la confianza.

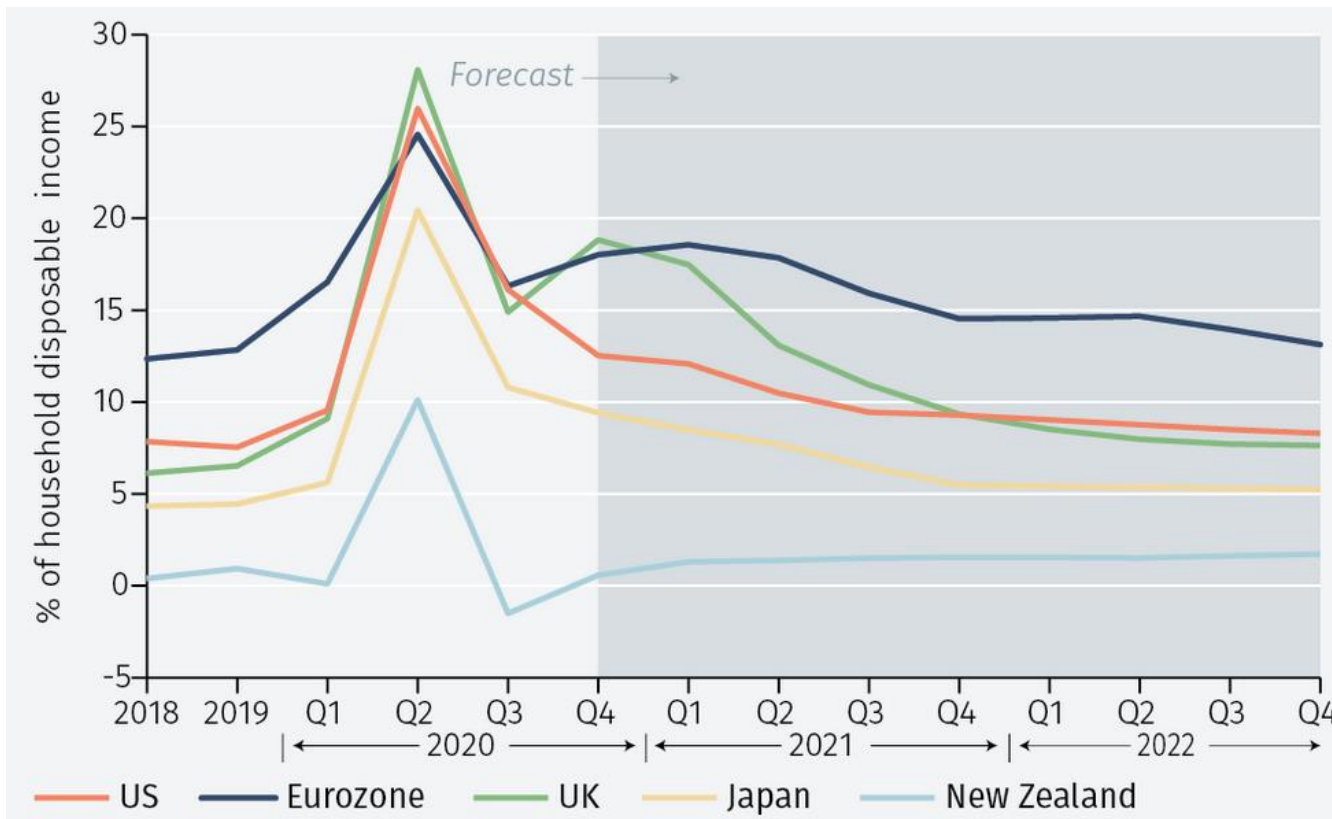
# ENTORNO ECONÓMICO

## AHORRO ACUMULADO IMPULSARÁ EL CONSUMO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### % DE RENTA DISPONIBLE



Fuente: Oxford Economics y EFG Asset Management

### EL AHORRO IMPULSARÁ EL CONSUMO EN LA REAPERTURA

- El gasto de los consumidores en entretenimiento, viajes, conciertos y eventos deportivos se ha visto particularmente afectado. Como resultado, se han acumulado ahorros
- La evidencia de los países que se han abierto después de que el virus se haya contenido con éxito (como China y Nueva Zelanda) es que estos ahorros se agotan rápidamente nuevamente, con un gasto especialmente fuerte en áreas en las que no fue posible gastar durante los cierres.
- En la segunda mitad de 2021, por lo tanto, esperamos un camino más suave para el crecimiento en las economías desarrolladas a medida que el virus cede y aumenta la confianza.

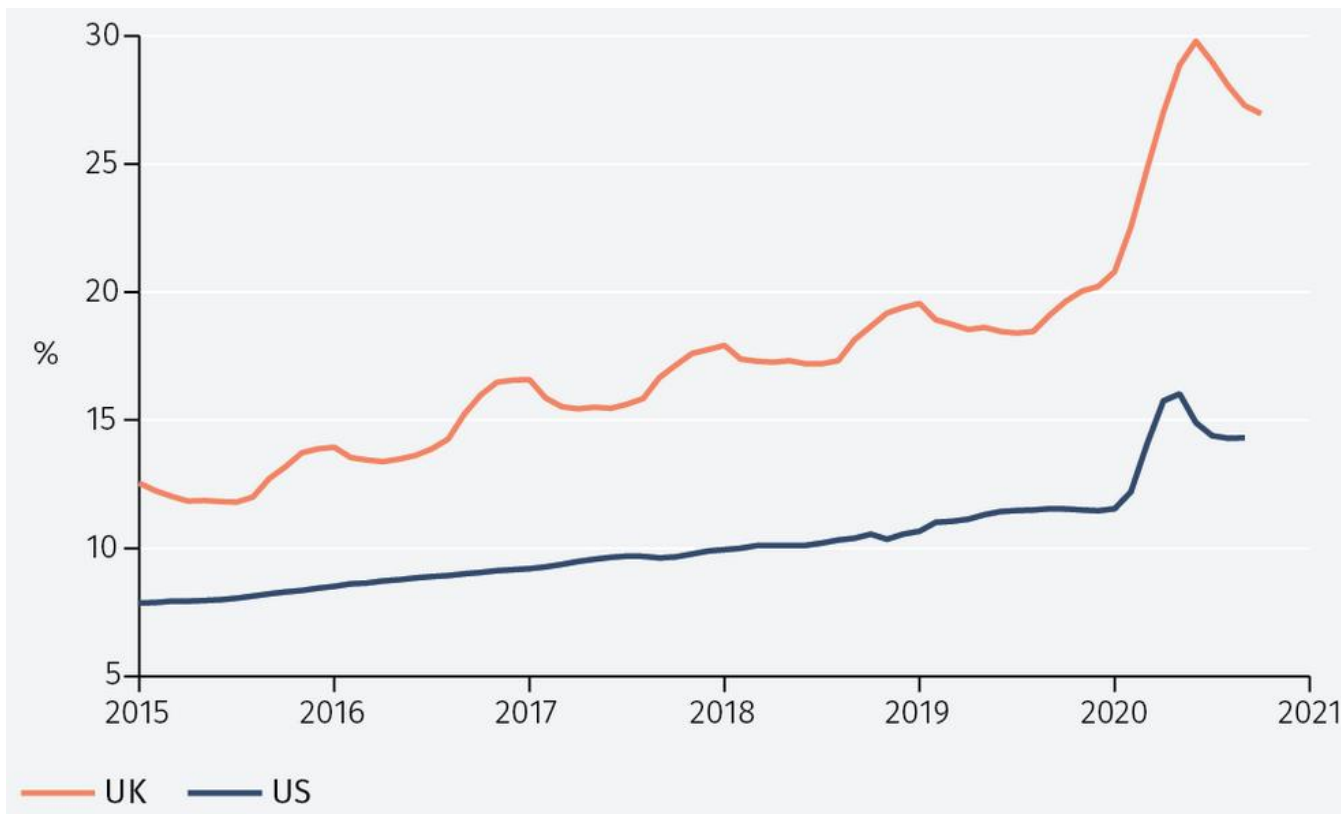
# ENTORNO ECONÓMICO

## CAMBIARÁN LOS HÁBITOS DE CONSUMO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### % DE VENTAS MINORISTAS ONLINE



Fuente: Oxford Economics y EFG Asset Management

### CONSUMO ONLINE ES ESTRUCTURAL

- El consumo online serán un gran tema de inversión en 2021 y más allá.
- Lo más significativo será el cambio a canales de venta digitales online.
- En el Reino Unido, la primera ola de Covid-19 vio hasta un tercio del gasto minorista online, frente a un quinto en 2019.
- Allí, como en los EE. UU., el paso a las ventas online ha sido un fenómeno lento que se ha visto acelerado por la pandemia.
- Creemos que es muy poco probable que la tendencia se revierta, especialmente porque las compras online se han vuelto algo más fáciles (a domicilio, entrega sin contacto, por ejemplo) mientras que la experiencia de compra física se ha visto comprometida por los cierres de tiendas y los problemas de salud residuales.

# ENTORNO ECONÓMICO

## ESPERAMOS BAJAS TASAS DE INFLACIÓN



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### CRECIMIENTO DE LA MASA MONETARIA GLOBAL



\*US, Eurozone, UK and Japan, GDP-weighted

Source: National central banks via Refinitiv and EFGAM calculations. Data as at 15 December 2020.

Fuente: EFG Asset Management

### CONSUMO ONLINE ES ESTRUCTURAL

- A pesar de la recuperación sincronizada y el continuo gasto público elevado, esperamos que la inflación se mantenga baja.
- A pesar de una recuperación de la demanda, muchos sectores de la economía mundial se caracterizarán por un exceso de capacidad en 2021. Ese será el caso en sectores (como el petróleo y la energía) que tienen un efecto particularmente importante en el tasa de inflación.
- Dado que la confianza del consumidor y el gasto aumentan lentamente, vemos que los consumidores siguen siendo muy sensibles a los precios.
- La evidencia de aquellas economías que se han recuperado bien del Covid-19 es que las presiones inflacionarias se han atenuado.
- Sin embargo, algunos señalan que fuerte incremento de la masa monetaria implicará una mayor inflación. Es un incremento similar al observado en la Crisis Financiera Global. Ahora, como entonces, este aumento refleja un aumento de las reservas de los bancos que a su vez se debe a las compras de activos de los bancos centrales. No creemos que esto presagie una mayor inflación

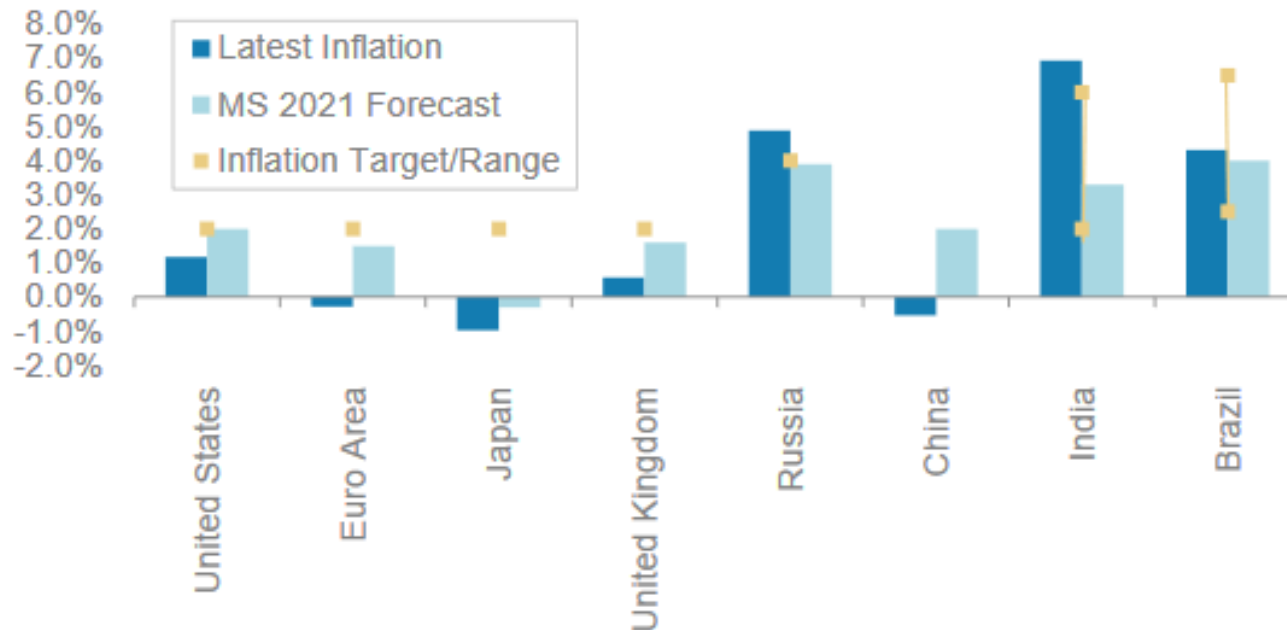
# ENTORNO ECONÓMICO

## INFLACIÓN MUY POR DEBAJO DEL OBJETIVO



1T21- Optimistas para 2021, pero con realismo

### INFLACIÓN ACTUAL FRENTE AL OBJETIVO DE BANCOS CENTRALES



		MS	Consensus	Above/ Below
US	2021	2.0	2.0	▲
	2022	2.6	2.1	●
EA	2021	1.5	0.9	●
	2022	1.3	1.2	●
Japan	2021	-0.3	0.1	◆
	2022	0.3	0.5	◆
UK	2021	1.6	1.5	●
	2022	1.7	1.9	◆

Note: CPI Inflation numbers are annual period averages. Red indicates below consensus, green indicates above consensus. We show CPI for all countries. Source: Morgan Stanley Research forecasts, Bloomberg

		MS	Consensus	Above/ Below
China	2021	2.0	1.6	●
	2022	2.0	2.3	◆
India	2021	3.3	4.8	◆
	2022	5.3	4.5	●
Brazil	2021	4.0	3.5	●
	2022	3.7	3.5	●
Russia	2021	3.9	3.7	●
	2022	4.1	3.8	●

Note: CPI/ Inflation numbers are annual period averages. Red indicates below consensus, green indicates above consensus. Brazil is National CPI. Russia, India and China, forecasts are of their respective CPIs. Source: Morgan Stanley Research forecasts, Bloomberg

### INFLACIÓN MUY POR DEBAJO DEL OBJETIVO DE BC

- La inflación se sitúa muy por debajo del objetivo de los respectivos Bancos Centrales en todos los principales países desarrollados.
- En EE.UU, poco a poco parece que el IPC se acerca al objetivo del 2% de la FED (flexible desde este verano), pero al Eurozona y Japón están aún muy lejos.
- Algunas economías emergentes, como Rusia e India ya están ofreciendo datos de inflación por encima del objetivo de sus BC.
- El gráfico y tablas de la izquierda recoge adicionalmente las estimaciones de inflación de Morgan Stanley, que debemos tener en cuenta están por encima del consenso.

# ENTORNO ECONÓMICO

## LOS DATOS MACRO HAN SORPRENDIDO AL ALZA

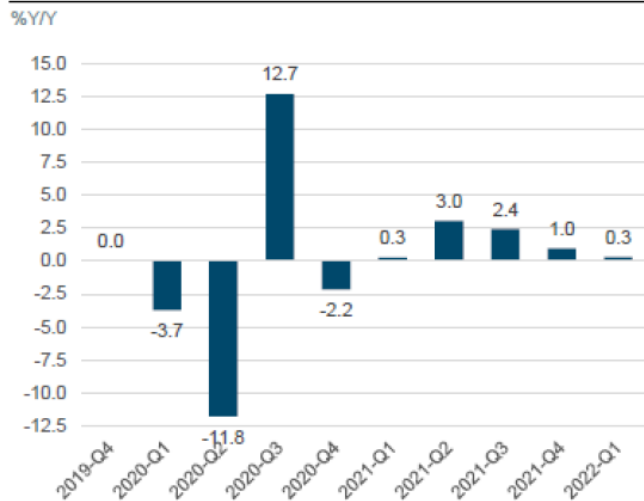


1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

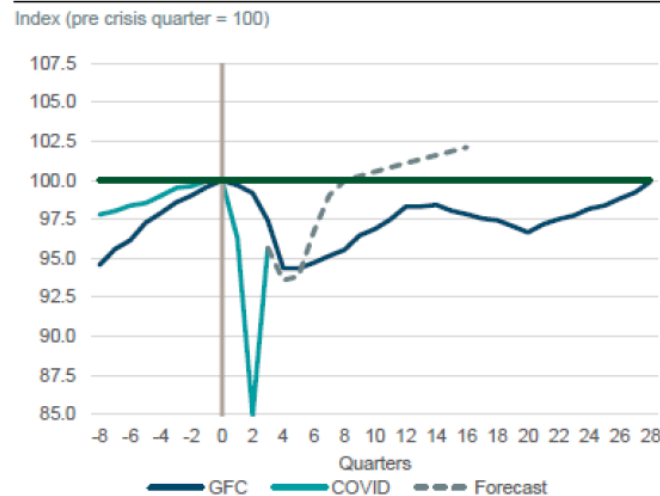
### PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA EZ

- Desde el mes de abril, los índices de sorpresas económicas globales, que miden la diferencia entre los datos macro publicados y las estimaciones del consenso, rebotaron con fuerza.
- Incluso en Europa, que es una de las regiones de menor crecimiento global, es posible una rápida recuperación.
- Los buenos datos del 3T han demostrado que el rebote puede ser fuerte al acabar con las restricciones y aunque el invierno será difícil de nuevo (1T21) la actividad cogerá tracción con la primavera.

#### CRECIMIENTO DEL PIB DE LA EUROZONA



#### PIB REAL DE LA EUROZONA



Fuente: DWS Investments

# ENTORNO ECONÓMICO

## LOS DATOS MACRO HAN SORPRENDIDO AL ALZA



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### ÍNDICE SOPRESAS ECONÓMICAS GLOBAL DE CITIGROUP



Fuente: Bloomberg

### LA RECESIÓN HA SIDO FUERTE, PERO MENOR DE LA ESPERADA

- Desde el mes de abril, los índices de sorpresas económicas globales, que miden la diferencia entre los datos macro publicados y las estimaciones del consenso, rebotaron con fuerza.
- Desde entonces, ese ha sido el catalizador principal del mercado: una macro mucho mejor de lo inicialmente esperado.
- Ha habido diferencias regionales notables y, a partir del verano, la situación en Europa es claramente peor que la estadounidense, pero también lo eran las expectativas.
- Las economías emergentes son las que mayores sorpresas positivas han ofrecido desde verano, seguidas de Europa.



# ENTORNO ECONÓMICO

## MAYORES SORPRESAS POSITIVAS EN EMERGENTES



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### ÍNDICE SOPRESAS ECONÓMICAS DE CITIGROUP ECONOMÍAS EMERGENTES



### LOS EMERGENTES HAN LIDERADO LAS SORPRESAS POSITIVAS

- Las economías emergentes, lideradas por China, han sido el motor de las sorpresas económicas.
- No sólo han sufrido una menor contracción en el ejercicio 2020 y tienen mejores perspectivas para el 2021, sino que han ido recurrentemente publicando mejores datos de lo esperado.

Fuente: Bloomberg

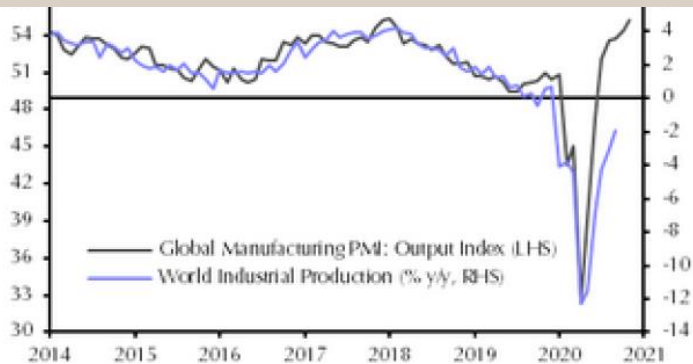
# ENTORNO ECONÓMICO

## PMI FUERTES: SERVICIOS POR DETRÁS

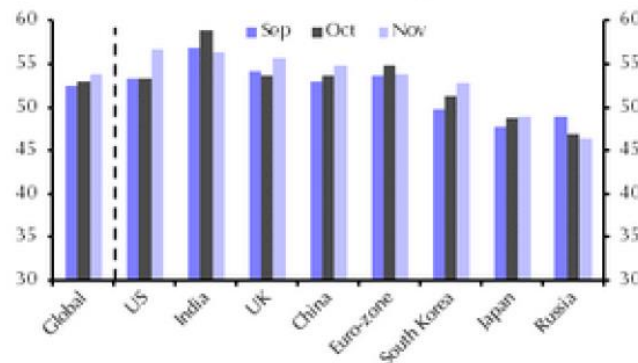


1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### PRODUCCION MANUFACTURERA GLOBAL Y PROD. INDUSTRIAL



### EVOLUCIÓN DE LOS PMI MANUFACTUREROS



Fuente: Capital Economics

## SECTOR MANUFACTURERO LIDERA LA ECONOMÍA

- La divergencia entre sector manufacturero y sector servicios persiste ante la situación de pandemia, como no puede ser de otra manera.
- Las restricciones de movilidad y cierto aislamiento social, dificultan enormemente el consumo de servicios, pero la actividad industrial continua y el reestocaje sigue adelante, con el sector preparándose para afrontar un esperado repunte de la demanda según se vaya recuperando la normalidad, sobre la que las vacunas tendrán mucho que decir.

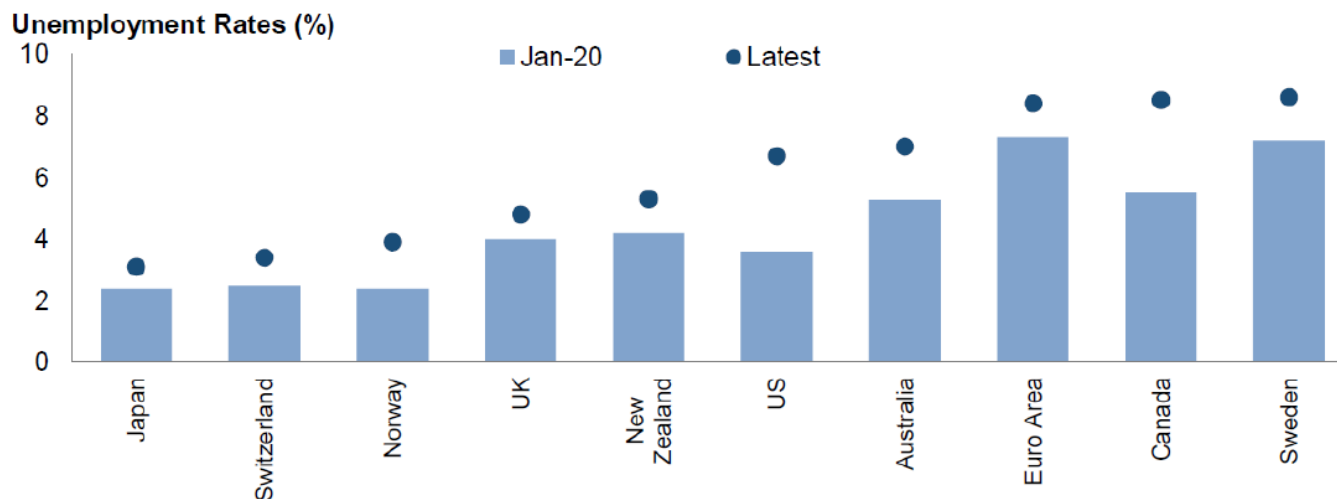
# ENTORNO ECONÓMICO

## CAPACIDAD DE MEJORA DEL MERCADO LABORAL



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### TASAS DE DESEMPLEO: MARGEN DE MEJORA



Fuente: Goldman Sachs Asset Management

### POTENCIAL EN EL MERCADO LABORAL

- La actividad económica se ha recuperado, pero todavía tenemos que cruzar la línea de recuperación del crecimiento.
- Esperamos que la propagación del virus se ralentice durante los meses de invierno antes de que la inmunidad de grupo allane el camino para una aceleración de la recuperación económica en la primavera.
- A pesar de las mejoras en el crecimiento impulsadas por las vacunas, la realidad subyacente de la inflación seguirá siendo benigna debido a la demanda insatisfecha, tanto en la producción como en el empleo.

# ENTORNO ECONÓMICO

## QUIZÁS HA SIDO UN CICLO “NORMAL”

- No han sido nada normal la situación de pandemia, el peor trimestre en términos de crecimiento global que se recuerda, la magnitud de los estímulos monetarios, la contundente respuesta en forma de estímulos fiscales, ni las medidas de confinamiento, ni el desplome los beneficios empresariales, etc.
- Pero el ciclo económico, acelerado por la pandemia, quizás sí haya sido sorprendentemente normal.
- Existían señales de ciclo maduro pre-covid.
  - Inflación subió por encima de su tendencia de 5 años
  - Desempleo en mínimos y por debajo de su tendencia
  - Curva de tipos invertida
- El argumento de “esta vez es diferente” se aplicaba al cómo de extrema era la recesión, pero los mercados se comportaron de una manera muy “normal”, adelantándose “lo normal” a la vuelta de la economía. Peor dato económico en abril y suelo de mercado en marzo.
- Comportamiento de los mercados desde los mínimos de marzo. Quizás el Nasdaq ha sido la excepción, pero los emergentes lo han hecho bien, el dólar se ha depreciado, las expectativas de inflación han incrementado, las curvas de tipos han cogido pendiente, pequeñas compañías lo han hecho mejor y sectores defensivos se han quedado rezagados.



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### ¿Y SI TODO HA SIDO UN FINAL DE CICLO ALGO MÁS NORMAL DE LO QUE PARECE?

- La fuerte recesión de este año ha sido causada por un factor exógeno, pero no ha sido un ciclo tan excepcional si nos abstraemos de la Pandemia y juzgamos exclusivamente variables macro.
- Quizás la Pandemia ha acelerado el final de ciclo, pero existían con anterioridad señales de agotamiento y el patrón del ciclo económico “normal” se ha cumplido rigurosamente.
- Ha sido un final más abrupto, con una recuperación similar, por las características concretas del factor exógeno que ha desencadenado la recesión.

# ENTORNO ECONÓMICO

## QUIZÁS HA SIDO UN CICLO “NORMAL”

- No han sido nada normal la situación de pandemia, el peor trimestre en términos de crecimiento global que se recuerda, la magnitud de los estímulos monetarios, la contundente respuesta en forma de estímulos fiscales, ni las medidas de confinamiento, ni el desplome los beneficios empresariales, etc.
- Pero el ciclo económico, acelerado por la pandemia, quizás sí haya sido sorprendentemente normal.
- Existían señales de ciclo maduro pre-covid.
  - Inflación subió por encima de su tendencia de 5 años
  - Desempleo en mínimos y por debajo de su tendencia
  - Curva de tipos invertida
- El argumento de “esta vez es diferente” se aplicaba al cómo de extrema era la recesión, pero los mercados se comportaron de una manera muy “normal”, adelantándose “lo normal” a la vuelta de la economía. Peor dato económico en abril y suelo de mercado en marzo.
- Comportamiento de los mercados desde los mínimos de marzo. Quizás el Nasdaq ha sido la excepción, pero los emergentes lo han hecho bien, el dólar se ha depreciado, las expectativas de inflación han incrementado, las curvas de tipos han cogido pendiente, pequeñas compañías lo han hecho mejor y sectores defensivos se han quedado rezagados.



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### ¿Y SI TODO HA SIDO UN FINAL DE CICLO ALGO MÁS NORMAL DE LO QUE PARECE?

- La fuerte recesión de este año ha sido causada por un factor exógeno, pero no ha sido un ciclo tan excepcional si nos abstraemos de la Pandemia y juzgamos exclusivamente variables macro.
- Quizás la Pandemia ha acelerado el final de ciclo, pero existían con anterioridad señales de agotamiento y el patrón del ciclo económico “normal” se ha cumplido rigurosamente.
- Ha sido un final más abrupto, con una recuperación similar, por las características concretas del factor exógeno que ha desencadenado la recesión.

# FUERTE RECUPERACIÓN ESPERADA PARA 2021

- Estamos en la fase inicial de un nuevo ciclo económico expansivo
- Tras la gran depresión de 2020, el rebote de la actividad económica será muy fuerte en 2021, con un crecimiento sincronizado a nivel global.
- El ahorro acumulado impulsará el consumo
- Inflación muy por debajo del objetivo de los BC y pensamos se mantendrá baja
- Sorpresas macro positivas especialmente en países emergentes
- El sector servicios está muy detrás del manufacturero en la recuperación y tiene potencial
- El mercado laboral también tiene capacidad de mejora



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## ESPERAMOS UN 2021 MUY FUERTE EN TÉRMINOS MACRO

---

- 2021 será un año muy fuerte en lo que al crecimiento de la actividad económica respecto.
- Los excelentes números se explican en gran parte por la comparación con el 2020
- A medio plazo esperamos que el ciclo económico expansivo que está en su fase inicial, sea más corto y menos intenso que ciclo anteriores.

# ENTORNO ECONÓMICO

## CUADRO DE MANDOS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

INDEX	Mfg. PMI		Industrial Production YoY (%)		Retail Sales YoY (%)		House Prices YoY (%)		Producer Prices YoY (%)	
	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range
<b>G10</b>										
US	57.5		-5.5		4.1		7.9		-1.3	
Eurozone	53.8		-3.6		3.8		5.1		-2.0	
Japan	49.0		-2.4		0.7		0.8		-1.8	
UK	55.6		-5.6		1.0		7.3		-0.8	
Canada	55.8		-8.1		7.5		5.4		0.7	
Australia	52.1		-2.0		13.2		5.0		-0.4	
New Zealand	55.3		1.5		7.1		6.0		0.1	
Norway	51.9		0.2		12.1		4.5		-3.4	
<b>Euro Area</b>										
Germany	57.8		-4.0		9.1		7.3		-0.5	
France	49.6		-4.2		4.0		5.2		-1.8	
Italy	51.5		-2.5		1.4		1.0		-2.8	
Spain	49.8		-1.6		-6.4		1.7		-2.8	
<b>AXJ</b>										
India	56.3		3.6		-		1.1		1.6	
China	51.9		7.0		3.7		-		-1.5	
Indonesia	50.6		2.0		-14.9		1.3		-	
Taiwan	56.9		7.8		2.5		9.5		-6.2	
SouthKorea	52.9		0.5		-0.9		7.2		-0.3	
Thailand	50.4		0.3		-6.6		3.6		-0.9	
<b>CEEMEA</b>										
Poland	50.8		5.5		-5.2		14.0		-0.2	
Russia	49.7		-2.6		-3.2		9.6		1.7	
Turkey	51.4		9.4		24.1		29.2		23.1	
SouthAfrica	52.6		-5.9		1.0		2.6		3.0	
<b>Latam</b>										
Brazil	64.0		0.3		15.9		-		19.1	
Mexico	43.7		-3.7		-7.3		5.0		3.9	

Source: Bloomberg, Haver Analytics, Morgan Stanley Research; Note: Black line stands for levels 1 year ago while black dot represents current level.

# ENTORNO ECONÓMICO

## CUADRO DE MANDOS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

INDEX	Real GDP YoY (%)		Core CPI (%)		Policy Rate (%)		Unemployment Rate (%)		Current Account (%)	
	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range
<b>G10</b>										
US	-2.8		1.6		0.125		6.7		-2.6	
Eurozone	-4.3		0.2		-0.50		8.4		2.0	
Japan	-5.7		-0.3		-0.10		2.9		3.0	
UK	-8.6		1.1		0.10		4.9		-2.1	
Canada	-5.2		1.3		0.25		8.5		-1.7	
Australia	-3.8		1.2		0.10		6.8		1.9	
New Zealand	3.9		0.9		0.25		5.3		-2.2	
Norway	-0.1		2.9		-		5.2		2.2	
Switzerland	-1.7		-0.2		-0.75		3.4		7.6	
<b>Euro Area</b>										
Germany	-4.0		0.6		-		4.5		7.0	
France	-3.9		0.8		-		8.8		-2.0	
Italy	-5.0		0.4		-		9.8		3.4	
Spain	-9.0		0.2		-		16.3		1.0	
<b>AXJ</b>										
India	-7.5		5.8		4.00		6.5		-0.8	
China	4.9		0.4		1.50		4.2		1.5	
Indonesia	-3.5		1.7		3.75		7.1		-1.3	
Taiwan	3.9		0.7		1.13		3.8		12.7	
SouthKorea	-1.1		0.9		0.50		3.4		3.8	
Thailand	-6.4		0.0		0.50		2.0		5.4	
<b>CEEMEA</b>										
Poland	-1.8		4.4		0.10		6.1		3.5	
Russia	-3.4		3.8		4.25		6.1		3.0	
Turkey	6.7		13.3		17.00		12.7		-4.2	
SouthAfrica	-6.0		3.3		3.50		30.8		0.7	
<b>Latam</b>										
Brazil	-3.9		2.0		2.00		14.3		-1.3	
Mexico	-8.6		3.7		4.25		4.4		1.5	

Source: Bloomberg, Haver Analytics, Morgan Stanley Research; Note: Black line stands for levels 1 year ago while black dot represents current level.



# DEUDA: EL LASTRE PARA EL PRÓXIMO CICLO



Fuente: Hedgeye

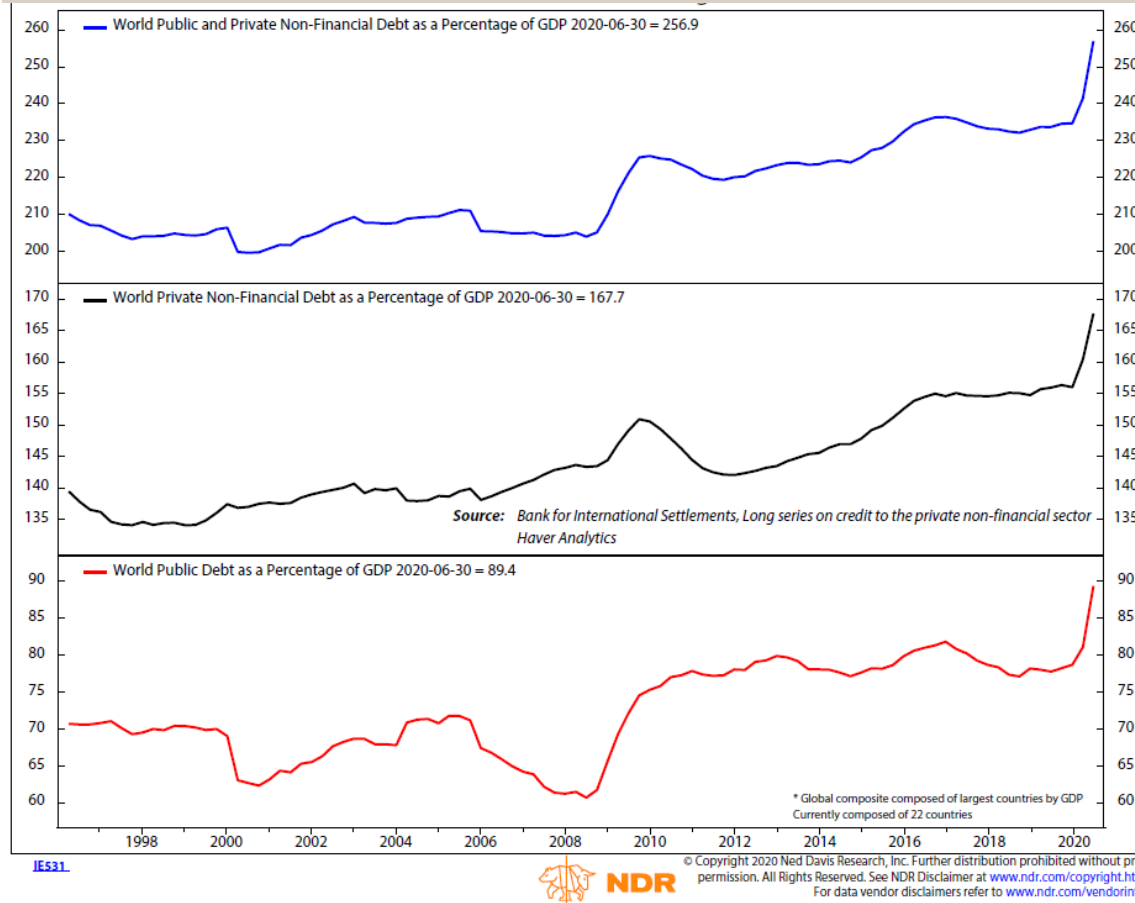
# DEUDA: EL LASTRE PARA EL PRÓXIMO CICLO

## DEUDA GLOBAL EN MÁXIMOS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### DEUDA PÚBLICA Y PRIVADA EN % DEL PIB



Fuente: Ned Davis Research

### CRECIMIENTO EXPONENCIAL DE LA DEUDA EN 2t20

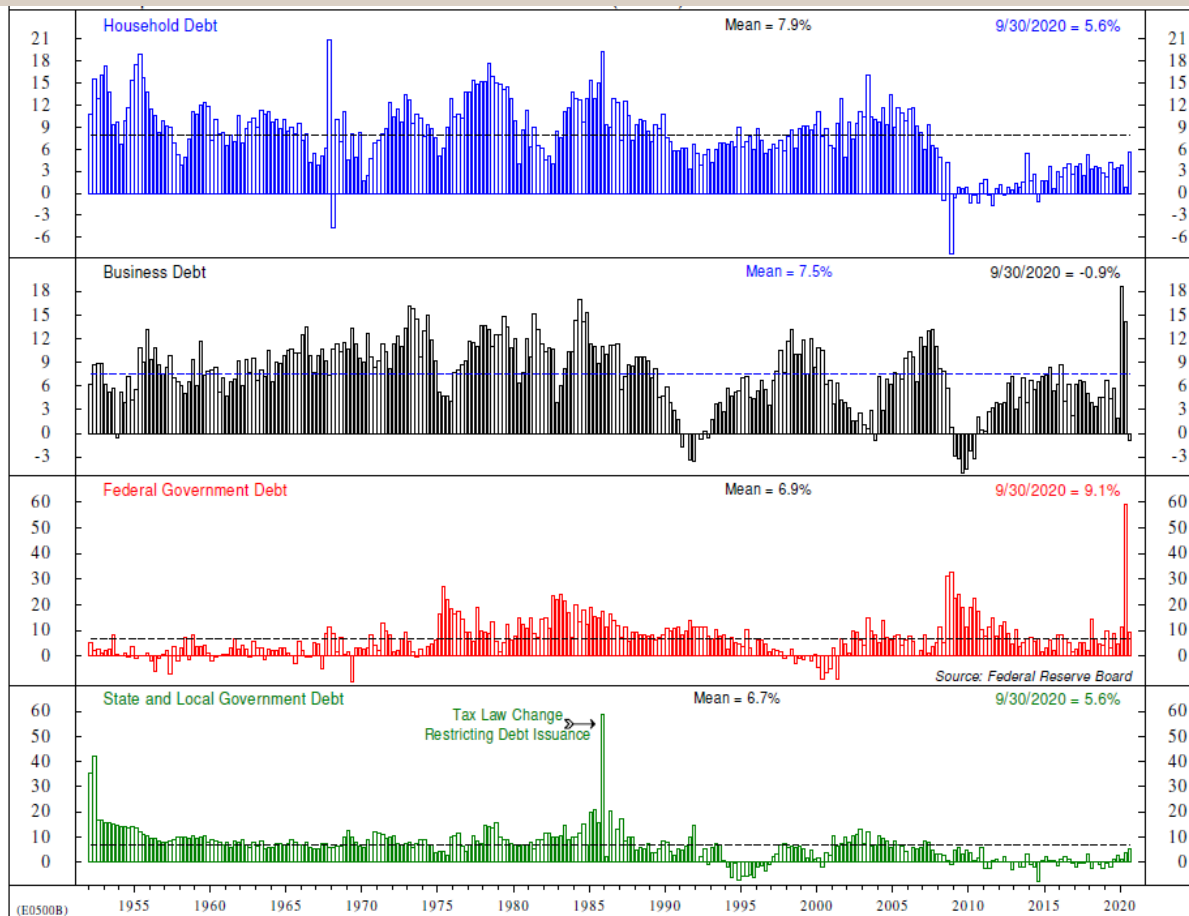
- La suma de la deuda pública y privada se ha disparado en el 2T20.
- Los niveles de partida eran altos, pero ante la situación de emergencia de la Pandemia, han alcanzado un 260% del PIB a nivel global.

# DEUDA: EL LASTRE PARA EL PRÓXIMO CICLO EL GRAN ENDEUDAMIENTO ESTÁ EN GOBIERNOS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## COMPONENTES DE LA DEUDA NO FINANCIERA DE EE.UU.



© Copyright 2020 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved.  
See NDR Disclaimer at [www.ndr.com/copyright.html](http://www.ndr.com/copyright.html). For data vendor disclaimers refer to [www.ndr.com/vendorinfo/](http://www.ndr.com/vendorinfo/).

Fuente: Ned Davis Research

## PRINCIPAL PROBLEMA DE DEUDA EN LOS GOBIERNOS

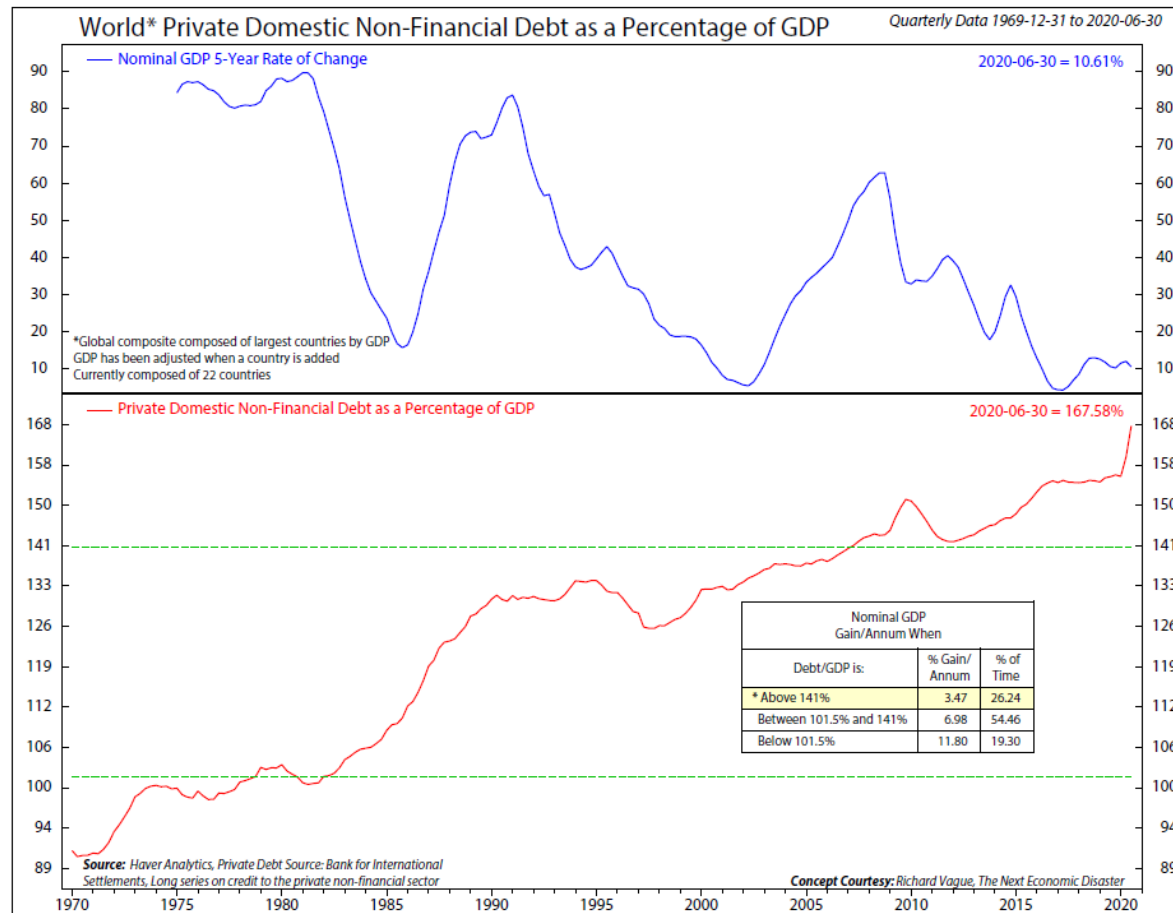
- Las compañías han reducido su volumen de deuda en el 3T20, después de un fuerte crecimiento en el anterior.
- Es el gobierno federal el que está haciendo crecer su deuda a tasas difíciles extremadamente altas.
- Este ejemplo de la economía de EE.UU. es muy similar en el resto de regiones, con la gran diferencia de que EE.UU. Teniendo la divisa de reserva global, puede financiar temporalmente algunos déficits que para el resto son más problemáticos.
- La situación se hace aún más compleja cuando en muchos casos, el principal comprador de esa deuda emitida son los propios bancos centrales de los emisores.

# DEUDA: EL LASTRE PARA EL PRÓXIMO CICLO CRECIMIENTO MÁS LENTO CUANDO LOS NIVELES DE DEUDA SON ALTOS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## MAYOR DEUDA, MENOR CRECIMIENTO



DAVIS214L



NDR

© Copyright 2020 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at [www.ndr.com/copyright.html](http://www.ndr.com/copyright.html)

Fuente: Ned Davis Research

## MAYOR DEUDA, MENOR CRECIMIENTO

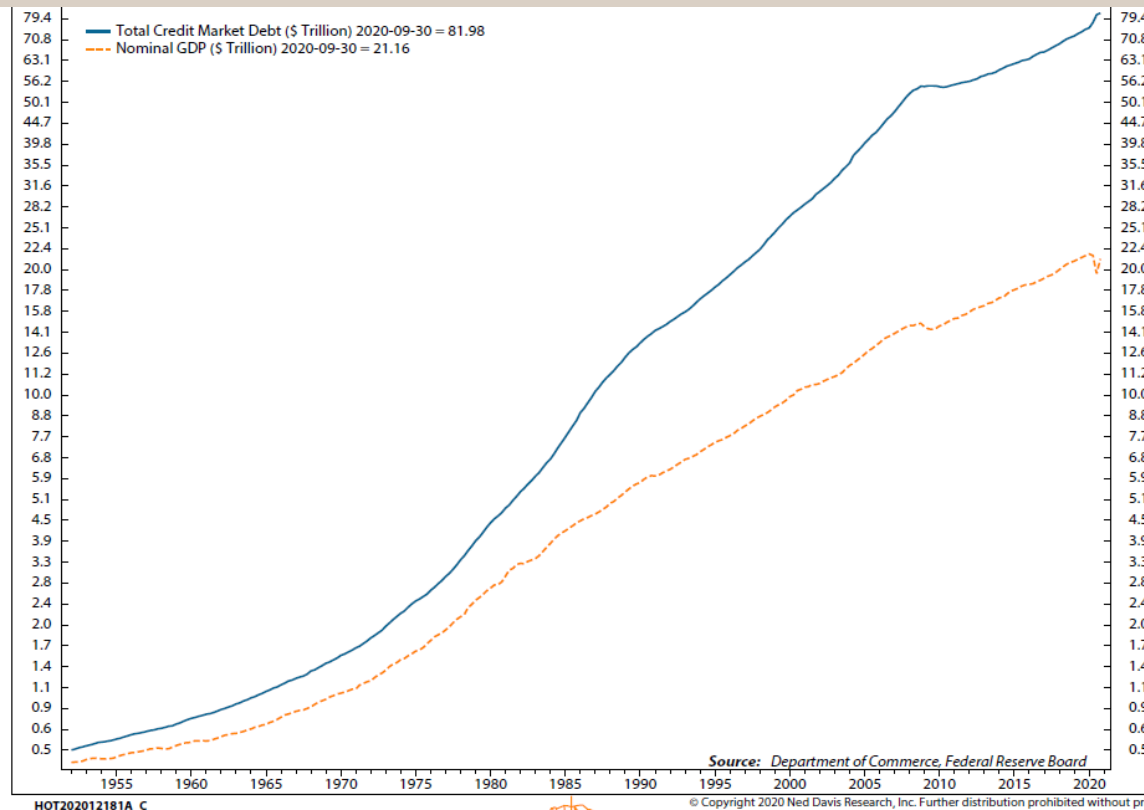
- El gráfico de la izquierda muestra, en su parte superior, la evolución de la tasa de crecimiento del PIB a 5 años y en su parte inferior, la deuda privada domestica no financiera, como porcentaje del PIB de las 15 principales economías desde los años 70s.
- Se observa una correlación negativa fuerte entre ambas variables.
- En todos y cada uno de los casos, el PIB ha crecido considerablemente más rápido cuando la deuda era relativamente baja.

# DEUDA: EL LASTRE PARA EL PRÓXIMO CICLO PROBLEMA MANEJABLE CON TIPOS CERO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## EVOLUCIÓN DEL TAMAÑO DEL MERCADO DE CRÉDITO EN EE.UU. Y PIB



HOT202012181A\_C



NDR

© Copyright 2020 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at [www.ndr.com/copyright.html](http://www.ndr.com/copyright.html)  
For data vendor disclaimers refer to [www.ndr.com/vendorinfo/](http://www.ndr.com/vendorinfo/)

Fuente: Ned Davis Research

## PROBLEMA MANEJABLE CON TIPOS CERO

- El mercado de crédito total en EE.UU. asciende a \$82 billones (trillion).
- Existe un gran riesgo en el servicio de la deuda si subieran los tipos de interés.
- Una subida de los tipos de interés del 1% supondría \$820 mil millones de coste adicional de esa deuda.
- La deuda de tarjetas de crédito y corporativa cayeron en el 3T20, especialmente frente a la fuerte expansión del PIB, pero su peso en la economía es aún muy alto.
- Se trata de un problema global y no de EE.UU.

# ENTORNO ECONÓMICO

- Tras la fuerte recesión causada por la Pandemia, el rebote de la actividad económica será muy fuerte en 2021.
- La enorme cantidad de deuda acumulada será un gran lastre para el próximo ciclo.
- Los estímulos fiscales y monetarios que nos han sacado de esta crisis detraerán crecimiento futuro.
- Esperamos que ciclo expansivo iniciado tras la recesión del 2T20 sea menos largo e intenso que ciclos anteriores, pero está aún en su fase inicial.



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo



**3.**

**HORIZONTE MÁS DESPEJADO,  
NO LIBRE DE RIESGO**

# a. HACIA EL FIN DE LA PANDEMIA

## TASA DE MORTALIDAD A LA BAJA



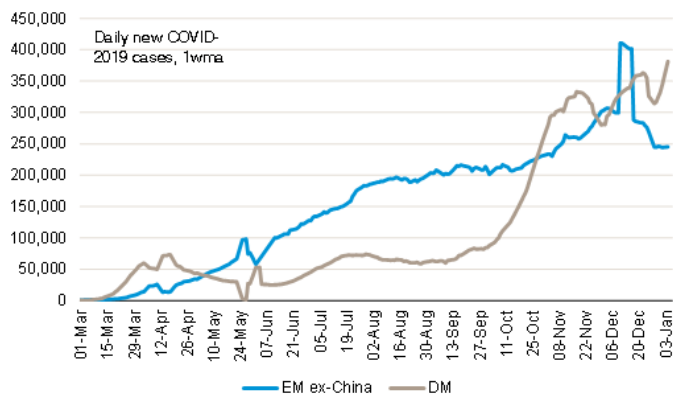
1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

- La tercera ola de infecciones por Covid continúa golpeando con virulencia.
- En países desarrollados (DM) los nuevos casos han repuntado desde el inicio a la vuelta de navidades, pero los fallecimientos crecen a un ritmo muy inferior.
- En países emergentes (EM), las muertes han dejado de caer recientemente, aunque la pendiente de la curva nada tiene que ver con la de antes de verano.
- No resulta evidente si se llegará antes a la inmunidad de grupo o a la vacunación de la población global, pero la gravedad de la situación continuará remitiendo.

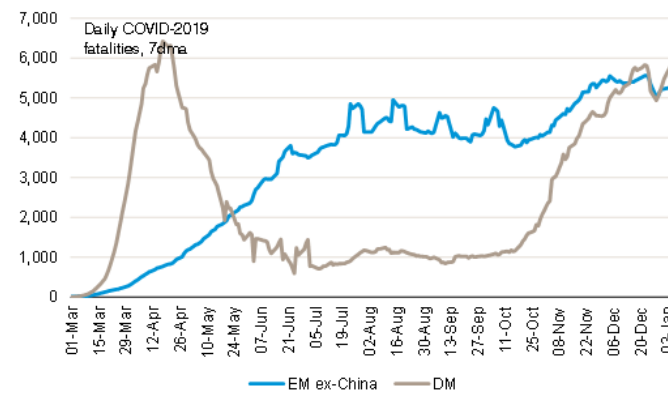
### ¿LA OLA FINAL?

- Número de casos diarios muy por encima de lo que hubo en la primera ola de marzo y abril. Aproximadamente cinco veces superiores, habiendo alcanzado en abril los 75.000 casos en países desarrollados y situándose el 7 de enero cerca de los 400.000.
- La lectura más positiva es que con cinco veces más contagios, los fallecimientos por covid se sitúan ligeramente por debajo de los que llegó a haber en el mes de abril, por lo que la tasa de mortalidad se ha reducido fuertemente.

Nuevos contagios diarios  
(media móvil de 7 días, en miles)



Fallecimientos por Covid-19  
(media móvil de 7 días, en miles)



Fuente: GAM



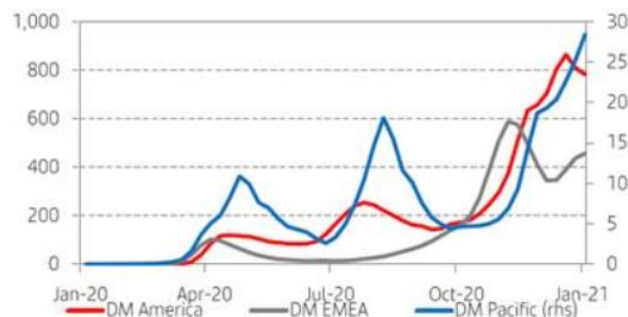
# a. HACIA EL FIN DE LA PANDEMIA

## TENDENCIA DE CONTAGIOS AL ALZA

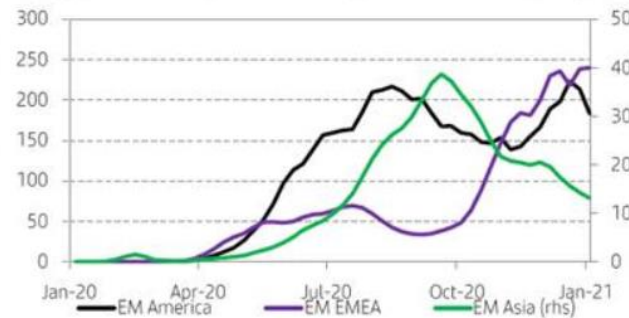


1T21- Optimistas para 2021, pero con realismo

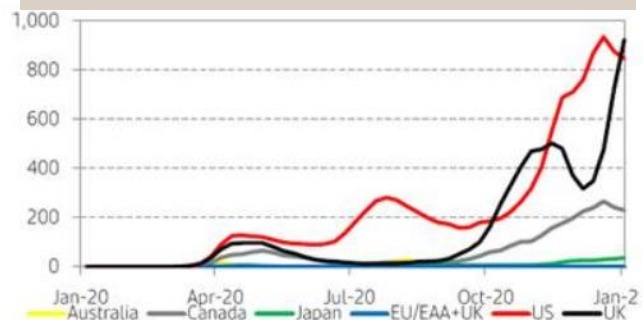
Nuevos contagios por regiones  
(Casos acumulados 14 días por cada 100k hab.)



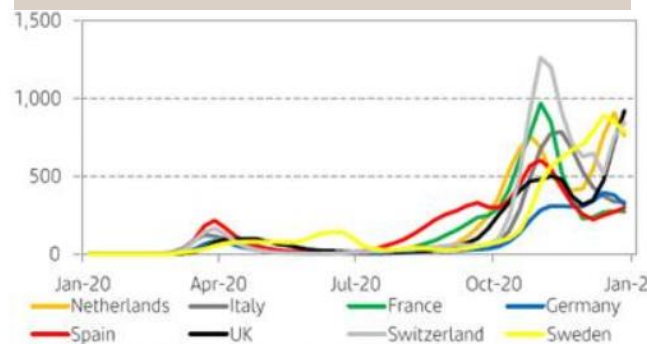
Nuevos contagios en Emergentes  
(Casos acumulados 14 días por cada 100k hab.)



Nuevos contagios p. desarrollados  
(Casos acumulados 14 días por cada 100k hab.)



Nuevos contagios Europa  
(Casos acumulados 14 días por cada 100k hab.)



Fuente: Banco Santander y Centro Europeo de Prevención y Control de Enfermedades

## CONTAGIOS AL ALZA

- Desafortunadamente, los casos y las muertes siguen alcanzando nuevos máximos y probablemente continuarán haciéndolo en las próximas semanas a medida que:
  - (1) la actividad de test se re acelere después de su reducción en muchos países durante el período navideño
  - (2) el impacto en las tasas de contagio de un menor distanciamiento social en promedio en muchos países durante el período navideño
  - (3) la propagación de las nuevas variantes del virus que se transmiten más fácilmente que las anteriores. En este momento, parece que la reciente aceleración está ocurriendo a nivel mundial, aunque los mercados emergentes de Asia parecen estar rezagados, ya que las cifras en India no se están acelerando (¿todavía?).
- La pregunta principal que plantea este aumento es qué tipo de medidas van a tomar los gobiernos para manejar la aceleración, ya que la inmunidad colectiva no llegará hasta dentro de algunos meses.

# a. HACIA EL FIN DE LA PANDEMIA

## DISTANCIAMIENTO SOCIAL REPUNTA DE NUEVO

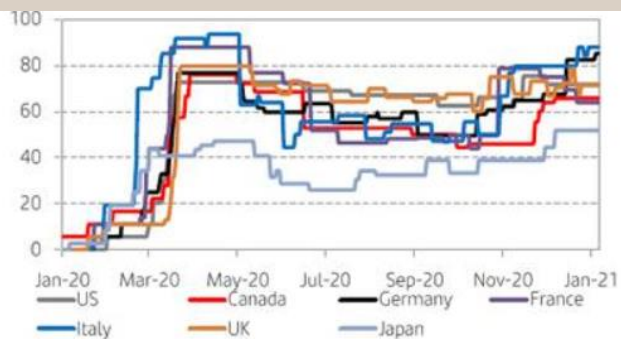


1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

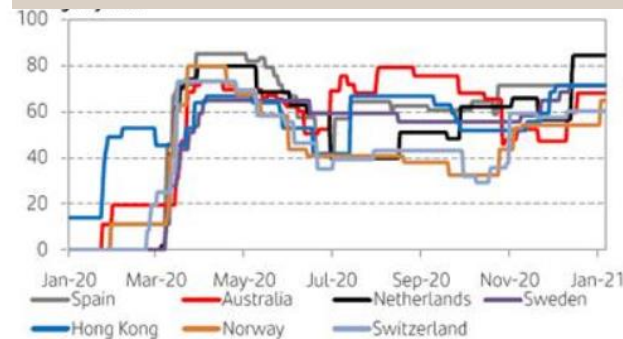
### DISTANCIAMIENTO SOCIAL AL ALZA

- Después de casi un año combatiendo la pandemia, parece claro que sin un tratamiento terapéutico ampliamente disponible para combatir los casos graves de la enfermedad o prevenir la propagación del virus, la única forma de limitar las tasas de contagio pasa por el distanciamiento social.
- Posiblemente esta será la política que se mantendrá al menos durante el 1T21, pero los grados de las medidas de distanciamiento social que se impondrán y su aplicación variarán enormemente entre y países.
- El aumento de las medidas de distanciamiento social podría impactar la actividad económica del 1T21 y limitar cualquier posible aceleración desde el 4T20, pero la economía global está aprendiendo a convivir con la pandemia.
- El nivel de las medidas de rigor impuestas por los gobiernos se puede rastrear con el índice de rigor del rastreador de respuestas gubernamentales COVID-19 de Oxford, que se acerca a los niveles observados la primavera pasada.

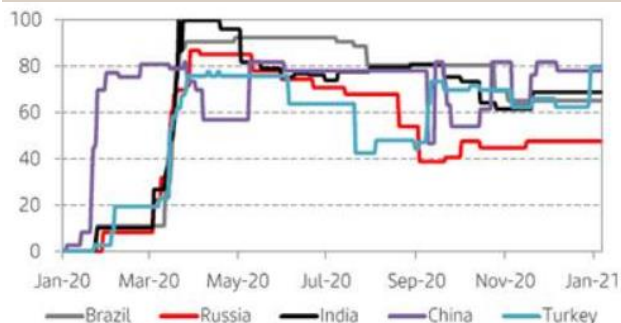
Distanciamiento social G7  
(Índice de rigor de respuesta gub. de Oxford)



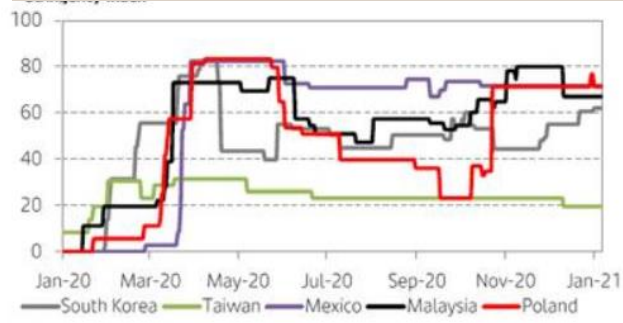
Dist. social países desarrollados  
(Índice de rigor de respuesta gub. de Oxford)



Dist. social países BRIC  
(Índice de rigor de respuesta gub. de Oxford)



Dist. social países Emerg.  
(Índice de rigor de respuesta gub. de Oxford)



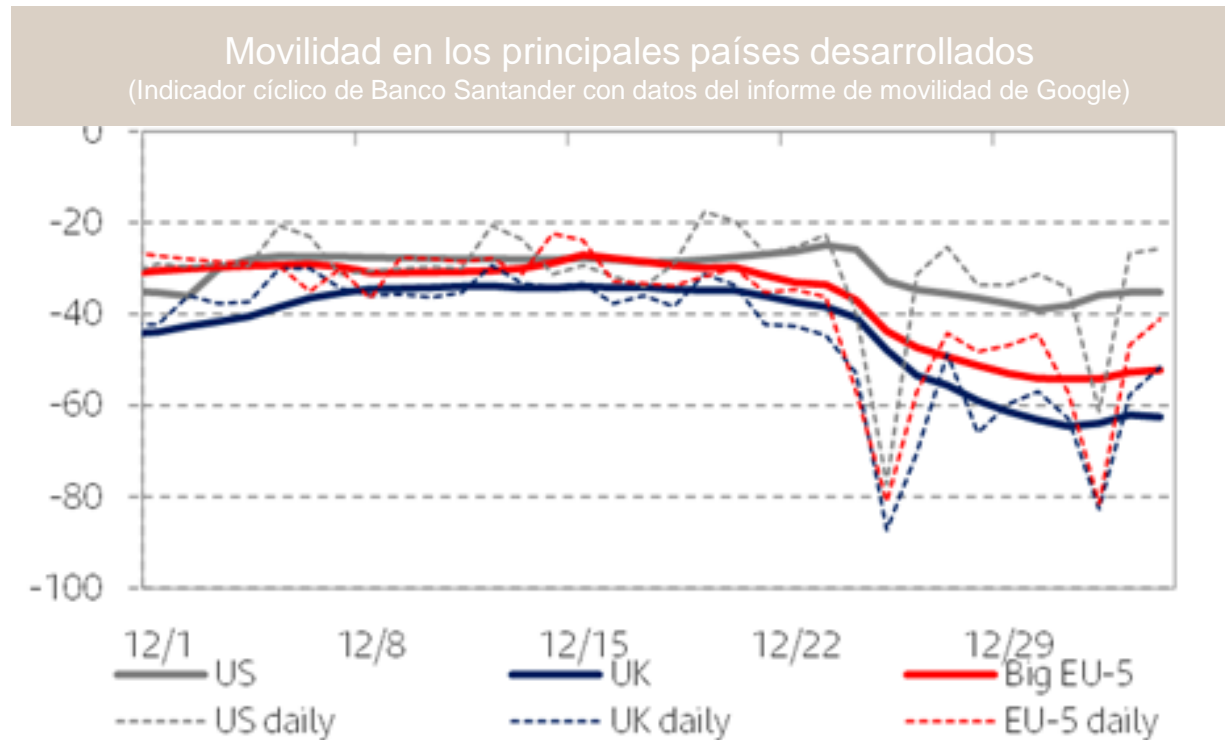
Fuente: Banco Santander y Universidad de Oxford

## a. HACIA EL FIN DE LA PANDEMIA MOVILIDAD POR DEBAJO DE HACE 1 MES



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### RECUPERACIÓN MENOR EN EUROPA DE LA MOVILIDAD



Fuente: Banco Santander y Google

- Diciembre ha visto un colapso en la movilidad, en gran medida explicado porque los índices de Google utilizados por el departamento de análisis de Santander para construir su indicador cíclico reflejan la movilidad en relación con mediados de febrero del año pasado y, por lo tanto, no están ajustados estacionalmente
- Con los datos iniciales que tenemos de inicio de año, la movilidad cíclica de EEUU vuelve a los niveles previos a la Navidad mientras que en la UE-5 (Alemania, Francia, Italia, Países Bajos y España) y Reino Unido está por debajo esos niveles debido a las mayores restricciones impuestas recientemente.
- El gráfico de la izquierda muestra medias semanales en línea continua y diarios en discontinua.
- La movilidad podrá lastrar los datos de actividad el 1T21, después de las sorpresas positivas del 4T20

# a. HACIA EL FIN DE LA PANDEMIA LAS VACUNAS PONDRÁN FIN A LA PANDEMIA



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## PROGRESO DE LAS PRINCIPALES VACUNAS

Vaccine Frontrunners: Progress			
Company	Trial Status	Latest Results	Regulatory Approval
Pfizer - BioNTech	Phase III Complete	<b>Efficacy:</b> 95% <b>Endpoint:</b> Symptomatic Cases (162 in placebo, 8 in drug) <b>Timing:</b> 1 week after 2nd dose <b>Severe Cases:</b> 9 in placebo, 1 in drug* <b>Elderly:</b> Efficacy 94.7% for ages 65+ <b>Extra:</b> Efficacy of 95.4% for at those at risk	<b>Emergency Approval:</b> US, UK, Canada, Mexico, and Singapore <b>EU:</b> EMA expected to provide a Conditional Marketing Authorization as early as December 23
Moderna	Phase III Complete <b>Extra:</b> Started a new 3,000 participant trial for ages 12-17	<b>Efficacy:</b> 94.1% <b>Endpoint:</b> Symptomatic Cases (185 in placebo, 11 in drug) <b>Timing:</b> 2 weeks after 2nd dose <b>Severe Cases:</b> 30 in placebo, 0 in drug <b>Elderly:</b> Efficacy of 86.5% for ages 65+ <b>Duration:</b> Antibody levels remained elevated 90-days after second dose	<b>US:</b> FDA will meet on December 17 <b>EU:</b> EMA will provide an opinion on Conditional Marketing Authorization likely by January 12th
AstraZeneca	<b>Size:</b> 50k <b>Enrollment:</b> 23k <b>Events:</b> 131 <b>Extra:</b> Dropped children subgroup from trials	<b>Efficacy:</b> 70% (90% w/ half-full dose, 62% w/ full-full dose) <b>Endpoint:</b> Symptomatic Cases <b>Severe Cases:</b> None in drug arm <b>Elderly:</b> Nobody 55+ in half-full dose arm <b>Transmission:</b> Suggestive reduction	<b>UK:</b> Seeking approval <b>India:</b> Requests additional data <b>US:</b> Awaits results from its domestic trial due in January
Gamaleya	<b>Size:</b> 40k <b>Enrollment:</b> 26k <b>Events:</b> 78 <b>Extra:</b> Planning joint trial with AstraZeneca to start by end of year	<b>Efficacy:</b> 91.4% <b>Endpoint:</b> Cases (62 in placebo, 16 in drug) <b>Timing:</b> 3 weeks after 1st dose <b>Severe Cases:</b> 20 in placebo, 0 in drug	<b>Russia:</b> Registered on August 11 for emergency use <b>Elsewhere:</b> Awaits trial data
Sinopharm	<b>Size:</b> 32k	<b>Efficacy:</b> 86% <b>Endpoint:</b> Covid-19 infection <b>Severe Cases:</b> 100% effectiveness in preventing moderate and severe cases <b>Extra:</b> 99% seroconversion rate of neutralizing antibodies	<b>Emergency Approval:</b> United Arab Emirates and Bahrain

\*The only severe case in the Pfizer-BioNTech drug arm was not hospitalized and only reached 93% blood oxygen levels, the minimum to qualify as severe.

## LAS VACUNAS ELIMINAN EL PEOR ESCENARIO

- Aunque no sea inminente, las vacunas ponen final a la Pandemia.
- La eficacia de las vacunas es alta y la capacidad de producción, si bien no es aún totalmente conocida, parece suficiente para abastecer las enormes necesidades.
- Con 5 proyectos la disponibles las opciones serán suficientes para llegar a vacunar a la población mundial y así, terminar finalmente con la Pandemia del Covid-19 e iniciar la vuelta definitiva a la normalidad (la nueva o la de siempre) en 2021.

Fuente: Goldman Sachs

# a. HACIA EL FIN DE LA PANDEMIA ESCEPTICISMO SOCIAL SOBRE LA VACUNA



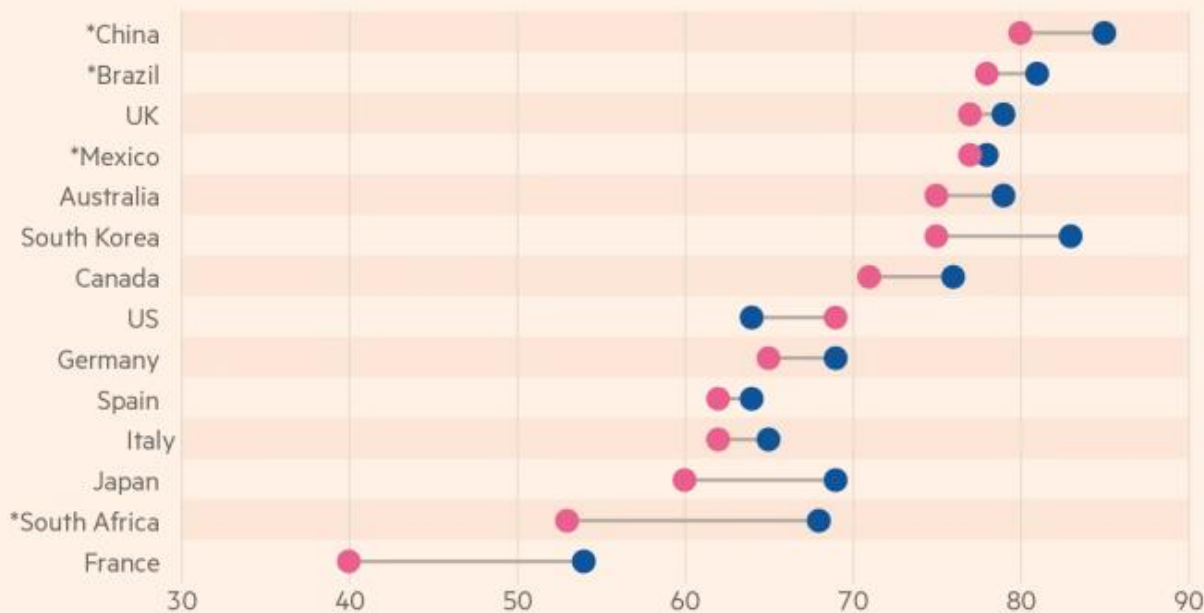
1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## ENCUESTA EN CASO DE HABER VACUNA DISPONIBLE, ¿SE LA PONDRÍA?

Per cent of respondents

Total agree - October

Total agree - December



Base: 13,542 online adults aged 16-74 across 15 countries \*Online samples in Brazil, China, Mexico, Russia, and South Africa tend to be more urban, educated, and/or affluent than the general population Source: Global Advisor

© FT

## ESCEPTITISMO SOBRE LA VACUNA

- El gráfico izquierdo muestra el escepticismo en la sociedad sobre la vacuna.
- En la encuesta realizada por Global Advisors y publicada en Financial Times se observa que la intención de vacunación es menor en el mes de diciembre de lo que lo era en octubre.
- Pensamos que este escepticismo se irá disipando, dado que no hay razones científicas que lo avalen, siendo importante la opinión pública, pero centrando la relevancia en el proceso de vacunación cuya evolución se muestra en la página siguiente.

Fuente: Financial Times

# a. HACIA EL FIN DE LA PANDEMIA

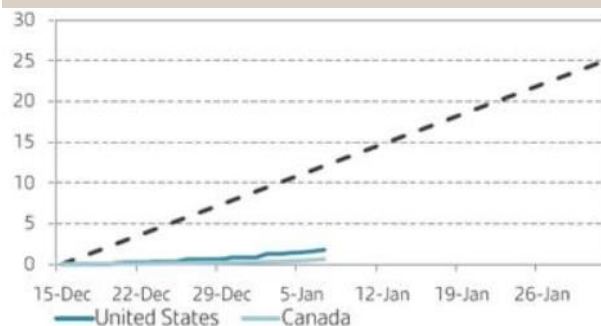
## RETRASO EN EL PROCESO DE VACUNACIÓN



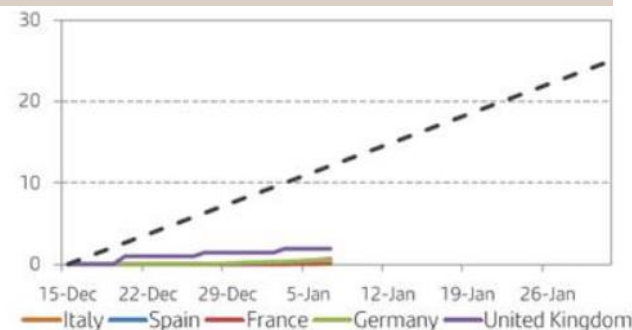
1T21- Optimistas para 2021, pero con realismo

### PROCESO DE VACUNACIÓN MUY POR DETRÁS DE LO ESPERADO

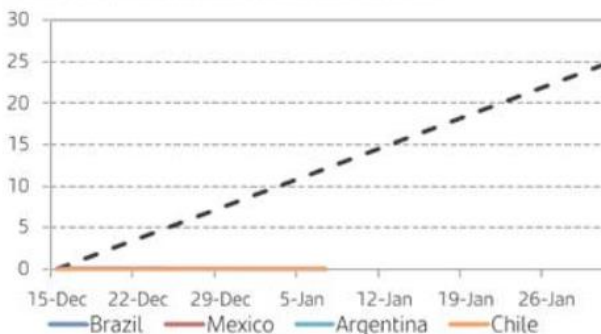
% de la población vacunada en EE.UU. y Canadá



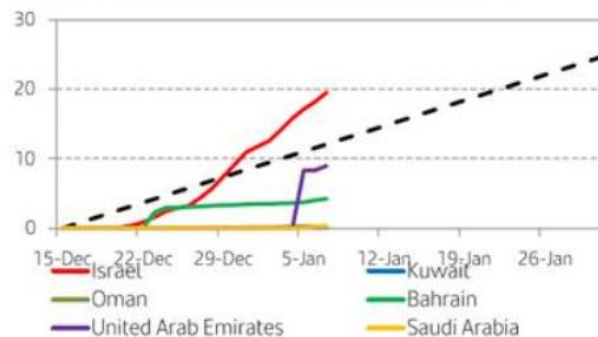
% de la población vacunada en Europa



% de la población vacunada en Latam



% de la población vacunada en Oriente Medio



Fuente: Banco Santander y Our World in Data con datos de

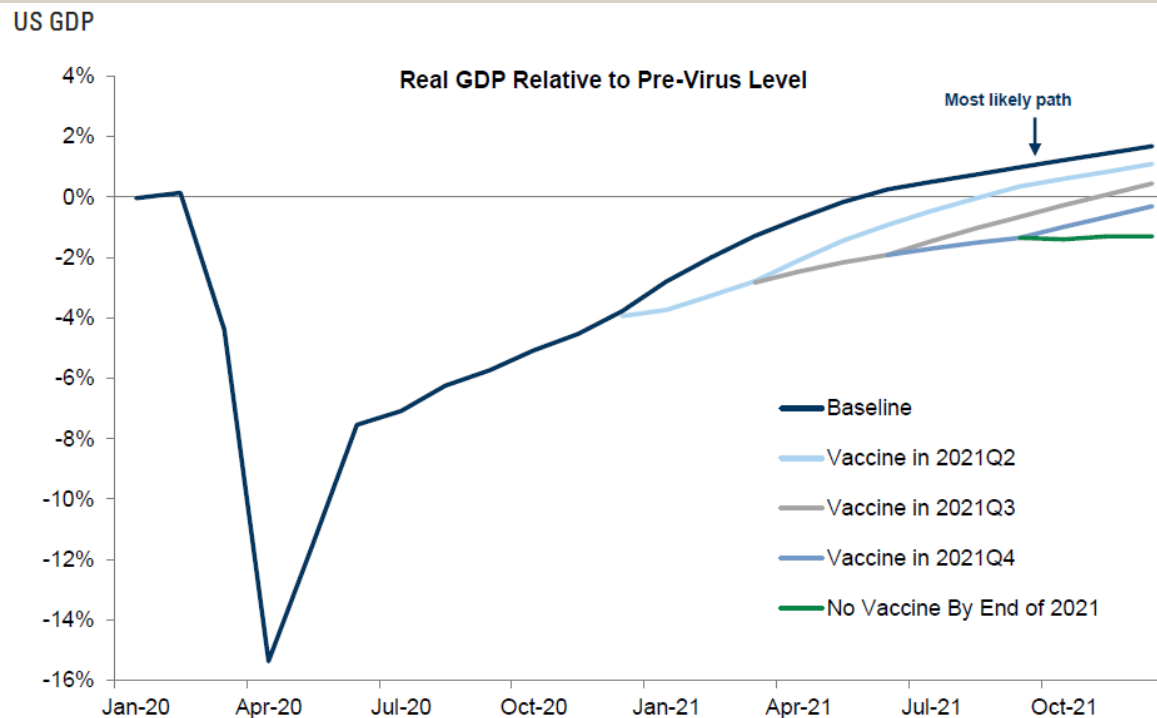
- Existen dudas sobre la capacidad de muchos países para alcanzar la inmunidad colectiva en verano, considerando los datos iniciales que tenemos sobre las inoculaciones de la vacuna Covid-19.
- La línea discontinua del grafico de la izquierda muestra la tendencia lineal necesaria para alcanzar un 50% (inmunidad colectiva) de la población vacunada el 31 de julio de 2021.
- Los gráficos muestran que casi todos los países están por detrás de la proyección lineal, pero es interesante notar que algunos países como Israel y los Emiratos Árabes Unidos ya han inoculado al menos el 20% y el 9% de su población, lo que refleja que los problemas logísticos pueden superarse.
- En cuanto al impacto de las nuevas cepas de virus en la eficacia de la vacuna, no parece un problema, pero los estudios no son muy detallados aún.

# a. HACIA EL FIN DE LA PANDEMIA RETRASO NEGATIVO, PERO CAMBIA POCO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## RECUPERACIÓN DEL PIB DE EE.UU. EN FUNCIÓN DE LA FECHA DE LA VACUNA



Fuente: Goldman Sachs

## CICLO ES POSITIVO CON INDEPENDENCIA DEL RETRASO EN EL PROCESO DE VACUNACIÓN

- La vacunación marcará los tiempos de la recuperación.
- Según Goldman Sachs, será el factor con una influencia más directa sobre la recuperación de la actividad económica.
- Con la vacuna disponible a finales de 2020, la economía de EE.UU. podría alcanzar niveles de actividad pre-covid a mediados de 2021.
- Esta recuperación, por supuesto, se ve afectada por el proceso de vacunación, pero como muestra el gráfico, ese retraso simplemente aplaza el momento de la recuperación. Los mercados se fijarán en la tendencia y no en un punto concreto.

## a. HACIA EL FIN DE LA PANDEMIA

- Tasa de mortalidad a la baja
- Tendencia de contagios al alza
- Distanciamiento social repunta de nuevo
- Movilidad por debajo de la de hace un mes
- Las vacunas pondrán fin a la pandemia...
- ... aunque haya retrasos en el proceso de vacunación



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo



## b. ESTÍMULOS FISCALES Y ELECCIONES EE.UU. FINALMENTE HUBO MAREA AZUL



1T21- Optimistas para 2021, pero con realismo

OCURRIÓ LO QUE PARECÍA POCO PROBABLE

Democratic Party

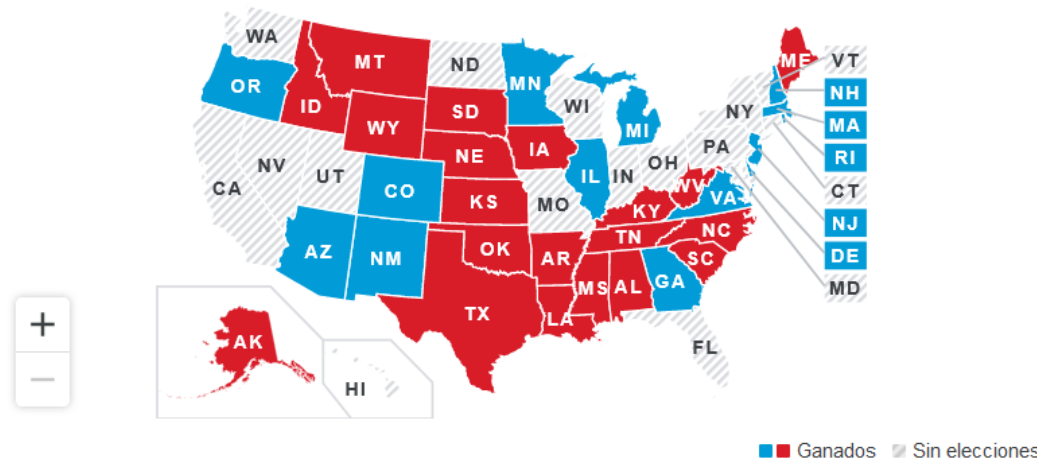
48

Republican Party

50

51 para obtener la mayoría

■ Otros partidos tienen 2 escaños



Partidos	Total de escaños	Ganados/perdidos	Escaños obtenidos
Republican Party	50	▼ 3	20
Democratic Party	48	▲ 3	15
Otros partidos	2	0	0

Fuente: Associated Press

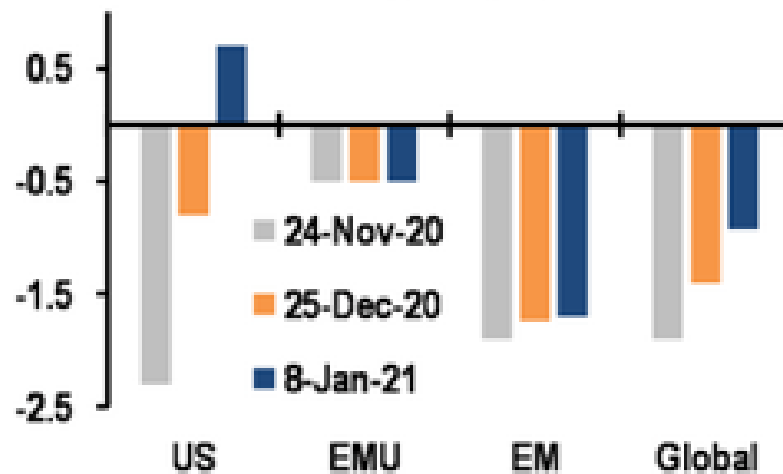
## FINALMENTE HUBO MAREA AZUL

- Las elecciones del Senado cambiaron de color tras la cita del 5 de enero en Georgia, donde los demócratas lograron los dos senadores en juego, alcanzando así un empate en el senado, lo que les otorga la victoria con el voto de la Vicepresidenta Harris.
- El mercado se ha mostrado muy complaciente con este asunto, reaccionando positivamente al resultado electoral dada la estabilidad que suponía un gobierno dividido, para, tras el resultado de Georgia, resaltar la posibilidad de mayores estímulos fiscales, pero sin grandes subidas de impuestos ni medidas del ala más dura de los demócratas, por ser un resultado muy ajustado, con el que cabe esperar cierto status Quo.

## b. ESTÍMULOS FISCALES Y ELECCIONES EE.UU. TAPERING DE ESTÍMULO FISCAL APLAZADO

- Estados Unidos entregó un paquete de estímulo fiscal antes de lo esperado que evitó la eliminación de beneficios a principios de año y entrega transferencias que amortiguarán la desaceleración del crecimiento del trimestre actual.
- De esta forma, se reduce el riesgo de “tapering fiscal”, que podría haber sido un detractor de crecimiento en EE.UU. para 2021 (-2,4%) posiblemente pase a ser un contribuidor neto, aportando un +0,7% al crecimiento del PIB estadounidense.

EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE ESTÍMULO FISCAL PARA 2021  
(% de impacto en crecimiento de PIB por fecha de la estimación)



Fuente: JP Morgan Research



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### LA RETIRADA DE ESTÍMULOS FISCALES EN EE.UU, NO ES UN RIESGO DE CORTO PLAZO

- Los principales motores de los mercados son la liquidez y los estímulos monetarios y fiscales.
- Un riesgo que se contemplaba para 2021 era la reflación, aceleración de la actividad económica (especialmente en EE.UU.), llevando a una retirada de estímulos fiscales.
- Ese riesgo de “tapering fiscal” se ha reducido significativamente con los estímulos aprobados en diciembre y con la “marea azul”, que supondrá mayores estímulos, a pesar de que su aprobación no será sencilla y, por tanto, no sea inmediata.
- Tras la victoria demócrata en Georgia, se espera un paquete de gastos de alrededor de \$900 mil millones en los próximos meses que incluye más transferencias a los hogares, ayuda a los gobiernos estatales y locales y una extensión de los beneficios por desempleo.
- El cambio acumulativo en la postura fiscal de este año es dramático, pudiendo compensar el desvanecimiento del gran estímulo de emergencia del año pasado.

## b. ESTÍMULOS FISCALES Y ELECCIONES EE.UU. “MAREA AZUL”: IMPACTO PROGRESIVO Y NO INMEDIATO

- Con la victoria de los demócratas en el Senado, tras hacerse con los dos senadores de Georgia, los elementos de la plataforma Blue Wave ahora son más probables.
- Es poco probable que la ayuda a los gobiernos estatales y locales impida la aprobación, con los 60 votos necesarios para superar un obstruccionismo. Por esa razón, esperamos que el próximo paquete de ayuda de COVID se apruebe en el marco del proceso de reconciliación presupuestaria.
- Iniciativas como retomar Obamacare e incrementar el gasto en infraestructura deberán esperar hasta el próximo año, para poder pasarlo en el presupuesto anual con una mayoría simple en el Senado.
- Aunque limita el tamaño del estímulo inmediato, el hecho de alargar los estímulos en el tiempo podría eliminar el riesgo de un lastre fiscal sustancial en 2022.



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### LA RETIRADA DE ESTÍMULOS FISCALES EN EE.UU, NO ES UN RIESGO DE CORTO PLAZO

---

- La victoria demócrata en el Senado, pero con mayoría simple, ha sido acogida con optimismo por los inversores.
- La lectura es que en 2021 el estímulo fiscal ya está garantizado. Un senado demócrata implica mayor estímulo fiscal y una mayoría simple garantiza que no todo pueda ser aprobado en el presupuesto de 2021, de forma que el riesgo de un fuerte lastre fiscal en 2022 también queda reducido.

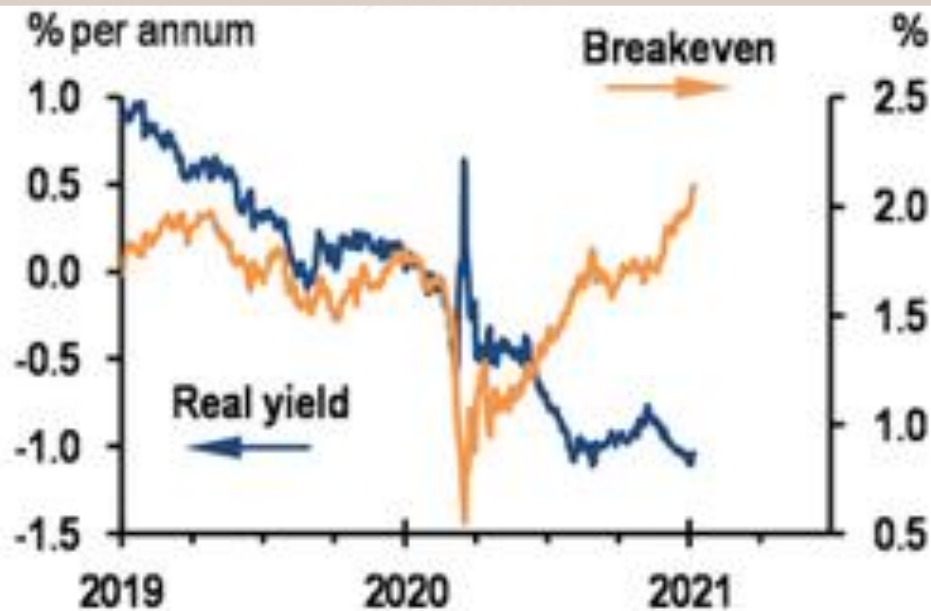
## b. ESTÍMULOS FISCALES Y ELECCIONES EE.UU. EL MERCADO COMIENZA CREERSE LA REFLACIÓN



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### EL MERCADO COMIENZA A COTIZAR INFLACIÓN EN EE.UU.

INFLACIÓN IMPLÍCITA EN LOS BONOS LIGADOS A LA INFLACIÓN Y  
TIPOS DE INTERÉS REALES EN EE.UU.



- Los movimientos recientes de los mercados en EE.UU. (breakeven de inflación especialmente) muestran un aumento de las expectativas de inflación y un dólar estadounidense en declive junto a los tipos de interés reales estables, envían una fuerte señal de que se está reforzando la credibilidad reflacionaria de la Fed (Figura 2).

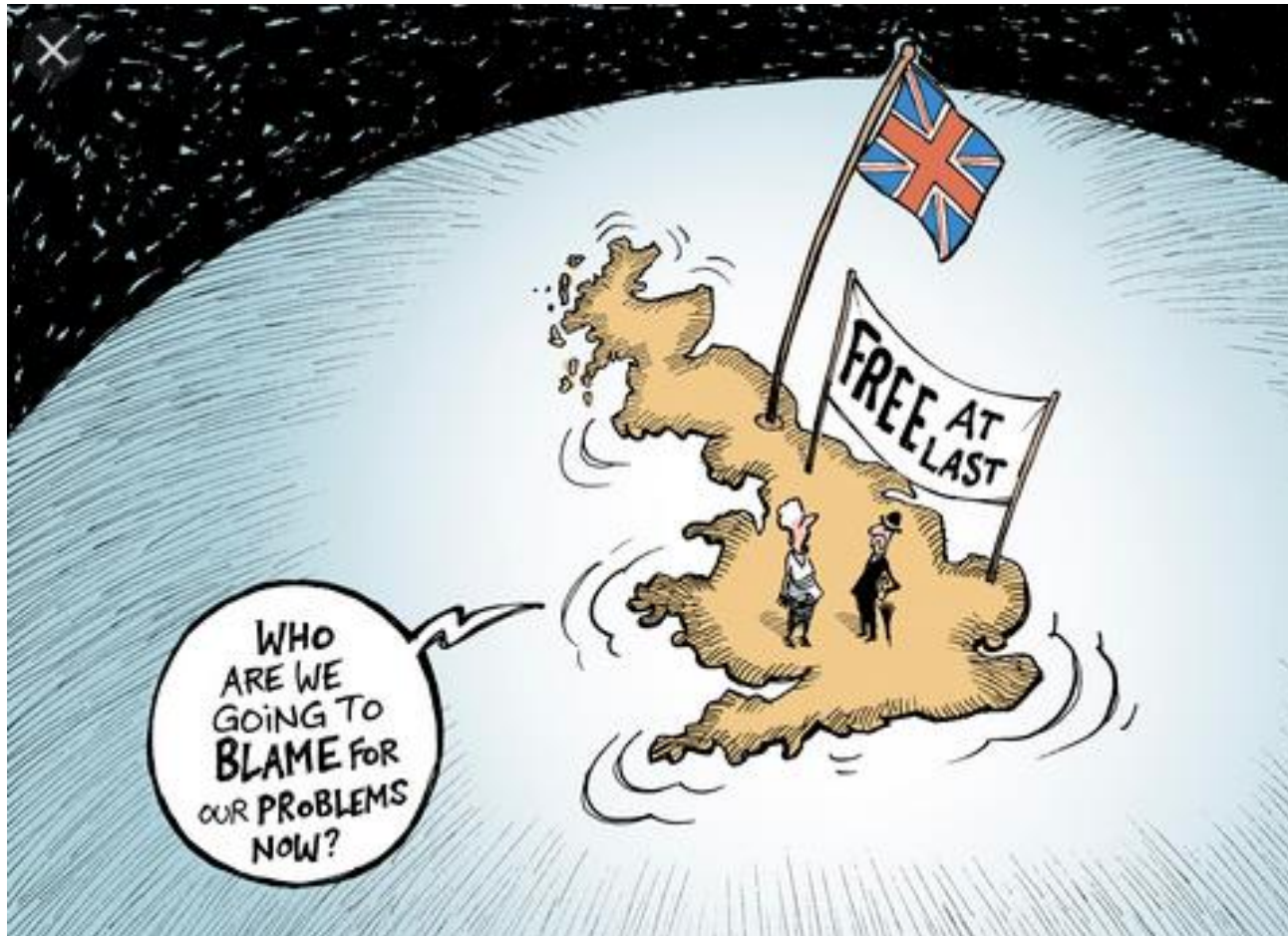
Fuente: JP Morgan Research

# C. BREXIT

## HUBO ACUERDO DE ÚLTIMA HORA



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo



### LA SAGA DEL BREXIT LLEGÓ A SU FIN

- En el último momento y con flecos pendientes, pero la saga del Brexit llegó a su fin.
- El Reino Unido está fuera de la Unión Europea desde el 31/12 y son varios los aspectos que deberán ser renegociados con cierta periodicidad, como los cupos de pesca, pero las grandes líneas del acuerdo cumplieron las expectativas de las partes.
- A nivel corporativo y sectorial, la incertidumbre durará algún tiempo, a la espera de cómo van evolucionando los acontecimientos, pero el momento de incertidumbre sistémica que afecta a los mercados en su conjunto, queda superado.

---

---

# EL CISNE NEGRO



EL IMPACTO DE LO  
ALTAMENTE IMPROBABLE

Nassim Nicholas Taleb

---

---

Paidós



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

LOS GRANDES RIESGOS  
SON LOS INESPERADOS

---



4.



**EXTENSIÓN DEL FUERTE  
SOPORTE A LOS MERCADOS**

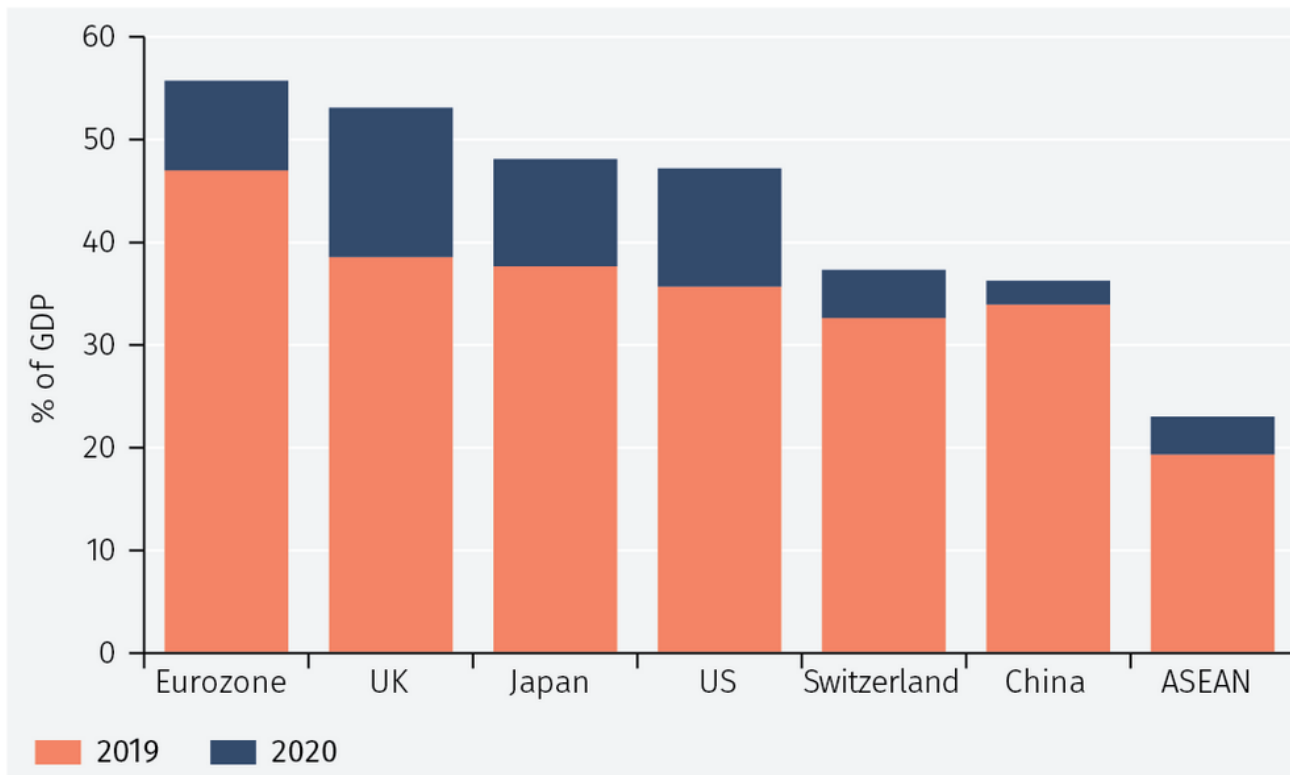
# ESTÍMULOS FISCALES

## POLÍTICA FISCAL CONTINUARÁ SIENDO UN SOPORTE



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### CRECIMIENTO DE LA MASA MONETARIA GLOBAL



Fuente: EFG Asset Management

### SOPORTE FISCAL PERMANECERÁ EN 2021

- Los gobiernos necesariamente han jugado un papel importante en la respuesta a la pandemia y su gasto se ha disparado. Es posible que busquen reducir sus gastos o aumentar los impuestos en 2021. Pero estas medidas serán difíciles de introducir.
- Los gobiernos claramente tuvieron un papel importante que desempeñar en la respuesta a la pandemia y su gasto se ha disparado.
- La preocupación, como bromeó Milton Friedman, es que “no hay nada tan permanente como un programa de gobierno temporal”. Un ejemplo es el plan de licencia del Reino Unido, en el que el gobierno pagaba el 80% de la paga de un trabajador para evitar el despido. Debería haber terminado en verano, pero se extendió dos veces, actualmente hasta marzo de 2021.
- La extensión de la Pandemia, siendo negativa, favorece el mantenimiento de los estímulos.



# POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA

## BALANCE DE LOS B. CENTRALES EN EXPANSIÓN



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES DEL G4

	2007	2008	2009	2010	2019	2020	2021	2022
<i>\$ trillion</i>								
G-4	4.0	6.8	6.8	7.0	15.6	23.4	27.0	27.4
Fed	0.9	2.2	2.2	2.4	4.2	7.4	8.8	8.9
ECB	1.9	2.8	2.8	2.7	5.3	7.9	9.4	9.6
BoJ	1.0	1.3	1.4	1.5	5.4	6.9	7.4	7.6
BoE	0.2	0.4	0.4	0.4	0.8	1.2	1.4	1.4
<i>% of GDP</i>								
G-4	11.2	19.1	18.7	19.2	40.4	60.5	66.6	66.2
Fed	6.3	15.4	15.3	16.0	19.2	34.7	39.5	38.9
ECB	13.4	22.0	20.4	20.8	38.7	58.7	66.7	66.1
BoJ	21.0	24.1	24.9	25.7	104.3	137.2	143.5	144.4
BoE	6.4	15.2	15.4	15.2	27.4	44.9	48.0	46.5

Fuente: JP Morgan Research

### BC AÚN EXPANDIENDO EL TAMAÑO DE SU BALANCE EN 2021-22

- La mayor expansión del balance de los Bancos Centrales del G4 será la acontecida en 2020 pero el ritmo de expansión será aún fuerte en los dos siguientes.
- Esta inyección de liquidez, que viene teniendo un fuerte impacto en los mercados ya en los últimos años, continuará, en nuestra opinión causando una inflación de activos (no necesariamente de precios en todas y cada una de las regiones).

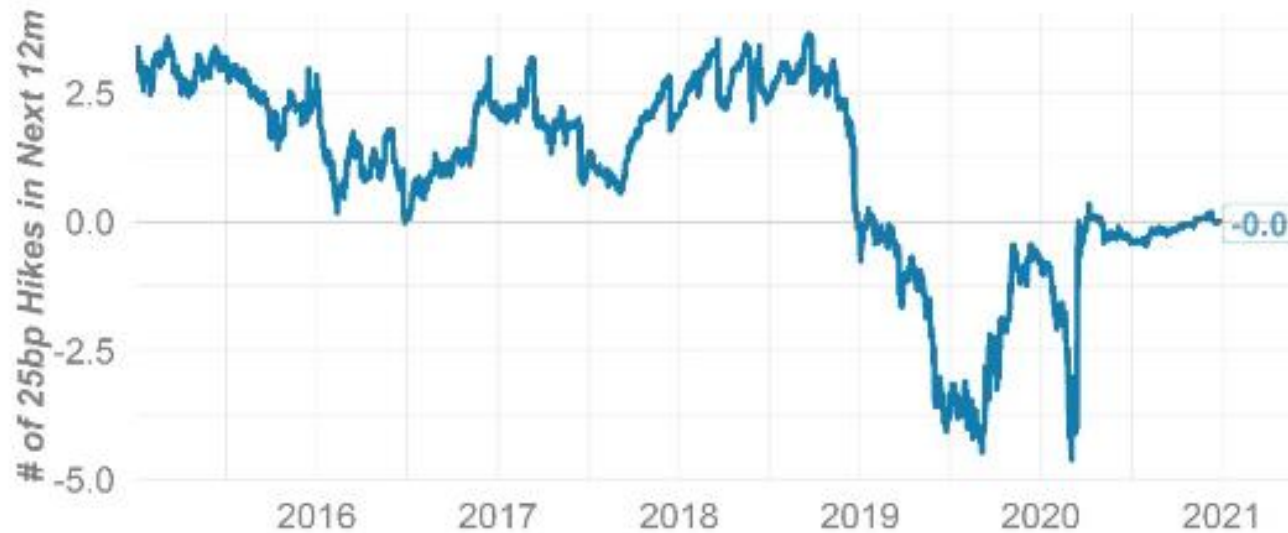
# POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA

## RESERVA FEDERAL DE EE.UU. MANTENDRÁ TIPOS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### EE.UU. SUBIDAS DE TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITAS



As of: 2020-12-30

Fuente: Morgan Stanley Research

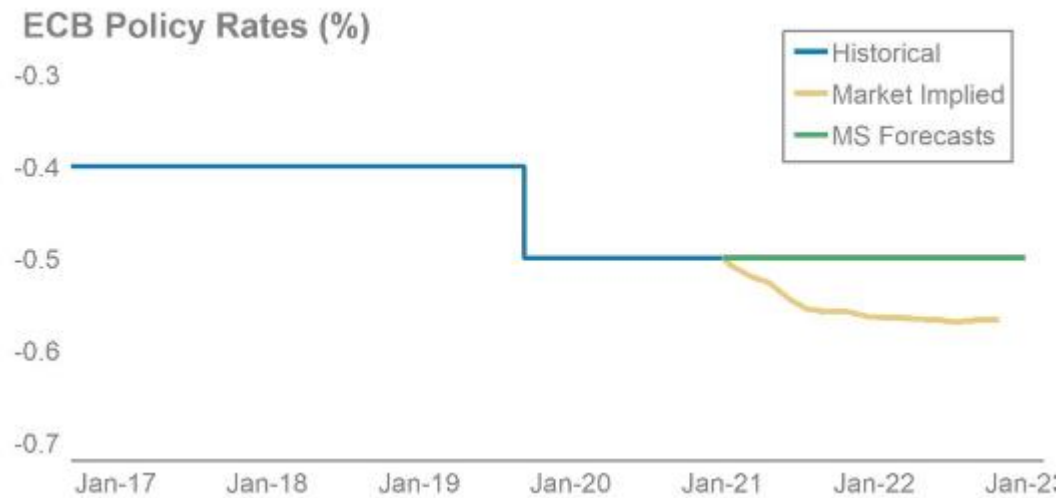
# POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA

## BCE: ¿TIPOS NEGATIVOS PARA SIEMPRE?



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



Fuente: Morgan Stanley Research

# EXTENSIÓN DE LOS FUERTES SOPORTES A LOS MERCADOS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## ESTÍMULOS FISCALES

- Los estímulos fiscales continuarán en 2021 y posiblemente en 2022.
- EE.UU. era susceptible de ser el primer gobierno en comenzar el “tapering fiscal”, pero el control del senado por parte del partido republicano aleja ese riesgo en el tiempo.
- Europa debe mantener e incrementar estímulos dada su peor situación relativa. Hay mecanismos activados y voluntad.

## ESTÍMULOS MONETARIOS

- Balance de los BC del G4 en máximos históricos y aún en expansión en 2021 y 2022.
- Tipos de la FED en 0% para todo 2021 y mantiene margen de actuación con la posibilidad de intervenir los tramos largos de la curva. Objetivo flexible de inflación permitirá retrasar el momento de las subidas.
- El BCE no puede de ninguna forma permitirse subir tipos de interés, a pesar de que no parece estar cómodo con los tipos negativos. La revisión estratégica de su política monetaria ha quedado aparcada por la Pandemia.



**5.**

**EL EPICENTRO ECONÓMICO SE  
DESPLAZA HACIA ORIENTE**

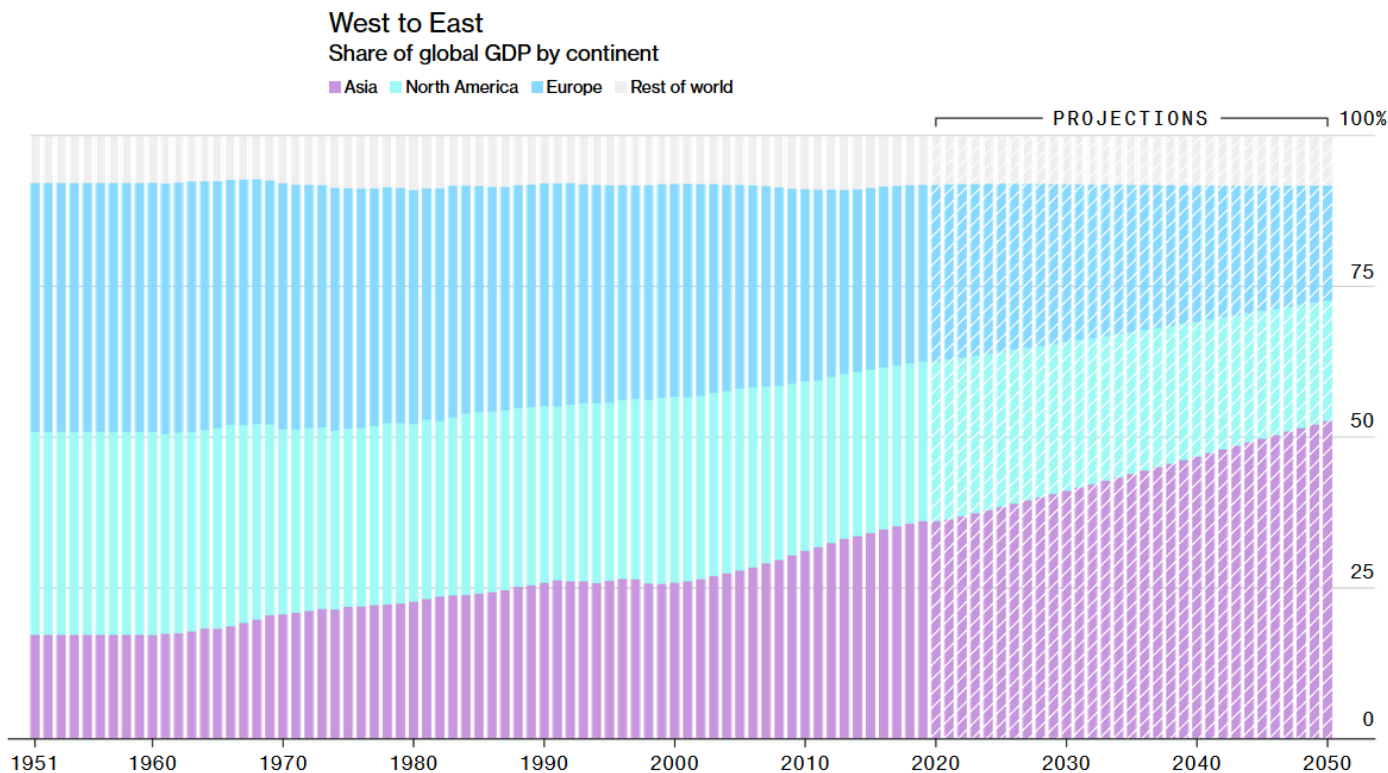
# EPICENTRO ECONÓMICO HACIA ORIENTE

## PORCENTAJE PIB GLOBAL POR CONTINENTE



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### EVOLUCIÓN DEL PORCENTAJE DE PIB POR CONTINENTE



### DE OCCIDENTE A ORIENTE

- El peso del PIB asiático sobre el total ha incrementado fuertemente y se espera que en 2050 alcance el 50% del PIB Global

Fuente: Financial Times

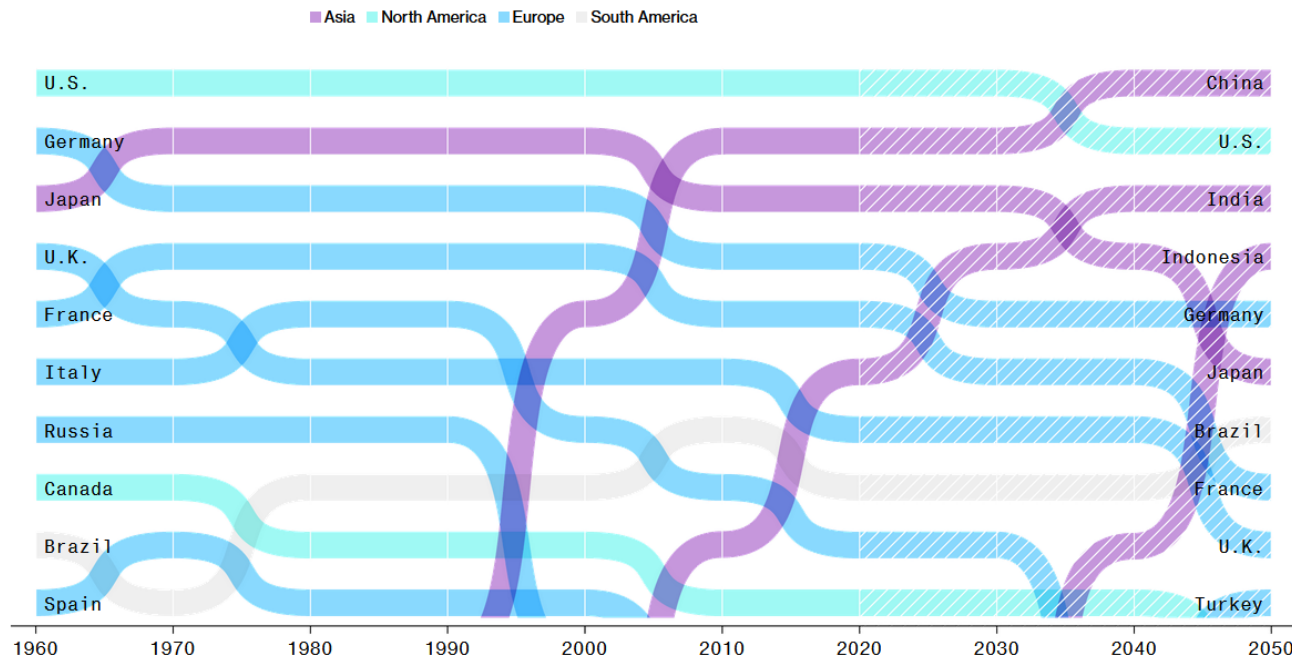
# EPICENTRO ECONÓMICO HACIA ORIENTE

## RANKING PIB GLOBAL. LIDERAZGO POR CONTINENTE



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### EVOLUCIÓN DEL RANKING DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS



Fuente: Financial Times

### ALGO MÁS QUE UNA GUERRA COMERCIAL

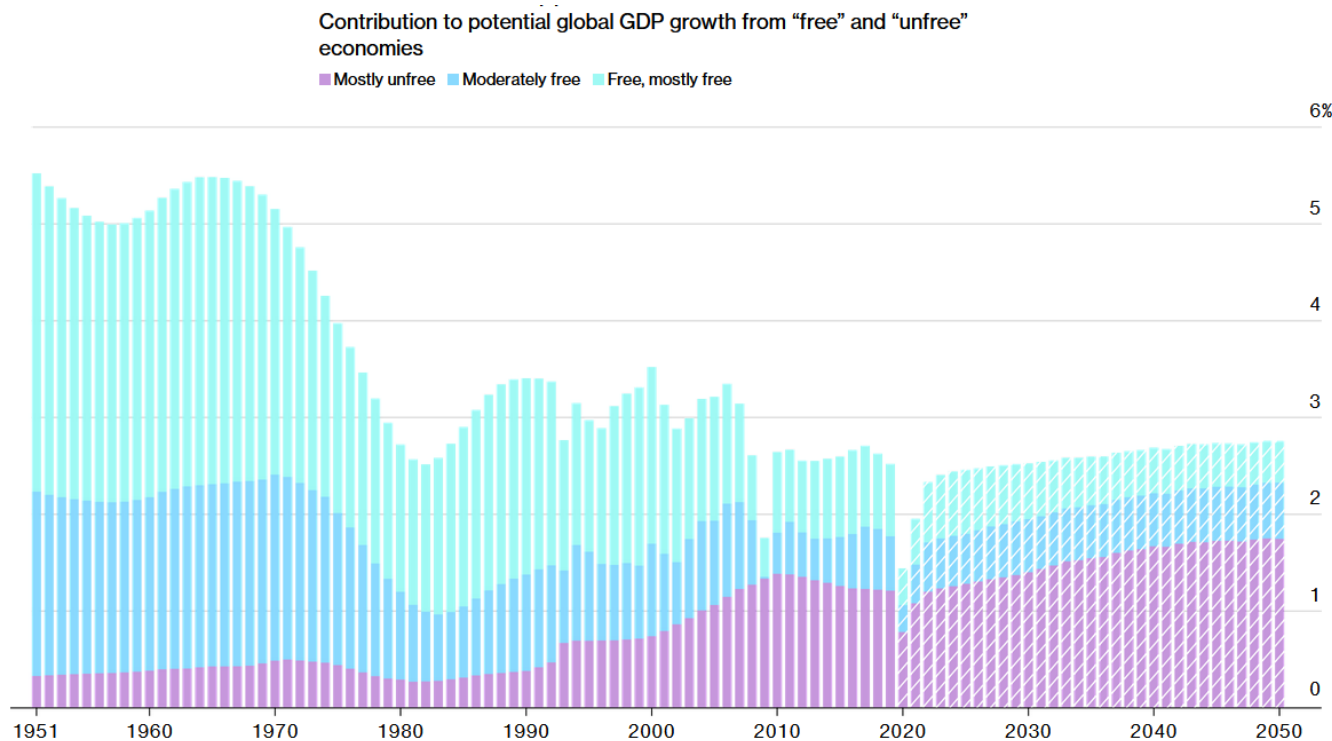
- La supremacía económica de los EE.UU. es lo único que han conocido la mayoría de los inversores actuales, pero si nada cambia, finalizará entorno al año 2035.
- En el año 2050, posiblemente EE.UU. siga siendo la segunda economía mundial tras la china, con India en el tercer puesto, seguida de Indonesia.
- Europa va perdiendo importancia relativa

# EPICENTRO ECONÓMICO HACIA ORIENTE CAMBIO DE PARADIGMA DE LIBERTAD



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## CONTRIBUCIÓN AL PIB POTENCIAL GLOBAL DE ECONOMÍAS LIBRE FRENTE A ECONOMÍAS INTERVENIDAS



Fuente: Financial Times

## ANTIGLOBALIZACIÓN

- La contribución al PIB global de las economías intervenidas es cada vez mayor...
- Siendo por un lado una fuerza en contra de la globalización, a la que se suman diferentes estilos de populismo.
- Las economías intervenidas se han mostrado muy eficientes en tiempo de crisis, pero se enfrentan a otro tipos de riesgos sociales que las hacen susceptibles de modificar su tendencia de forma más abrupta que las economías libres.
- El impacto cortoplacista de estas reflexiones es bajo, pero son se trata de fuerzas estructurales que debemos tener en cuenta a la hora de planificar una estrategia de inversión.





**6.**



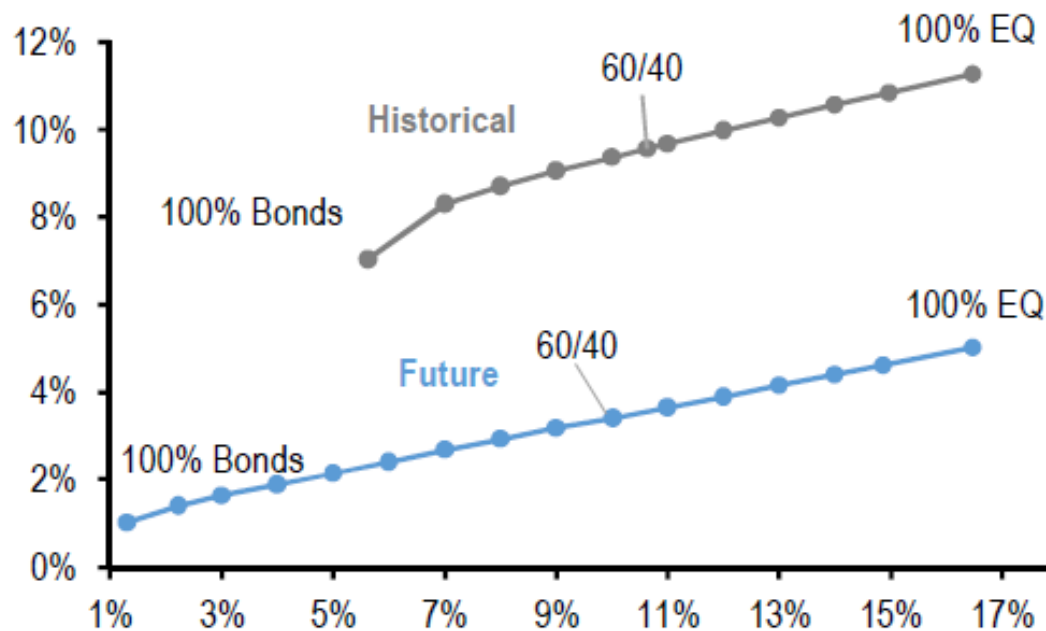
**RETOS PARA LA  
CONSTRUCCIÓN DE CARTERAS**

# RETOS PARA CONSTRUCCIÓN DE CARTERAS MÁS ALLÁ DE ACCIONES Y BONOS



1T21- Optimistas para 2021, pero con realismo

## FRONTERAS EFICIENTES PARA UNA CARTERA 60/40 (Histórica desde 1983 y forward próximos 10 años)



Fuente: JP Morgan, Sept 2020

## NECESITAMOS HACER ALGO MÁS QUE RF Y RV

- Necesitamos hacer algo más que comprar de largo plazo una cartera de acciones y bonos.
- El gráfico muestra la frontera eficiente de una cartera típica invertida 60% en renta variable y 40% en Renta Fija histórica, la proyectada para los próximos 10 años, con rentabilidades esperadas del 1% para la renta fija y del 5% para la renta variable.
- Las rentabilidad esperada de la RV es más baja de la histórica, por las mismas razones por las que los tipos de interés se mantendrán bajos durante un largo periodo de tiempo: des-globalización, desinflación, bajo crecimiento económico y de productividad.
- La curva proyectada es sustancialmente más baja y comienza con un nivel de riesgo muy inferior.

# RETOS PARA CONSTRUCCIÓN DE CARTERAS BAJO POTENCIAL DIVERSIFICADOR DE LOS BONOS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## EVOLUCIÓN DE LA TIR DEL BONO DEL GOBIERNO ALEMÁN A 10 AÑOS



Fuente: Bloomberg

## BONOS DIVERSIFICAN PEOR

- Por pura matemática, a no ser que se piense que los tipos de interés pueden profundizar sin límite en el territorio negativo, lo que pensamos es poco probable, la capacidad de diversificación de los bonos se ha reducido sustancialmente.
- Las correlaciones podrían incluso haber cambiado y no tener capacidad de diversificación alguna (no siempre la han tenido), pero en cualquier caso, ante caídas de la renta variable, la máxima subida posible en el precio de los bonos es menor.
- Si asumimos que el bono del gobierno alemán no se irá por debajo del 1,5% en TIR, su máxima revalorización sería del aproximadamente del 9%. Para caídas de la renta variable del 18%, necesitaríamos una exposición de 2/3 de la cartera al bono alemán para no sufrir pérdidas. Inasumible.

# RETOS PARA LA CONSTRUCCIÓN DE CARTERAS MÁS CUESTIÓN DE LIQUIDEZ QUE DE FUNDAMENTALES



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## RELACIÓN ENTRE EN S&P 500 Y LA LIQUIDEZ GLOBAL



Fuente: Bloomberg

## ES CUESTIÓN DE LIQUIDEZ

- No se trata de una variable nueva, pero la liquidez del sistema está impactando el precio de los activos incluso más que sus fundamentales.
- Las perspectivas de beneficios empresariales continúan impactando el precio de las acciones en el largo plazo y no han dejado de hacerlo durante los últimos tiempos, pero la gran variable a tener en cuenta es la liquidez.
- Esto seguirá siendo un apoyo en los próximos ejercicios y es una de las explicaciones de las políticas de comunicación de los Bancos Centrales sobre sus próximos movimientos (forward guidance), pero no deja de ser un factor sobre el que un agente de mercado tiene más información que el resto.

# RETOS PARA LA CONSTRUCCIÓN DE CARTERAS SOLUCIONES

- Gestión flexible y dinámica
- Selección de activos diferentes a los índices
- Inversión temática que cuente con mayor potencial de crecimiento
- Inversión en activos más allá de bonos y renta variable tradicional
  - Activos reales: inmobiliario, infraestructuras...
  - Sustituir riesgo de mercado por riesgo de gestor
  - Incluir inversiones en países emergentes
  - Pequeñas y medianas cías capaces de desligarse del mercado por factores específicos
- Oro como activo defensivo diversificador



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo



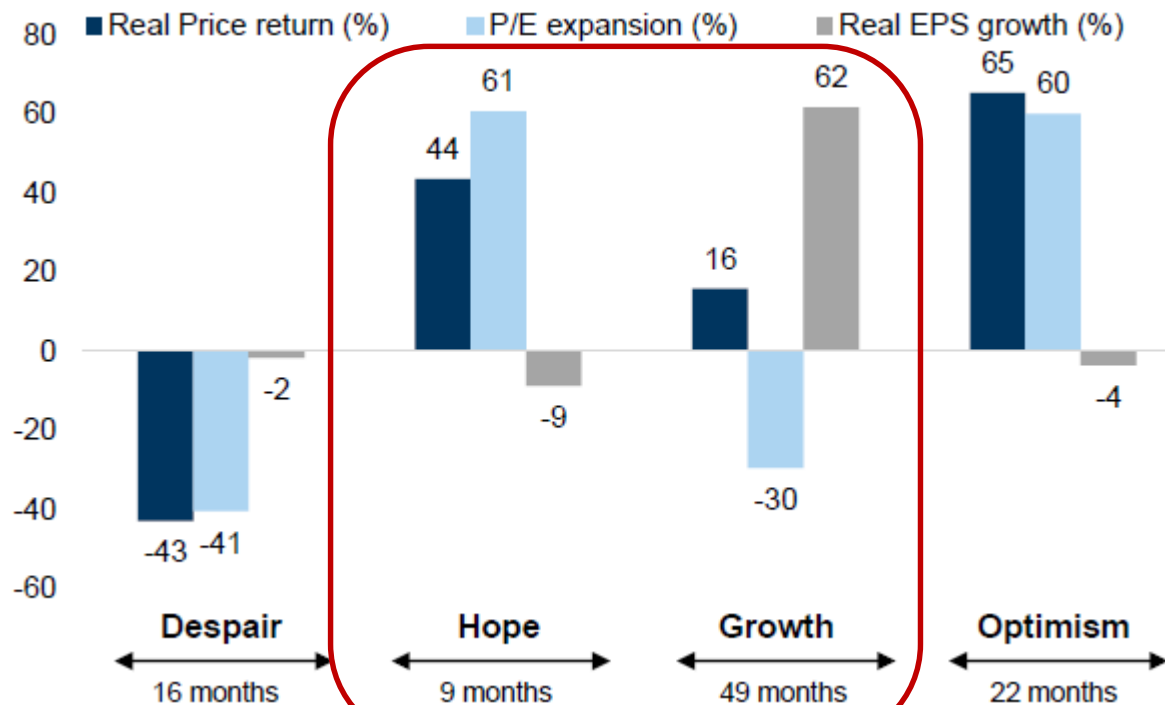
7.

# ASSET ALLOCATION

# ASSET ALLOCATION HACIA UN NUEVO CICLO ALCISTA



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo



## CICLO ALCISTA A LA VISTA

- El ciclo ha dejado atrás lo peor de la recesión y estamos en el principio de la fase de crecimiento que es la más larga, aunque no tan intensa como la de esperanza.
- En esta fase de crecimiento, la rentabilidad de las bolsas viene dada por el crecimiento de beneficios, registrando históricamente incluso una contracción de múltiplos.
- Los ciclos alcistas empiezan, y no terminan, con la recesión y el estudio del ciclo de la izquierda muestra que vamos hacia la fase de Crecimiento, que históricamente ha sido la más larga del ciclo y ha ofrecido rentabilidades positivas, pero más modestas que las de la fase inicial de esperanza o la final de optimismo.

Fuente: Goldman Sachs

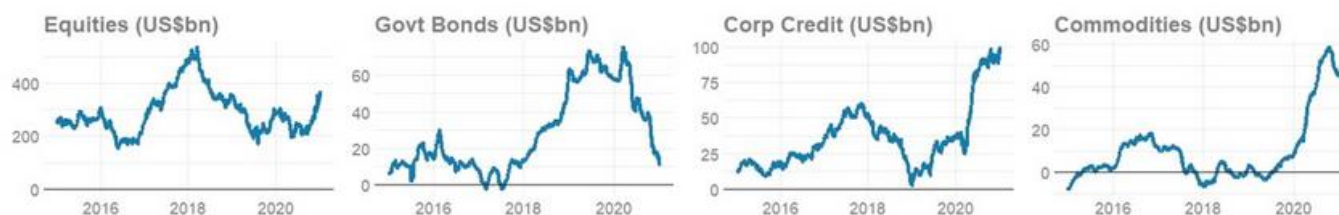
# ASSET ALLOCATION- SENTIMIENTO

## FLUJOS EN FONDOS DE INVERSIÓN (EE.UU.)



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

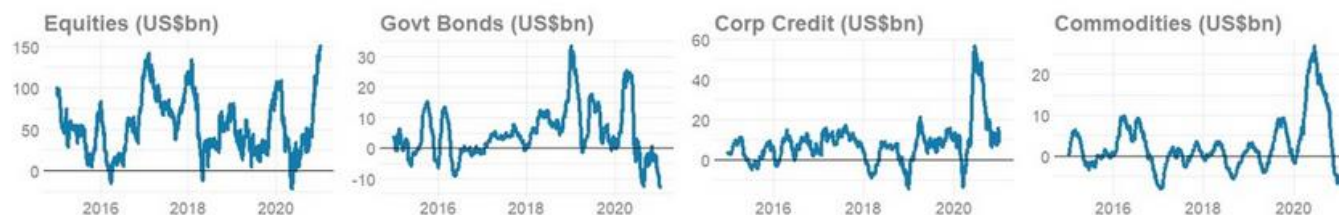
### FLUJOS EN ETFS EN EE.UU. ÚLTIMOS 12 MESES



Data as of Fri 08 January 2021

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

### FLUJOS EN ETFS EN EE.UU. ÚLTIMOS 3 MESES



Data as of Fri 08 January 2021

Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research

### FLUJOS COMO INDICADOR DE SENTIMIENTO

- En los últimos 12 meses, los flujos en ETFs de EE.UU. Se han dirigido de bonos gubernamentales a l resto de los activos, siendo el crédito el principales receptor, lo que se explica no sólo por su atractivo, son también pro ser una clase de activo con más similitudes a los bonos de gobiernos que el resto.
- Analizando los flujos de los últimos tres meses, los bonos gubernamentales continúan siendo al clase de activo con salidas netas, que financia las entradas en el resto, pero en ese periodo, las entradas no ha ido a crédito y materias primas, sino que han ido a ETF de renta variable.
- Una razón más para, tácticamente, ser algo cautos con la clase de activo que ya ha sido comprada.



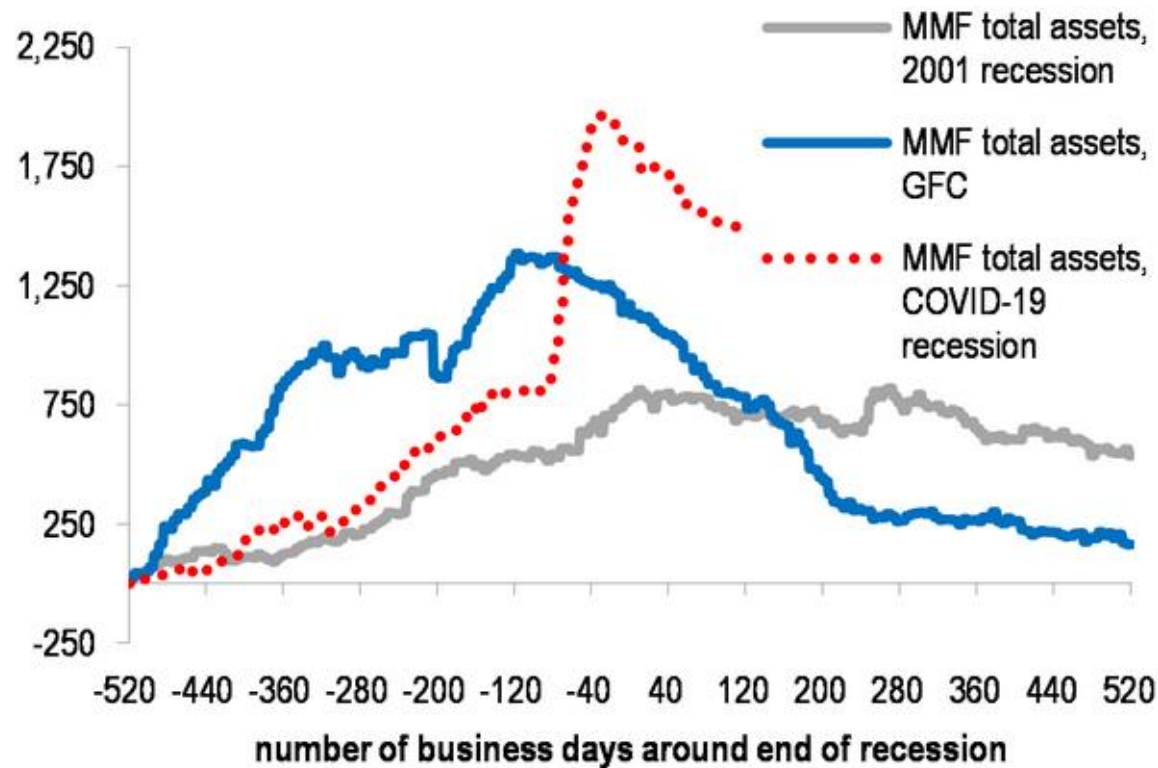
# ASSET ALLOCATION

## POSICIONAMIENTO AÚN DEFENSIVO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

VARIACIÓN ACUMULADA EN FONDOS MONETARIOS EN EE.UU.  
ANTES Y DESPUÉS DEL FINAL DE LAS RECESIONES



Fuente: JP Morgan

## POSICIONAMIENTO AÚN DEFENSIVO

- Los inversores han reinvertido en el mercado alrededor de la mitad de la posición que construyeron en liquidez tras el inicio de la recesión originada por la Pandemia.
- Siguen sin reinvertir nada de la posición de liquidez construida entre 2018-2019.

# ASSET ALLOCATION

## VALORACIONES EXIGENTES, NO DISPARATADAS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

Market	Cyclically Adj. E/P	20yr	Real 10Y Ylds		ERP (%)	20yr	IG Credit Sprd <sup>^</sup>		20yr	FX REER	20yr	Composite PMI		
			-3	0			3	-3				0	3	Period
US	3.3		-0.7		4.0		96		118			Dec-20	55.7	
Europe	5.1		-0.8		5.9		91		97			Dec-20	49.8	
Japan	4.4		0.3		4.1		n/a	n/a	77			Dec-20	48.0	
EM	6.3		-0.7		7.0		n/a	n/a	n/a	n/a		Nov-20	54.9	
Germany	5.1		-0.8		5.9		n/a	n/a	97			Dec-20	52.5	
Italy	4.6		0.1		4.5		111		97			Nov-20	42.7	
Spain	9.2		-0.2		9.4		111		97			Nov-20	41.7	
Sweden	4.9		-0.2		5.1		92		93			Nov-20	59.1	
Switzerland	3.7		-0.4		4.0		89		109			Nov-20	55.2	
UK	5.6		-0.9		6.6		121		100			Dec-20	50.7	
China	5.8		2.7		3.0		171		125			Nov-20	57.5	
Korea	5.1		0.7		4.4		78		110			Dec-20	52.9	
Australia	4.7		-0.2		5.0		n/a	n/a	90			Dec-20	55.7	
Brazil	8.8		4.5		4.3		144		57			Nov-20	64.0	
Mexico	6.3		1.9		4.4		81		81			Nov-20	43.7	
Indonesia	6.1		4.2		1.9		68		90			Dec-20	51.3	
Russia	17.1		2.1		15.0		86		72			Dec-20	48.3	
South Africa	6.0		3.3		2.7		205		76			Nov-20	50.3	

Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 31 de diciembre

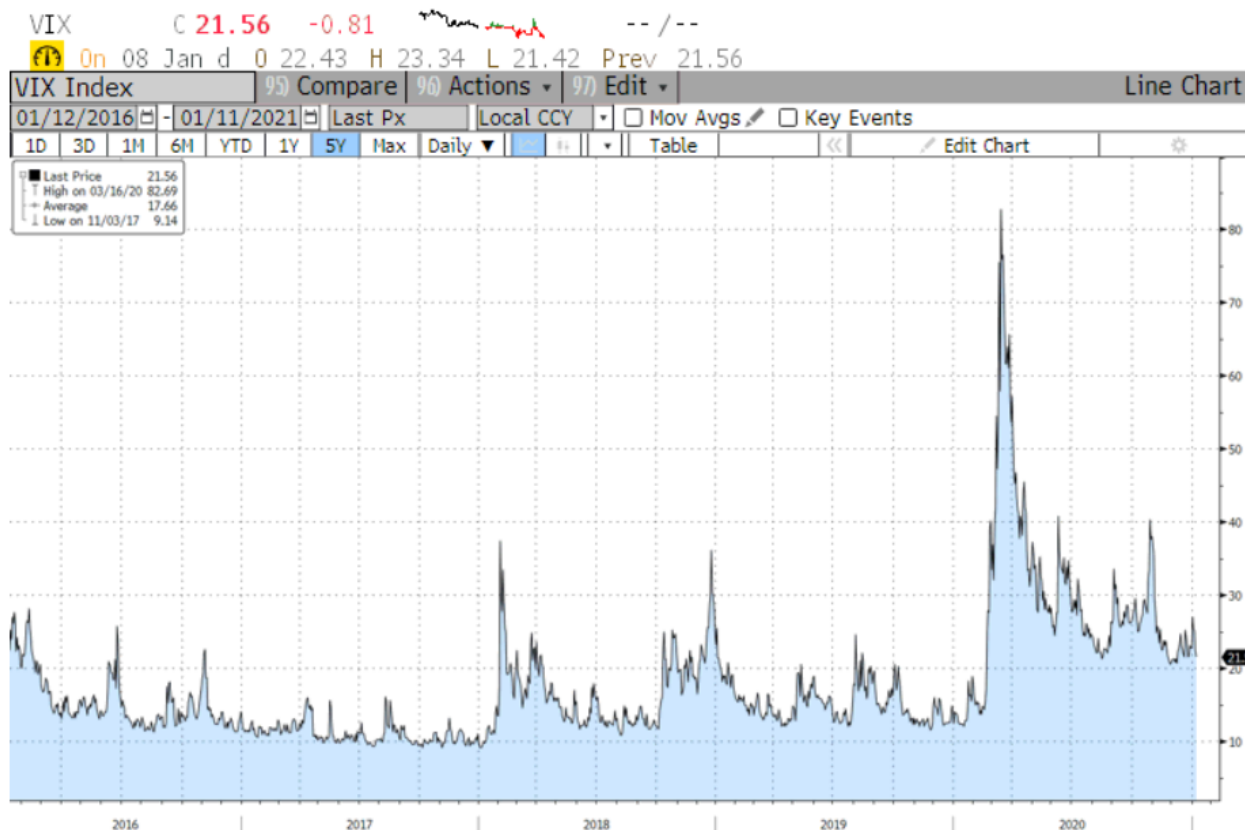
# ASSET ALLOCATION- SENTIMIENTO

## VOLATILIDAD NORMALIZADA



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

Evolución del índice VIX de Volatilidad del S&P 500



Fuente: Bloomberg

VOLATILIDAD EN PROCESO DE NORMALIZACIÓN. NO SERÁ UNA LÍNEA RECTA.

- El VIX es el índice que mide la volatilidad del S&P 500. Algunos lo llaman el índice del miedo.
- Un VIX en 80 significa que el mercado está otorgando una probabilidad del 61.8% (1 desviación estándar) a un movimiento de las bolsas del 80% en los próximos 12 meses.
- Durante el pico de la reciente crisis en el mes de marzo, el VIX hizo niveles máximos históricos por encima de 80, mientras que en esta corrección del mes de septiembre, el repunte apenas alcanzó el nivel de 35, lo que, si bien es una fuerte subida, queda dentro de la reacción normal en episodios de risk off.
- Comenzamos el año en niveles de 21 y pensamos que vamos a un nuevo régimen de volatilidad en el que posiblemente no se alcancen los niveles extraordinariamente bajos de los últimos años.

# ASSET ALLOCATION: RESUMEN POSICIONAMIENTO TÁCTICO (3 MESES)



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

OPTIMISTAS      PERO  
REALISTAS

---

- NEUTRALES EN **RENTA VARIABLE**
- INFRAPODERAMOS LA **RENTA FIJA**
- POSICIONES TÁCTICAS EN **LIQUIDEZ**

- Exposición a renta variable en línea o ligeramente inferior a la de los índices de referencia de forma táctica tras las recientes subidas, más constructivos estratégicamente.
- Infra ponderados en renta fija, favoreciendo activos de carry y con muy baja exposición a gobiernos.
- Mantenemos liquidez y activos líquidos, que son el principal refugio ante una caída de las bolsas que viniera por una subida de tipos o algún tipo de crisis en la renta fija.



7. a.

RENTA FIJA

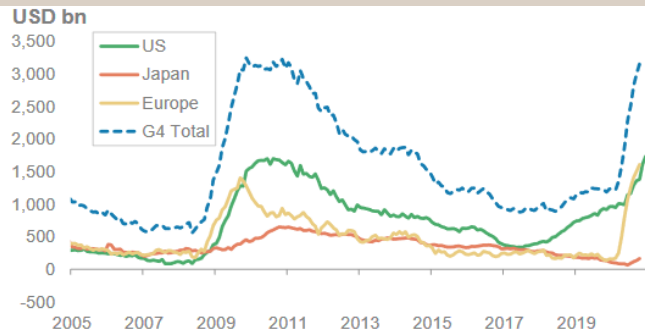
# RENDA FIJA

## EMISIONES NETAS RF GLOBAL



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### Gobiernos desarrollados



### Bonos IG desarrollados

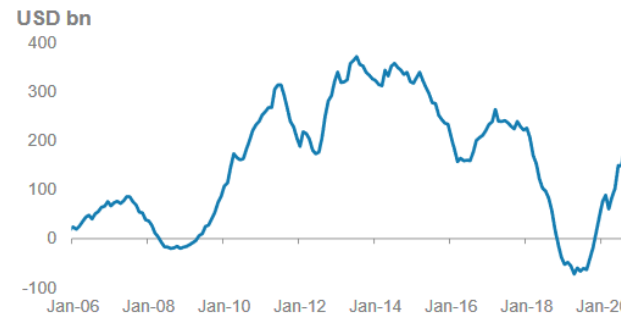


### Deuda Emergente



Source: Dealogic, Morgan Stanley Research. Note: Includes hard currency bonds only. Includes both corporates and sovereigns.

### High Yield



Source: Dealogic, Morgan Stanley Research

Fuente: ICI, Morgan Stanley Research

## FUERTE INCREMENTO DE LA OFERTA

- Las emisiones de bonos han repuntado de forma significativa durante el ejercicio y, muy especialmente, las de bonos de alta calidad crediticia.
- Los gobiernos europeos han incrementado fuertemente sus emisiones netas, respaldados por el nuevo programa de compras del BCE.
- Con tal incremento de oferta y una demanda limitada por parte de los inversores, todo descansa en los programas de compras de activos de los bancos centrales.
- La búsqueda de rentabilidad es en cualquier caso muy grande y papeles con rentabilidades positivas continúan muy demandados en un contexto de tipos cero para mucho tiempo.

# RENDA FIJA **GOBIERNOS** RIESGO SIN REMUNERAR



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## TIPOS DE INTERÉS NOMINALES, REALES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

**Nominal Yields (%)**



As of: 2020 12 31

Source: Morgan Stanley Research, Bloomberg

**Real 10-Year Yields (bp)**



As of: 2020 12 31

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research. Note: Calculations based on 10y yields minus breakevens

**1yr Carry + Roll Down, Adjusted for Volatility (%)**



**10-Year Breakeven Inflation (%)**



## VALORACIÓN EXCESIVA DE LA RENTA FIJA

- El antiguo activo libre de riesgo ya es hace tiempo activo libre de retorno.
- Los gobiernos desarrollados no remuneran suficientemente el riesgo asumido y están caros en términos nominales y reales.
- No esperamos en cualquier caso fuertes repuntes de tipos en EE.UU. Y apenas ningún repunte en Europa.

Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 31 de diciembre

# RENTA FIJA CORPORATIVA VALORACIÓN



1T21- Optimistas para 2021, pero con realismo

## TIPOS DE INTERÉS NOMINALES, REALES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

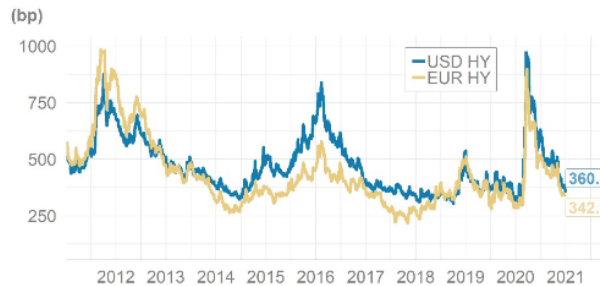
### Global IG Credit Spreads (bp)



As of: 2020-12-31

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

### Global High Yield Spreads (bp)



As of: 2020-12-31

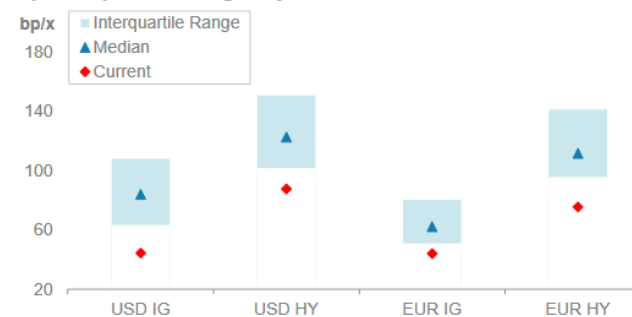
Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

### Financial vs. Non-Financial Spreads (bp)



As of: 2020-12-31

### Spread per Leverage, by Market



Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 31 de diciembre

## CRÉDITO TAMBIÉN CARO, PERO MUY SOPORTADO

- Los diferenciales de crédito están muy estrechos tanto en EE.UU. Como en Europa y tanto en bonos Investment Grade como High Yield.
- Los programas de compra de activos de los bancos centrales están soportando el activo.
- Estamos neutrales en crédito buscando algo de carry y activos que tengan alguna ventaja adicional, como la deuda subordinada financiera o los bonos de países emergentes.



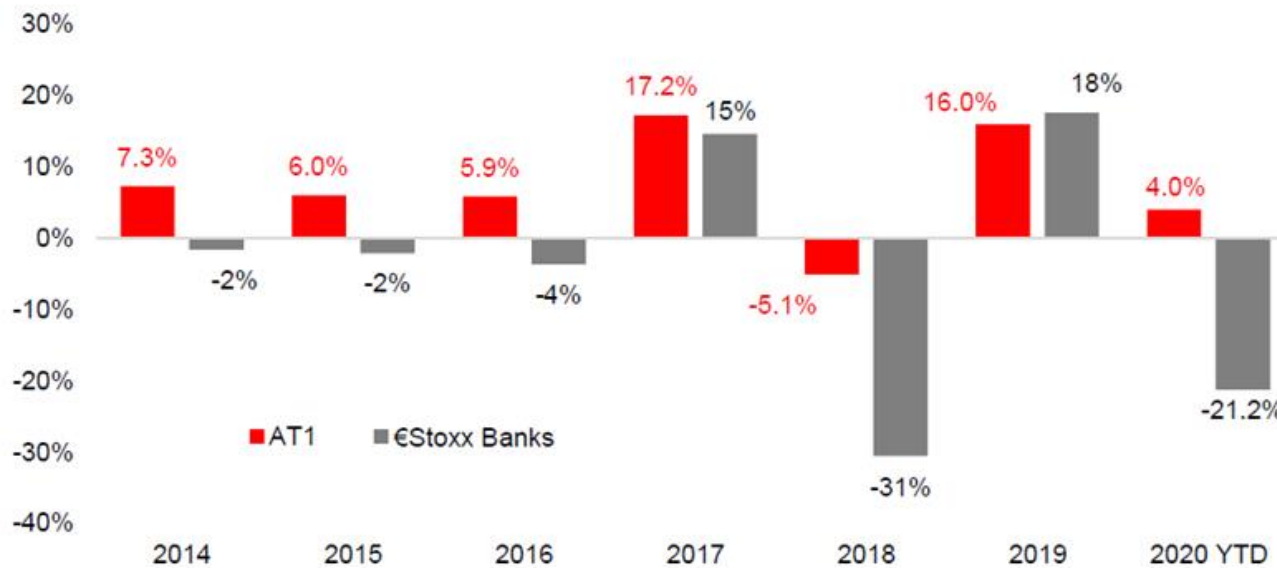
# RENTA FIJA

## DEUDA SUBORDINADA FINANCIERA



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### EUROSTOXX BANCOS VS AT1



### POSITIVOS EN DEUDA SUBORDINADA FINANCIERA

- Llevamos mucho tiempo dudando sobre la rentabilidad del sector bancario, pero defendiendo su solvencia.
- En ese contexto la deuda subordinada financiera, como muestra el gráfico, ha tenido mucho mejor comportamiento que las acciones de los bancos.
- Se trata de uno de los pocos activos que continúan pagando una rentabilidad razonable y a pesar de la fuerte compresión de los tipos de interés de los últimos meses, cuenta con factores estructurales a favor, como la regulación y el hecho de ser los bancos, esta vez, parte de la solución y no del problema, los hacen uno de los nichos atractivos en renta fija.

Fuente: Santander a 10 de diciembre

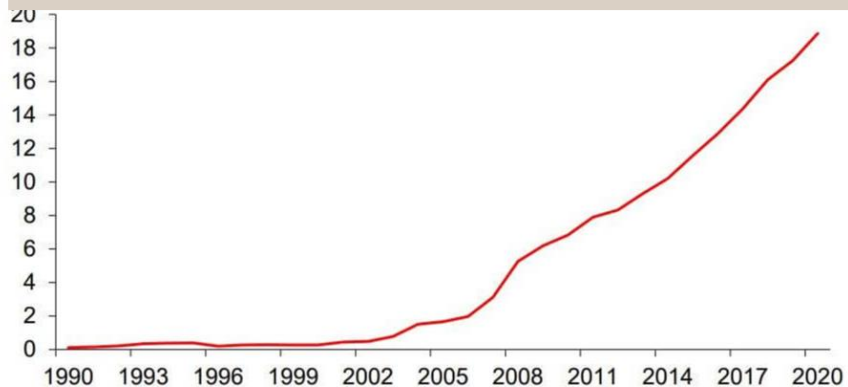
# RENTA FIJA

## CONSERVADORES EN HIGH YIELD



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

% de compañías zombi en EE.UU.



Note: The chart shows the share of listed firms which are more than 10 years old with an interest coverage ratio less than one for three years in a row.

Tasa de default en US



## NEUTRALES Y SELECTIVOS EN CRÉDITO HIGH YIELD

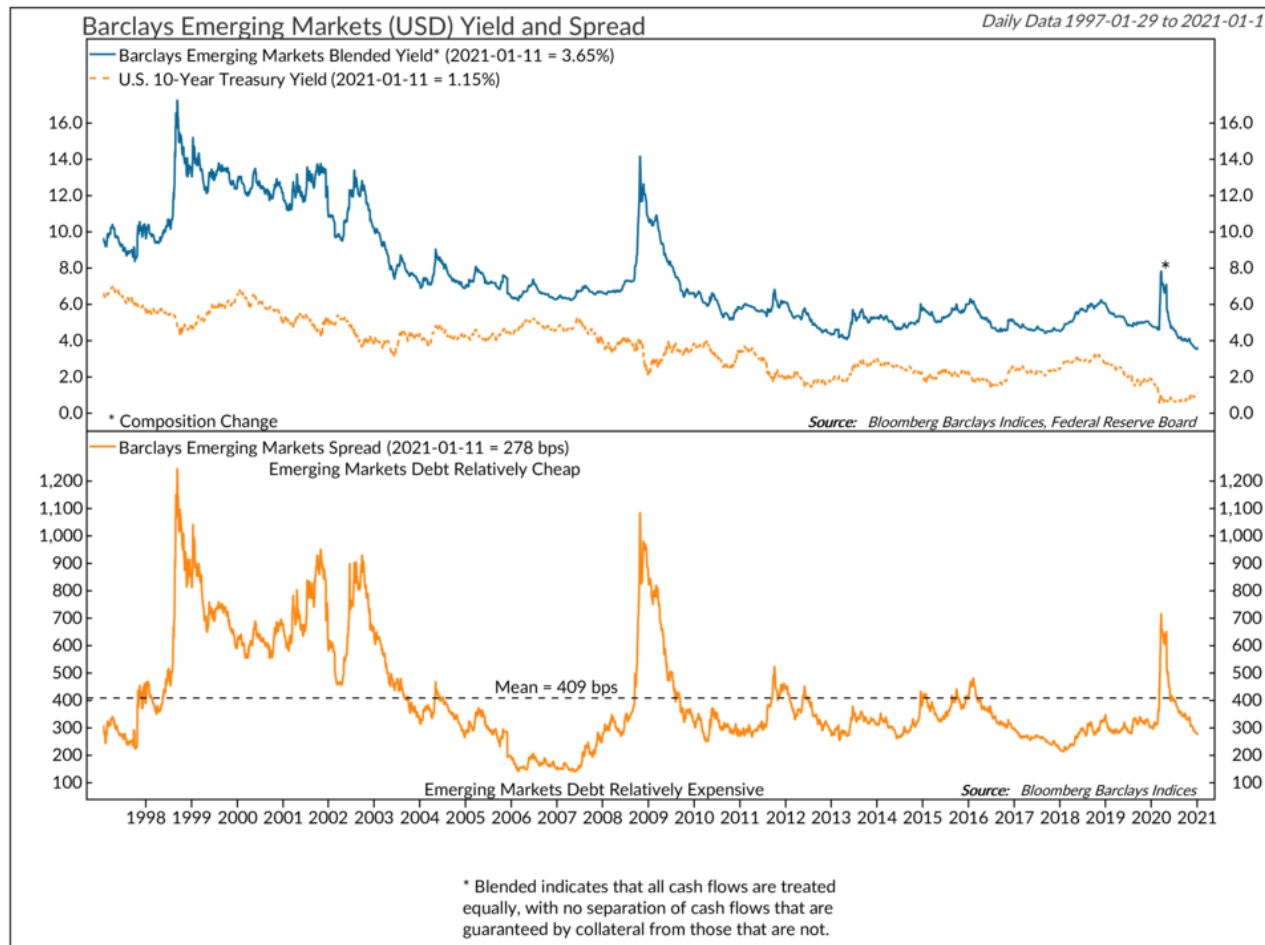
- Diferenciales atractivos en términos históricos y dados los fundamentales, pero habrá grandes divergencias y el riesgo de default es alto en muchos sectores y/o compañías.
- Tras años de dinero barato, el apalancamiento de las compañías con peores balances se ha ido incrementando sin que este sea el caso de sus beneficios. En EE.UU., un 20% de las compañías que han cumplido 10 años, llevan más de 3 en una situación en las que su ratio de cobertura de intereses es menor que uno.
- Los diferenciales de crédito ya no son demasiado atractivos, pero habrá oportunidades concretas

# RENTA FIJA POSITIVOS CON BONOS EMERGENTES



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

Rentabilidad a vencimiento y diferencial de los bonos emergentes frente a EE.UU.



Fuente: Ned Davis Research

## POSITIVOS EN BONOS EMERGENTES

- Los bonos emergentes alcanzaron un nivel de sobre venta extrema. Sólo en 1998 y en 2008 su diferencia de rentabilidad frente al bono de EE.UU. había sido de la magnitud de la de abril.
- Desde esos niveles, el rebote ha sido fuerte y la valoración ya no es la razón para justificar la inversión, pero sigue contando con unos tipos muy superiores y perspectivas de que continúen convergiendo hacia un nivel cercano al cero, como en el resto del mundo.
- Rentabilidad a vencimiento y diferencial de crédito por debajo de la media histórica, en una situación en la que los tipos de interés de activos “competidores” está muy por debajo.
- Debilidad del dólar e inestabilidad política en el resto del mundo atraerán capital.

# RENTA FIJA

## RESUMEN POSICIONAMIENTO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### INFRAPONDERADOS EN RENTA FIJA

- **TIPOS DE INTERÉS**
  - **NEGATIVOS EN EUROPA.** Principalmente en Alemania pero, en general, en todos los gobiernos. Hacer relativos.
  - **NEGATIVOS EN EE.UU.** por la parte del dólar y porque habrá mayores subidas de tipos, que quizá den una oportunidad mucho antes que en Europa. Aún no.
- **CRÉDITO**
  - **POSITIVOS EN NICHOS CONCRETOS**
  - **NEUTRALES EN INVESTMENT GRADE.**
  - **POSITIVOS EN GESTIÓN TÁCTICA y FLEXIBLE Y DEUDA SUBORDINADA FINANCIERA**
  - **NEUTRALES EN HIGH YIELD**
  - **POSITIVOS EN EMERGENTES**



**7. b.**

**RENTA VARIABLE**

# RENDA VARIABLE

## PRINCIPALES RATIOS DE LAS BOLSAS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### VALORACIÓN DE LA RENDA VARIABLE

#### RATIOS DE VALORACIÓN, RENTABILIDAD Y CRECIMIENTO DE BENEFICIOS

	PER			P/FCF			PBV			Rtb por Dividendo (%)			ROE (%)			Margen EBITDA (%)			Crec. BPA (%)	
	PE'12m	PE m5Yr	PE vs m	PFCF'12m	m5Yr	m (Eje Dch)	PBV'12m	m5Yr	vs m	DVD'12m	m5Yr	vs m	DVD'12m	m5Yr	vs m	12m	med 5Y	vs m	2020	2021
IPC México	15,76	16,61	0,95	14,63	17,70	0,83	2,12	2,26	0,94	3,32	2,73	1,22	13,53	13,68	0,99	22,06	20,69	1,07	-37,33	81,97
Bovespa	13,13	13,17	1,00	13,73	16,78	0,82	2,07	1,62	1,28	3,24	3,53	0,92	15,82	12,80	1,24	24,77	22,29	1,11	-54,61	242,24
FTSE 100	15,02	13,98	1,07	16,85	15,99	1,05	1,65	1,67	0,99	3,76	4,48	0,84	11,01	12,11	0,91	19,22	17,30	1,11	-35,24	39,22
Shanghai ETF	12,38	11,50	1,08	na	na	na	1,37	1,33	1,03	2,68	2,89	0,93	11,12	11,66	0,95	12,53	12,63	0,99	-3,49	14,28
SMI Suizo	17,85	16,55	1,08	20,87	19,76	1,06	2,86	2,45	1,17	3,01	3,51	0,86	16,03	14,84	1,08	23,88	22,64	1,05	-7,09	16,42
Austria	13,28	11,99	1,11	23,50	17,67	1,33	0,95	1,02	0,93	3,51	3,76	0,93	7,13	8,59	0,83	18,22	17,51	1,04	-43,75	49,59
MIB Italia	14,34	12,52	1,15	19,26	18,42	1,05	1,12	1,02	1,10	3,73	4,35	0,86	7,83	8,40	0,93	17,79	17,65	1,01	-45,98	61,51
DAX (TR)	15,60	13,55	1,15	19,74	17,94	1,10	1,60	1,57	1,02	2,79	3,21	0,87	10,26	11,71	0,88	16,52	15,51	1,07	-15,84	29,99
STOXX 600	18,18	15,15	1,20	22,04	19,24	1,15	1,86	1,70	1,09	2,88	3,60	0,80	10,23	11,34	0,90	18,07	17,10	1,06	-31,62	35,82
Emergentes	15,05	12,33	1,22	21,58	18,93	1,14	1,77	1,46	1,22	2,38	2,89	0,82	11,74	11,85	0,99	18,36	17,29	1,06	-3,31	34,16
Euro STOXX 50	18,62	15,01	1,24	23,32	19,60	1,19	1,90	1,68	1,13	2,74	3,53	0,78	10,21	11,27	0,91	18,14	17,28	1,05	-27,75	31,61
DJ Industriales	20,76	16,68	1,24	23,33	18,05	1,29	4,39	3,53	1,24	2,03	2,49	0,81	21,16	21,31	0,99	17,53	18,16	0,97	-15,49	24,74
Euro STOXX	18,81	14,97	1,26	23,09	19,81	1,17	1,67	1,52	1,10	2,67	3,38	0,79	8,87	10,31	0,86	17,03	16,39	1,04	-35,89	40,02
CAC 40	19,05	15,06	1,27	21,31	19,27	1,11	1,76	1,54	1,14	2,71	3,31	0,82	9,25	10,38	0,89	16,93	15,77	1,07	-43,58	60,40
S&P 500	22,70	17,79	1,28	24,42	20,25	1,21	3,94	3,08	1,28	1,55	2,06	0,75	17,36	17,43	1,00	20,23	20,10	1,01	-13,31	22,09
IGBM	16,95	13,23	1,28	24,69	20,02	1,23	1,16	1,20	0,97	3,86	4,32	0,89	6,87	9,36	0,73	20,26	20,82	0,97	-56,07	52,18
Nikkei 225	22,18	16,60	1,34	33,63	25,77	1,31	1,96	1,57	1,24	1,62	2,01	0,81	8,81	9,56	0,92	13,92	13,71	1,02	2,41	24,35
IBEX 35	18,69	13,96	1,34	24,72	19,21	1,29	1,30	1,27	1,03	3,71	4,23	0,88	6,97	9,41	0,74	19,27	19,24	1,00	-68,59	116,89

Fuente: Macroyield, con datos de 31 de diciembre

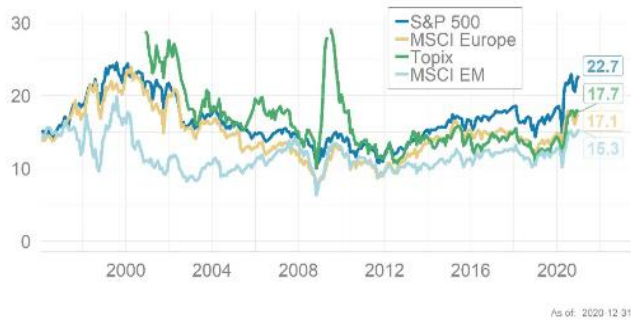
# RENTA VARIABLE VALORACIONES EXIGENTES, NO EXCESIVAS



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

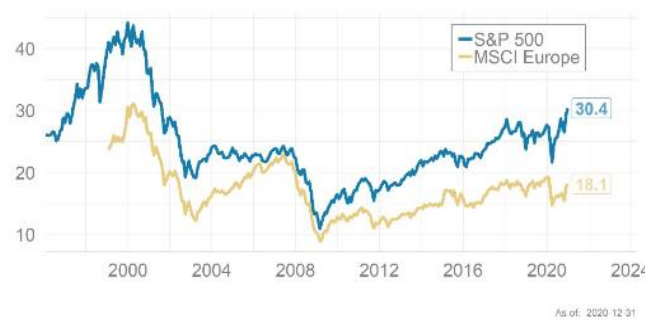
## EVOLUCIÓN DE DIFERENTES RATIOS DE VALORACIÓN DE LAS BOLSAS

**Forward Price/Earnings**



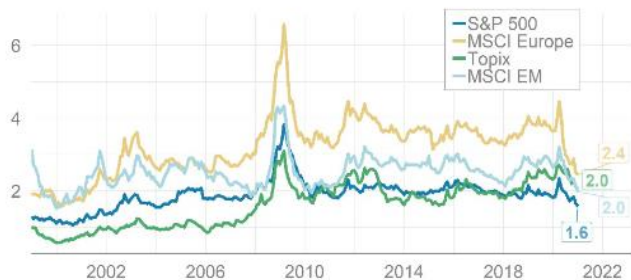
Source: Datastream, IBES, Morgan Stanley Research

**Cyclically Adjusted P/E**



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

**Dividend Yield (%)**



**Price/Book**



Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 31 de diciembre

## VALORACIONES EXIGENTES ASUMIBLES

- Las valoraciones actuales de las bolsas en EE.UU. son exigentes, pero no creemos que excesivas. No podemos afirmar que las bolsas estén baratas, pero no pensamos que hayan alcanzado un nivel en el que la valoración sea el problema.
- Las divergencia entre sectores y compañías es muy grande y mirar a los índices puede llevar a conclusiones algo “miopes”.
- Con los **tipos de interés en los niveles actuales**, el mercado está dispuesto a **pagar múltiplos más altos** que en otros entornos de tipos.

# RENDA VARIABLE

## EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS

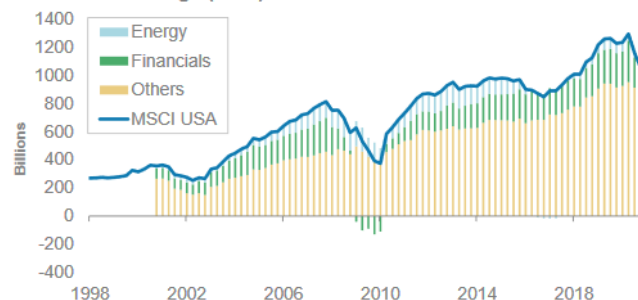


1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS POR REGIÓN Y SECTORES

#### US

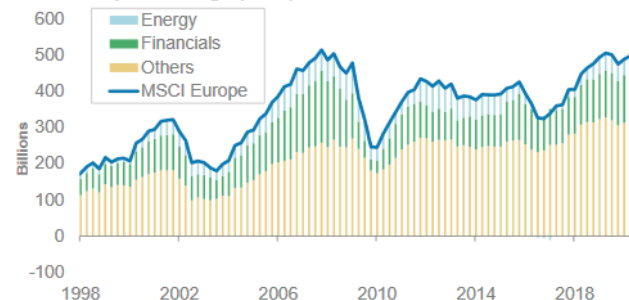
MSCI USA Earnings (USD)



Source: MSCI, Datastream, Morgan Stanley Research

#### Europe

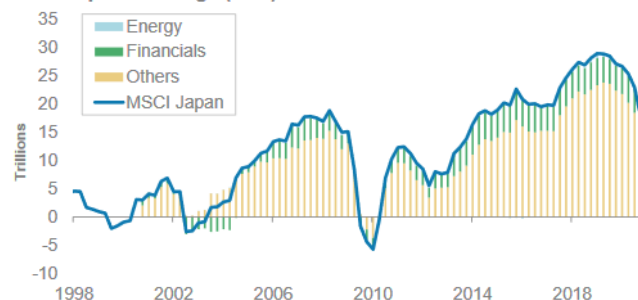
MSCI Europe Earnings (EUR)



Source: MSCI, Datastream, Morgan Stanley Research

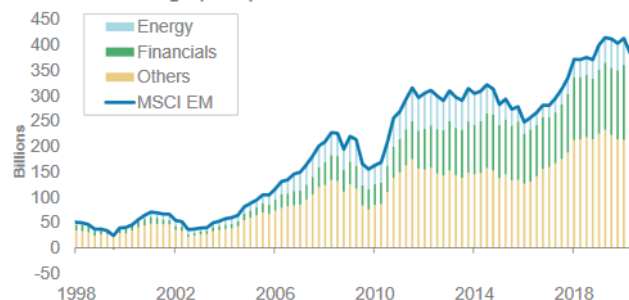
#### Japan

MSCI Japan Earnings (JPY)



#### EM

MSCI EM Earnings (USD)



Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 31 de diciembre

### CONTRACCIÓN DE BENEFICIOS EN 2020

- Como no podía ser de otra manera, los beneficios empresariales han sufrido una enorme contracción en el ejercicio 2020.
- En EE.UU, la contracción de beneficios ha sido de apenas el 2,5%, con un -45% en Europa y un -29% en Japón.
- Llama la atención el dato de ventas en EE.UU., con un crecimiento anual acumulado incluso positivo a cierre del 3T20.



# RENTA VARIABLE

## ESTIMACIONES DE BºS REVISADAS AL ALZA



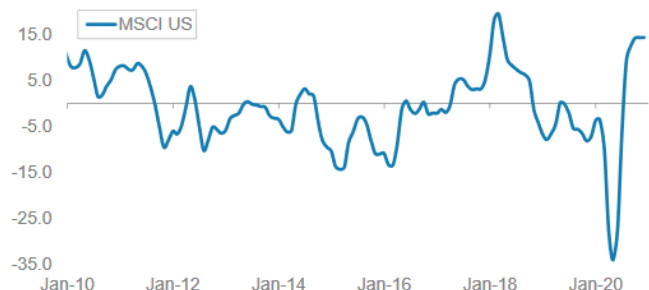
1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### REVISIONES DE LAS ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO DE BENEFICIOS

### REVISIONES AL ALZA DE BENEFICIOS

#### US

N12M Earnings Revision Ratio, 3mma (%)



Source: MSCI, IBES, Morgan Stanley Research

#### Europe

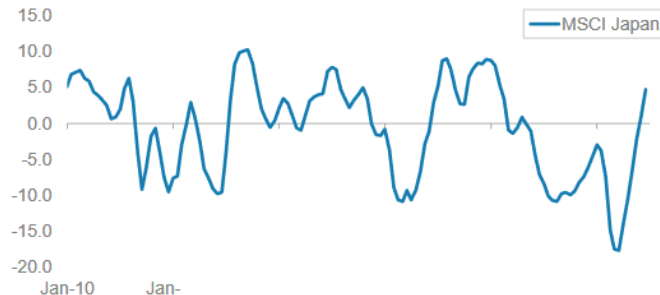
N12M Earnings Revision Ratio, 3mma (%)



Source: MSCI, IBES, Morgan Stanley Research

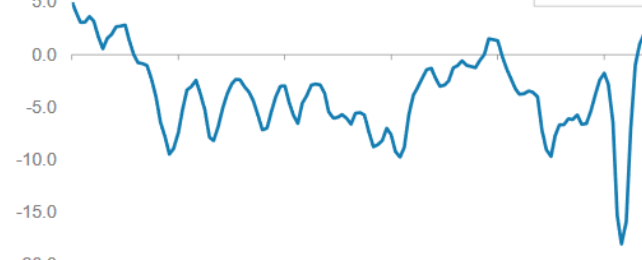
#### Japan

N12M Earnings Revision Ratio, 3mma (%)



#### EM

N12M Earnings Revision Ratio, 3mma (%)



Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 31 de diciembre

- La diapositiva anterior es cosa del pasado. La atención del mercado, de forma justificada, se centra ahora en el fuerte crecimiento de beneficios que las compañías obtendrán en 2021.

- No sólo los beneficios crecerán, según el consenso de analistas a una tasa del 40% en Europa y del 20% en EE.UU., sino que adicionalmente, estos números se vienen revisando al alza desde hace ya algunas trimestres.

- Esto es un fenómeno global y las revisiones al alza de las estimaciones de beneficios son similares en EE.UU, Europa y Emergentes.

# RENTA VARIABLE

## OPTIMISMO LEJOS DE LA EUFORIA A MEDIO PLAZO



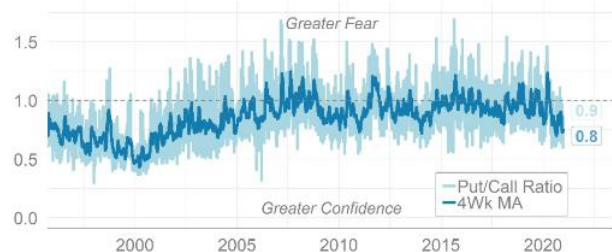
1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### REVISIONES DE LAS ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO DE BENEFICIOS

### SENTIMIENTO FAVORABLE PARA LA RENTA VARIABLE

#### US Equity Put/Call Ratio

Equity Put/Call Ratio

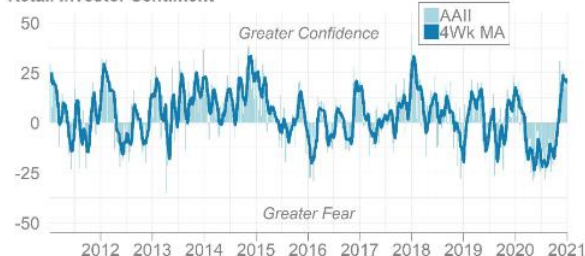


As of: 2020-12-31

Source: CBOE, Bloomberg, Morgan Stanley Research

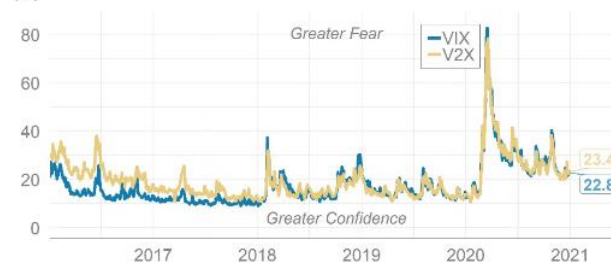
#### AAII Bulls-Bears

Retail Investor Sentiment



#### VIX and EURO STOXX V2X

(%)



As of: 2020-12-31

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

#### Morgan Stanley Standardized Global Risk Demand Index

MS STGRDI



- Sentimiento favorable para la renta variable, con un optimismo instaurado en el mercado, que en algunos aspectos puede ser complacencia, pero lejos de los niveles de euforia en los que éste se convierte en un indicador contrario.
- Los cuatro diferentes indicadores de sentimiento de la izquierda ofrecen una conclusión similar.

Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 31 de diciembre

# RENTA VARIABLE

## SENTIMIENTO DE CORTO PLAZO

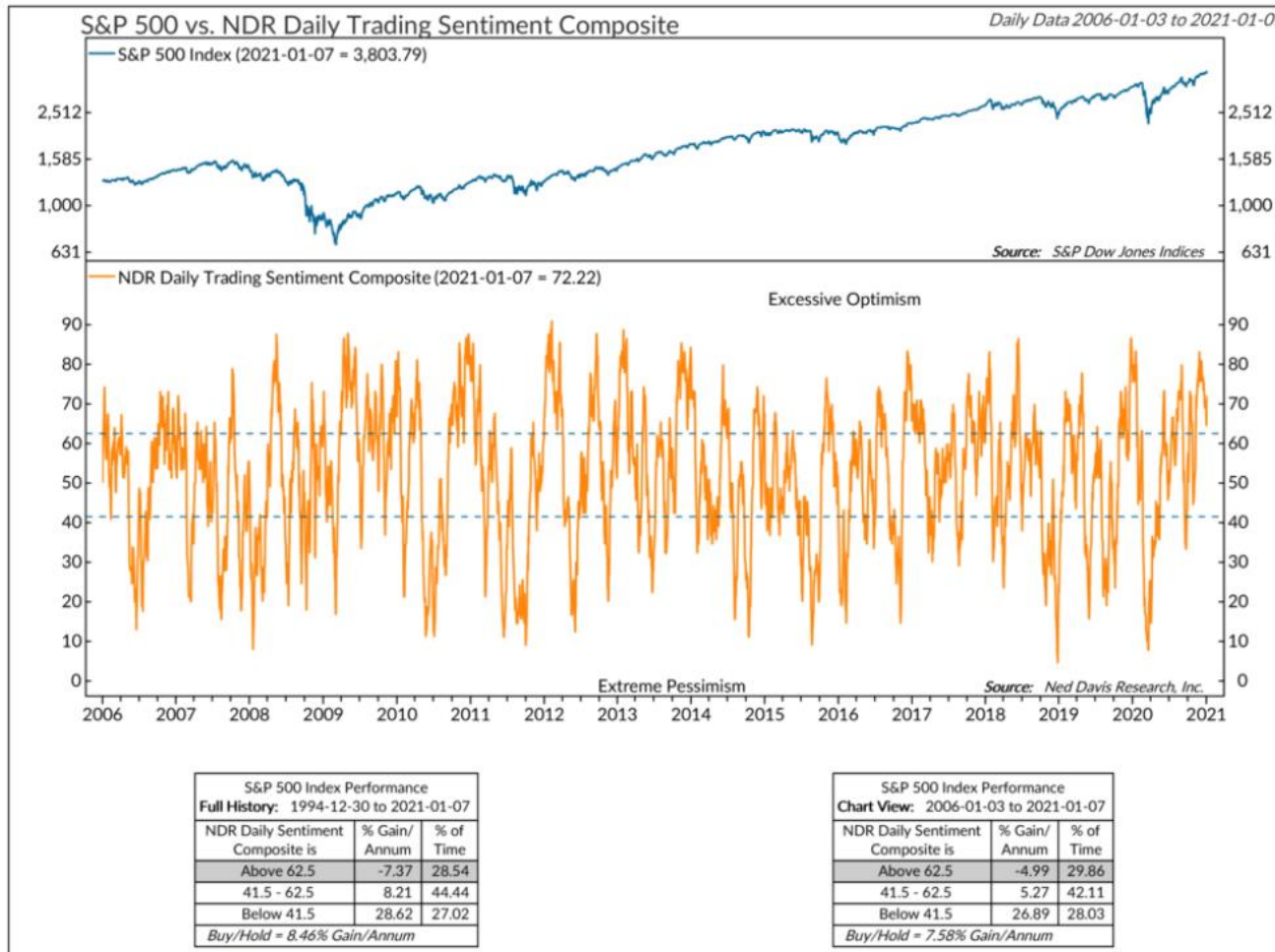
### EXCESIVAMENTE OPTIMISTA



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## SENTIMIENTO A CORTO PLAZO PLAZO MOVIENDO EL MERCADO

- Tras el excelente comportamiento de las bolsas en diciembre y las primeras semanas de enero, podría haber algo de complacencia y eso justifica nuestro posicionamiento neutral táctico a pesar de ser más optimistas en el largo plazo.
- Seremos compradores de una posible corrección.



Fuente: Ned Davis Research

# RENTA VARIABLE

## EVOLUCIÓN DE LA RENTA VARIABLE



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### EVOLUCIÓN DE LA RENTA VARIABLE POR SECTORES Y GEOGRAFÍAS

#### USD

Sep-20 (%)	ACWI	US	Europe	Japan	EM
Industrials	-0.7	-0.6	-1.7	1.2	-2.8
Utilities	-0.8	0.9	-3.0	1.9	-4.1
Materials	-1.1	1.2	-1.3	4.2	-2.7
Consumer Staples	-1.4	-1.5	-0.7	-0.5	-2.9
Health Care	-1.5	-1.8	-0.9	2.9	-5.7
Real Estate	-2.8	-2.1	-6.4	-1.7	-2.3
Consumer Discretionary	-2.8	-4.8	0.1	-0.7	0.6
Information Technology	-3.6	-5.0	-3.4	5.6	4.5
Communication Services	-5.1	-6.0	-5.7	1.3	-3.9
Financials	-5.3	-3.5	-9.5	-2.8	-4.3
Energy	-12.0	-14.2	-13.7	-8.3	-5.7

#### USD

YTD (%)	ACWI	US	Europe	Japan	EM
Information Technology	26.8	30.0	11.2	6.1	19.8
Consumer Discretionary	19.6	32.6	-6.5	-2.8	27.1
Communication Services	7.9	9.5	-18.3	19.5	14.4
Health Care	7.4	6.5	5.3	15.2	28.3
Materials	2.6	5.0	1.7	-1.6	-3.6
Consumer Staples	1.2	3.9	-0.2	-2.8	-5.0
Industrials	-3.4	-2.5	-3.3	-2.4	-13.3
Utilities	-5.2	-6.3	5.4	-8.2	-21.4
Real Estate	-13.1	-8.0	-18.8	-19.3	-21.5
Financials	-22.0	-20.7	-27.9	-15.8	-25.9
Energy	-41.8	-48.0	-45.3	-28.7	-26.1

#### Local Ccy

Sep-20 (%)	ACWI	US	Europe	Japan	EM
Materials	0.1	1.2	1.2	3.6	-2.3
Utilities	0.0	0.9	-0.9	1.4	-3.3
Industrials	-0.0	-0.6	0.8	0.7	-2.9
Consumer Staples	-0.5	-1.5	1.9	-1.0	-2.7
Health Care	-1.0	-1.8	1.3	2.4	-5.9
Real Estate	-2.4	-2.1	-4.3	-2.2	-2.3
Consumer Discretionary	-2.5	-4.8	2.4	-1.1	0.5
Information Technology	-3.6	-5.0	-1.3	5.1	3.4
Financials	-4.5	-3.5	-7.1	-3.2	-4.1
Communication Services	-4.9	-6.0	-3.1	0.8	-3.9
Energy	-10.8	-14.2	-11.0	-8.7	-4.3

#### Local Ccy

YTD (%)	ACWI	US	Europe	Japan	EM
Information Technology	26.2	30.0	6.7	3.0	18.6
Consumer Discretionary	19.3	32.6	-9.6	-5.7	31.2
Communication Services	7.9	9.5	-19.9	16.1	16.4
Health Care	6.5	6.5	1.8	11.8	31.8
Materials	3.2	5.0	-0.7	-4.4	4.5
Consumer Staples	0.9	3.9	-2.5	-5.6	2.5
Industrials	-4.3	-2.5	-6.2	-5.2	-10.0
Utilities	-5.6	-6.3	2.2	-10.9	-16.4
Real Estate	-13.4	-8.0	-21.2	-21.7	-20.2
Financials	-21.6	-20.7	-29.6	-18.2	-22.0
Energy	-40.5	-48.0	-45.4	-30.7	-18.1

Fuente: Morgan Stanley

# RENTA VARIABLE: **NEUTRALES**

## RESUMEN POSICIONAMIENTO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### NEUTRALES **TÁCTICAMENTE** Y SOBREPONDERADOS **ESTRATÉGICAMENTE**

#### GEOGRÁFICAMENTE:

- **POSITIVOS EN EE.UU**, aunque reduciendo la sobreponderación y el sesgo hacia lo que mejor se ha comportado en tiempos de pandemia.
- Ligeramente negativos en **EUROPA**, centrados en buscar oportunidades atractivas de cara a una progresiva vuelta a la normalidad.
- **POSITIVOS EN ASIA**, no en el resto de emergentes.

#### SECTORIALMENTE

- Bastante **NEUTRALES** en este punto de transición en el que algunos sectores que han funcionado bien cotizan a múltiplos difíciles de justificar, pero pensando que a nivel índice, no ha llegado aún el momento de comprar aquellos sectores más cíclicos que han sufrido más la pandemia.



**7. c.**

**OTROS ACTIVOS**

# DÓLAR

## SOBREVALORADO PERO DEFENSIVO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

### EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DÓLAR



Fuente: Bloomberg

### FIN DEL CICLO ALCISTA DEL DÓLAR

- Como ha ocurrido con todos los activos defensivos, la crisis había llevado al dólar a estar caro desde diferentes puntos de vista, pero ha corregido gran parte de ese recorrido contra el €.
- La valoración, junto con la fuerte caída del carry asociado a la divisa estadounidense y los recortes de tipos de la Fed, puede dar por finalizado el ciclo alcista del dólar, aunque mucho se recoge ya en el movimiento desde 1,05 hasta casi 1,25 frente al €.
- El carry del dólar ha caído fuertemente, medido contra cesta diversificada de divisas (DXY).
- Un dólar fuerte es uno de los principales riesgos para la recuperación.

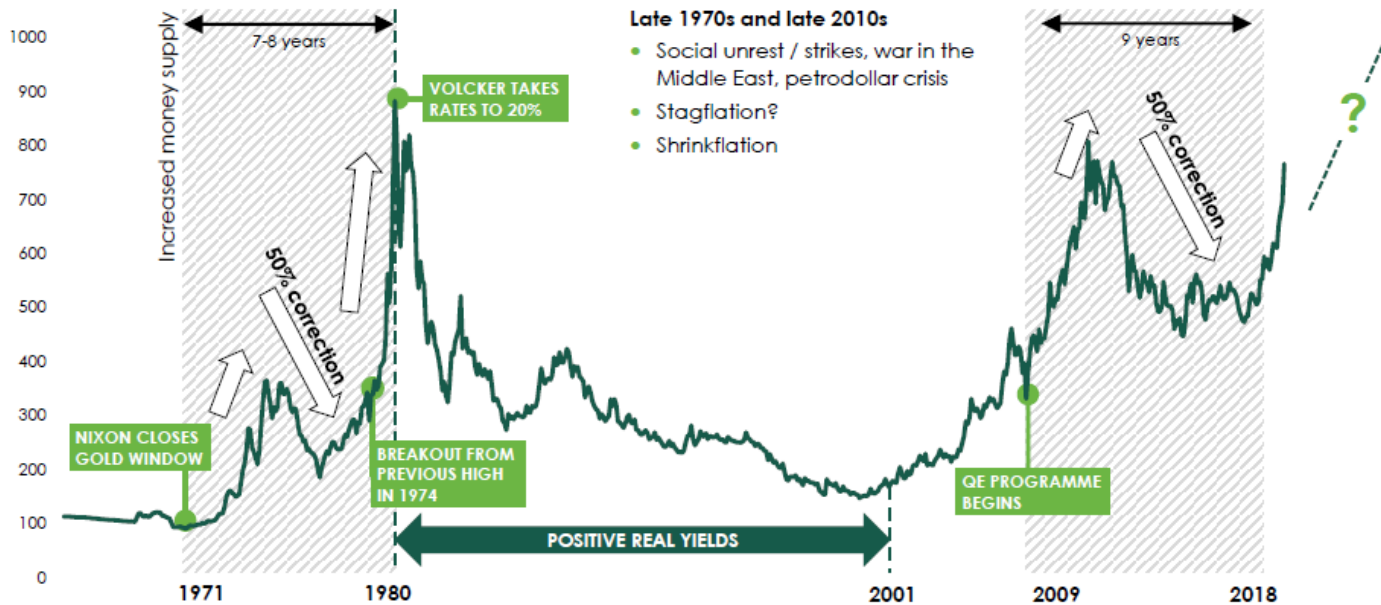
# ORO: POSICIÓN ESTRUCTURAL RELEVANTE



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## Evolución precio del lingote de oro

### INFLATION ADJUSTED GOLD PRICE (USD)



Source: Bloomberg, as at 31/07/2020.

Fuente: Merian Global Investors

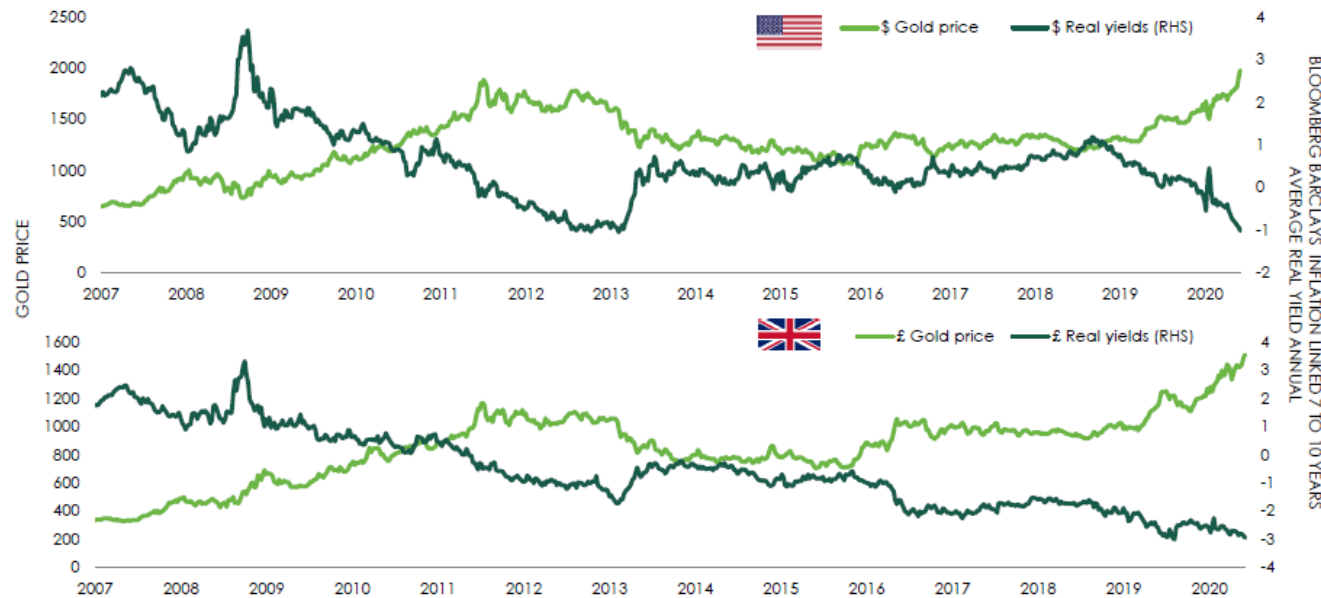
## ORO

- El oro debe tomar relevancia en la mayor parte de las carteras financieras y debe hacerlo de forma estratégica, con independencia de posibles ajustes tácticos.
- El valor de las divisas FIAT no ha parado de caer desde inicio del siglo XXI y los bancos centrales continúan imprimiendo divisas a un ritmo creciente.
- La inflación no es el IPC, sino la pérdida de valor del dinero, y eso está ocurriendo desde hace años.



# ORO: APROVECHAMOS CORRECCIONES PARA ACUMULAR

TIPOS REALES A LA BAJA IMPLICAN MAYOR PRECIO DEL ORO



Source: Bloomberg, as of 31/07/2020

Fuente: Merian Global Investors



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## ORO

- A pesar de las fuertes subidas, y de estar cerca de su precio máximo histórico, sigue habiendo valor en el oro.
- Los principales argumentos positivos son hoy más válidos que hace unos meses:
  - Tipos reales bajos (o negativos) durante mucho tiempo.
  - Políticas fiscales ultra expansivas que incrementan los déficits públicos
  - Políticas monetarias ultra expansivas que deberían pesar en el valor de las divisas.
  - Si bien no esperamos inflación en el corto plazo, existe ese riesgo de cola y el oro sería una buena protección.

# ORO: LA DISCUSIÓN SOBRE QUÉ ES EL DINERO BENEFICIA AL ORO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

## ORO

- El dólar podría no ser la divisa de reserva mundial para siempre.

**JEAN-CLAUDE JUNCKER**

"It is absurd that Europe pays for 80% of its energy import bill - worth €300bn a year - in US dollars when only roughly 2% of our energy imports come from US." (2018)

**DMITRY MEDVEDEV**

"The US dollar is still dominating the market, while the US, whose currency is the key reserve currency, is undermining public trust in it. Paradoxically, the US itself provides reasons for the de-dollarisation idea" (2019)

**ROBERT ZOELICK**

"The G20 should compliment this growth recovery programme with a plan to build a co-operative monetary system..." (2012)

**TAYYIP ERDOĞAN**

"IMF loans should be paid in gold, not dollars" (2018)

**VLADIMIR PUTIN  
XI JINPING**

Fuente: Merian Global Investors

# OTROS ACTIVOS: RESUMEN POSICIONAMIENTO



1T21- Optimistas para 2021,  
pero con realismo

- **POSITIVOS EN ORO Y NEUTRALES EN PETRÓLEO**

**ORO:** Como activo diversificador de posiciones en renta variable favorecido por tipos reales bajos y políticas monetarias ultra expansivas

**PETRÓLEO:** tras la fuerte volatilidad experimentada, esperamos cierta estabilidad en el precio del petróleo, con inventarios en niveles altos y oferta en niveles altos, pero con recuperación de la demanda

## DIVISAS

- **NEGATIVOS CON EL DÓLAR**

- PERO NO TANTO FRENTE AL **EURO**
- NOS GUSTAN LAS **DIVISAS EMERGENTES**



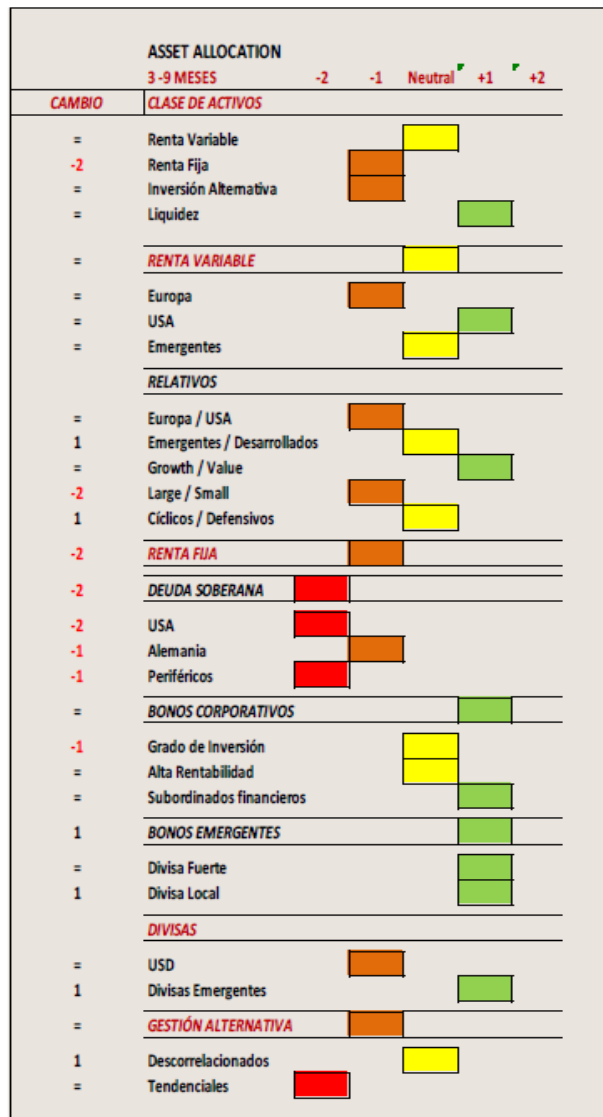
6.

**RESUMEN  
POSICIONAMIENTO**

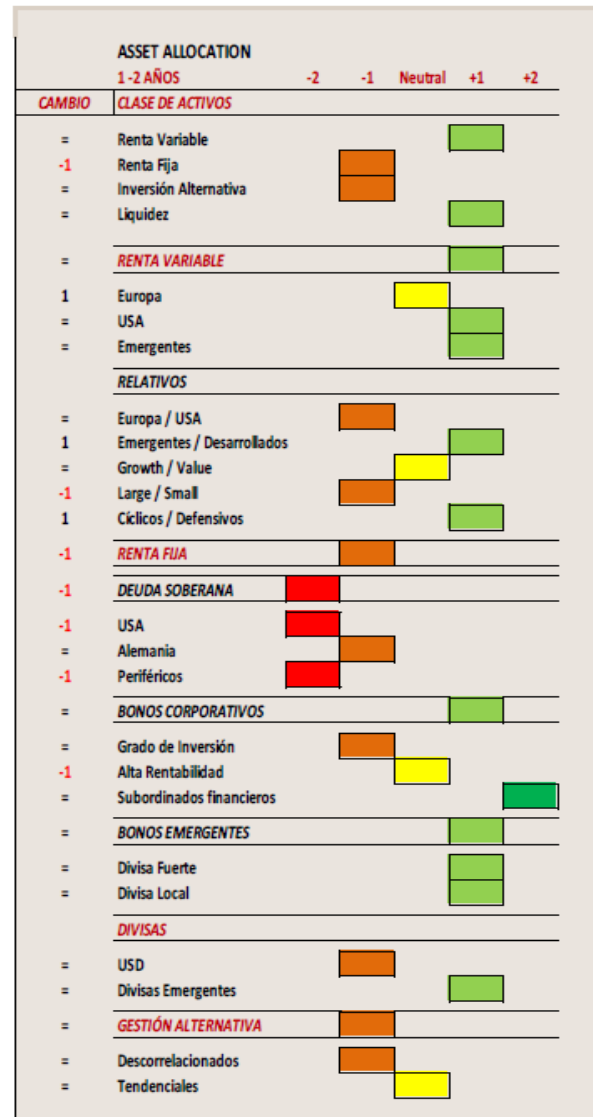
# POSICIONAMIENTO



## ASSET ALLOCATION TÁCTICO



## ASSET ALLOCATION ESTRATÉGICO



CAMBIO	
-3	Tres escalones hacia abajo
-2	Dos escalones hacia abajo
-1	Un escalón hacia abajo
=	Sin Cambio
1	Un escalón hacia arriba
2	Dos escalones hacia arriba
3	Tres escalones hacia arriba

	Muy Infrponderado
	Infrponderar
	Mantener
	Sobreponderar
	Muy Sobreponderado

# AVISO LEGAL

---

- I. El presente documento contiene exclusivamente información relativa a cifras y hechos del mercado.
- II. La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros. No contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero u otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones.
- III. Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de A&G.





**ayg.es**  
**efginternational.com**

#### BARCELONA

Avda. Diagonal, 640  
08028 Barcelona  
93 342 44 03

#### MADRID

Pº de la Castellana, 92  
28046 Madrid  
91 590 21 21

#### LEÓN

Ordoño II, 9, 1ªB  
24001 León  
91 088 60 53

#### LOGROÑO

C/ Muro de la Mata 5 4ºD  
26001 Logroño  
91 590 21 21

#### LUXEMBURGO

56, Gran Rue, 4th Floor  
L-1660 Luxemburgo  
(352) 26454398

#### SANTANDER

Castelar, 7  
39004 Santander  
94 221 63 90

#### SEVILLA

Avda. de la Palmera, 27 y  
29  
41013 Sevilla  
91 590 21 21

#### VALENCIA

Conde de Salvatierra, 9  
46004 Valencia  
96 091 57 44

#### VALLADOLID

Santiago, 29  
47001 Valladolid  
98 336 31 34