



EFG International
Somos
Banqueros
Privados

Seguimos subiendo, cambiamos de marcha

Estrategia de inversión &
Asset Allocation 2T21

Abril 2021



a&g Banca Privada

Seguimos subiendo, cambiamos de marcha

1. Entorno económico:

- a. Pasando a la siguiente fase del ciclo
- b. Alta confianza del consumidor
- c. Ahorro acumulado durante la pandemia
- d. Capacidad de mejora del mercado laboral
- e. Confianza empresarial
- f. Y la economía, a menor ritmo, sigue batiendo expectativas
- g. Deuda: la secuela más duradera del covid-19

2. Los soportes siguen intactos

- a. Proceso de vacunación y situación de la pandemia
- b. Bancos Centrales no se retiran
- c. Gobiernos mantienen e incrementan estímulos fiscales
- d. Abundancia de liquidez

3. El debate (y riesgo) de la inflación

4. Evolución de los mercados en el 1T 2021

5. Asset Allocation

- a. Renta Fija
- b. Renta Variable
- c. Otros activos

6. Resumen de nuestro posicionamiento





1.

ENTORNO ECONÓMICO

ENTORNO ECONÓMICO

SEGUIMOS SUBIENDO, CAMBIAMOS DE MARCHA



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

- **En 2021**, la economía global experimentará la mayor recuperación de la década, con un **crecimiento del PIB en torno al 6%**. **Recuperando el nivel de actividad pre-pandemia** y cerca de recuperar la tendencia de crecimiento anterior.
- **Completada la recuperación en “V”**, el ciclo avanza y **pasamos a la siguiente fase**. Queda atrás el “efecto champán” de la fase temprana de la recuperación.
- El **ciclo expansivo entra en su fase intermedia** y **tiene aún mucho recorrido**. Será un ciclo muy diferente a otros anteriores, al salir de una recesión causada por confinamientos y distanciamiento social (voluntario?) y no por tensiones financieras.
- **La inflación actual es coyuntural y no estructural**. Repuntará hasta mayo o junio por el efecto base, pero la capacidad ociosa y la deuda, principalmente, la mantendrán contenida.
- **La secuela más duradera del Covid-19 será la deuda**. Después de la fuerte recuperación inicial, **esperamos un ciclo alcista menos largo y menos intenso que ciclos anteriores**.

ENTORNO ECONÓMICO

SEGUIMOS SUBIENDO, CAMBIAMOS DE MARCHA



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

- En lo que a la macro se refiere,

$$\text{PIB} = C + I + G + (X-M)$$

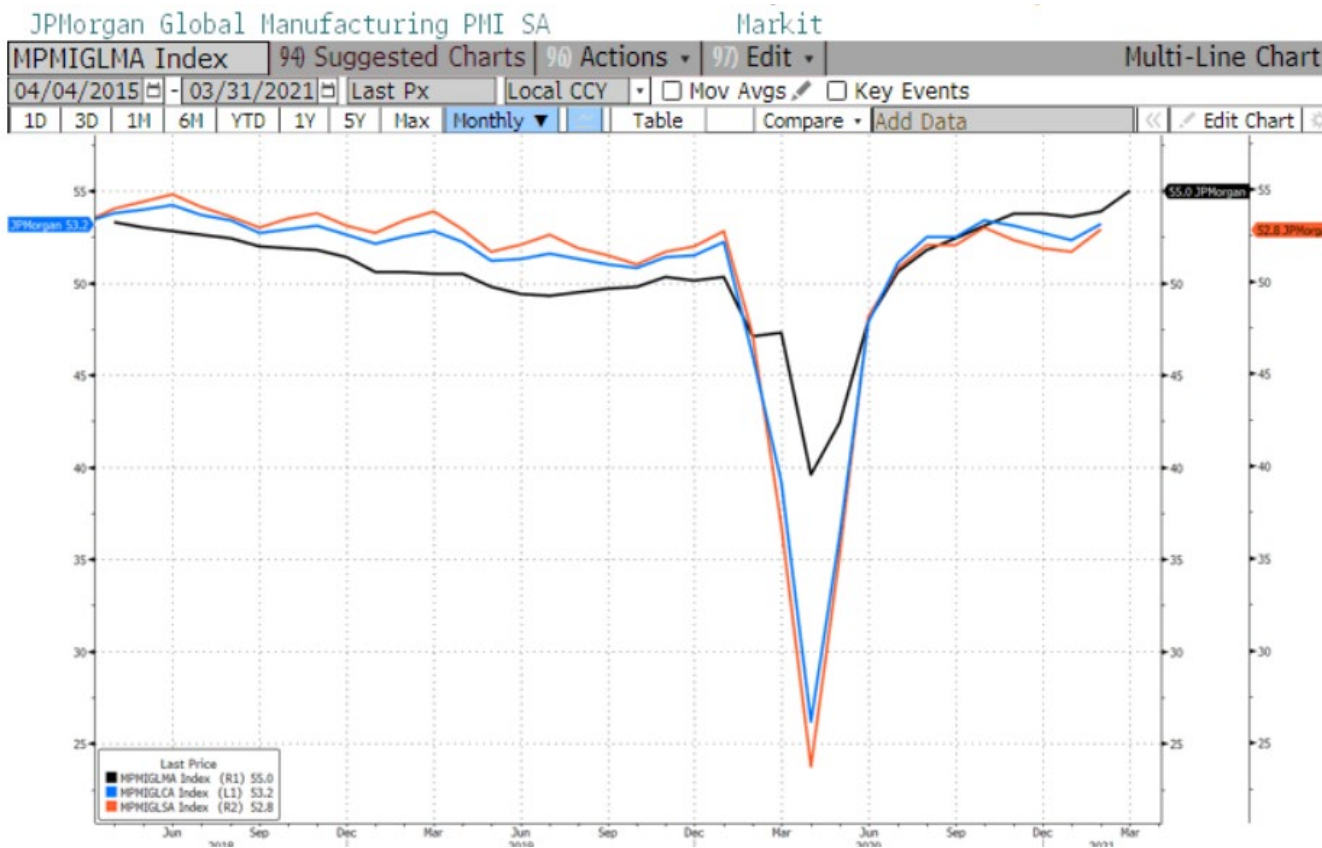
- **C= Consumo** – *Confianza del consumidor en niveles muy altos y tasas de ahorro disparadas impulsarán al consumo en la reapertura.*
 - **I= Inversión** – *Salvada la situación de liquidez, la confianza empresarial repunta y, tras 12 meses de inversiones congeladas, se retoma la actividad.*
 - **G= Gasto público** – *Sigue incrementándose y estará presente mientras sea necesario. Buen ejemplo es el plan de infraestructuras de Biden.*
 - **(X-M)= Exportaciones netas** – *el comercio global se reactiva en esta fase de recuperación, pero es la incógnita en el largo plazo.*
- Vamos, por tanto, a un ciclo expansivo, pero algo lastrado por la deuda, que ha alcanzado el 280% del PIB a nivel global.

ENTORNO ECONÓMICO PASANDO A LA SIGUIENTE FASE DEL CICLO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

JP MORGAN GLOBAL PMI



Fuente: Bloomberg

CERRADA LA V, PASAMOS A LA SIGUIENTE FASE DE LA RECUPERACIÓN

- Los índices PMI globales se han situado por encima de 50 ya desde el verano pasado, pero la recuperación sigue su marcha.
- Recientemente, se ha dado una divergencia mayor de lo habitual entre un sector manufacturero que tenía que reabastecer el mundo y un sector servicios que aún se veía perjudicado por el distanciamiento social.
- Sin embargo, en el mes de febrero el sector servicios mostró una mayor mejoría que el manufacturero, que sufría algo en China.
- Es posible que en el mes de marzo los PMI haga techo, tanto en términos absolutos como en su evolución a/a.

ENTORNO ECONÓMICO

PREVISIONES ECONÓMICAS DEL FMI

- En la primera semana de abril, el FMI ha revisado al alza por tercera vez en siete meses sus estimaciones de crecimiento para la economía global.
- Ahora, el FMI espera un crecimiento del PIB Global del 6% en 2021 y el 4,4% en 2020, lo que implica revisiones al alza del +0,5% y +0,2%, respectivamente.

EVOLUCIÓN DE LAS PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL FMI

	2020	Projections		Difference from January 2021 WEO Update ¹		Difference from October 2020 WEO ¹	
		2021	2022	2021	2022	2021	2022
World Output	-3.3	6.0	4.4	0.5	0.2	0.8	0.2
Advanced Economies	-4.7	5.1	3.6	0.8	0.5	1.2	0.7
United States	-3.5	6.4	3.5	1.3	1.0	3.3	0.6
Euro Area	-6.6	4.4	3.8	0.2	0.2	-0.8	0.7
Germany	-4.9	3.6	3.4	0.1	0.3	-0.6	0.3
France	-8.2	5.8	4.2	0.3	0.1	-0.2	1.3
Italy	-8.9	4.2	3.6	1.2	0.0	-1.0	1.0
Spain	-11.0	6.4	4.7	0.5	0.0	-0.8	0.2
Japan	-4.8	3.3	2.5	0.2	0.1	1.0	0.8
United Kingdom	-9.9	5.3	5.1	0.8	0.1	-0.6	1.9
Canada	-5.4	5.0	4.7	1.4	0.6	-0.2	1.3
Other Advanced Economies ²	-2.1	4.4	3.4	0.8	0.3	0.8	0.3
Emerging Market and Developing Economies	-2.2	6.7	5.0	0.4	0.0	0.7	-0.1
Emerging and Developing Asia	-1.0	8.6	6.0	0.3	0.1	0.6	-0.3
China	2.3	8.4	5.6	0.3	0.0	0.2	-0.2

Fuente: FMI



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

PREVISIONES ECONÓMICAS DEL FMI

- En su informe semestral de previsiones económicas mundiales, que el FMI tituló “gestionando recuperaciones divergentes”, revisó al alza su estimación del PIB global hasta el +6,0% para 2021 y el +4,4% para 2022.
- Con esas tasas de crecimiento, en verano de 2021 se habrá recuperado el nivel de actividad pre pandemia y, a finales de 2022, se podría recuperar incluso la tendencia de crecimiento anterior.
- 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

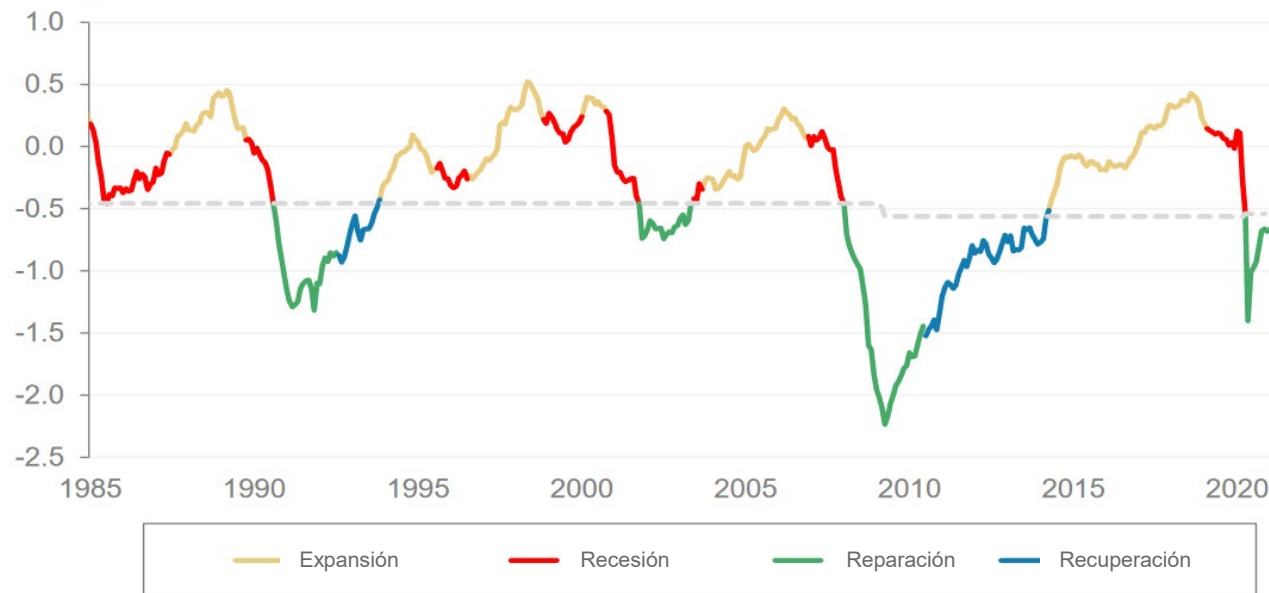
EL CICLO ECONÓMICO EN EE.UU.



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

EVOLUCIÓN DEL CICLO ECONÓMICO DE EE.UU.

US Cycle Indicator



Fuente: Morgan Stanley Research

FASE DE REPARACIÓN AVANZADA HACIA LA EXPANSIÓN

- Tras la fase de recesión, que dimos 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.
- Comenzamos ahora la fase de recuperación, apoyados en las vacunas, el consumo, ahorro, inversión y gasto público.

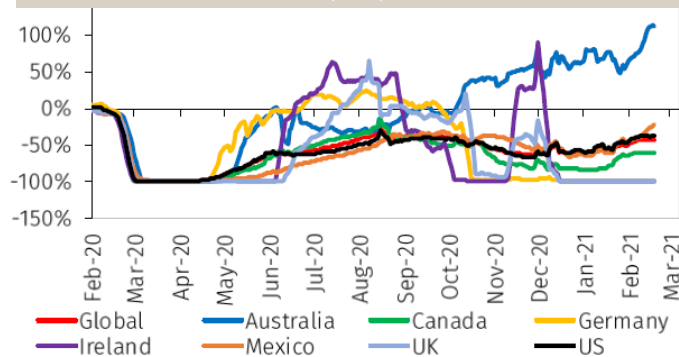
ENTORNO ECONÓMICO

INDICADORES DE ALTA FRECUENCIA VALIDAN LA RECUPERACIÓN SEMANA A SEMANA



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

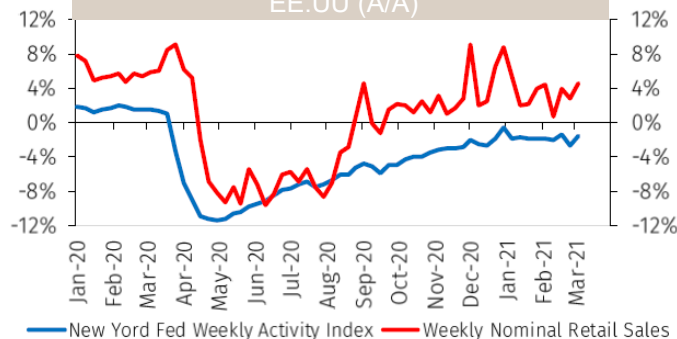
TRÁFICO DE CLIENTES EN RESTAURANTES (A/A)



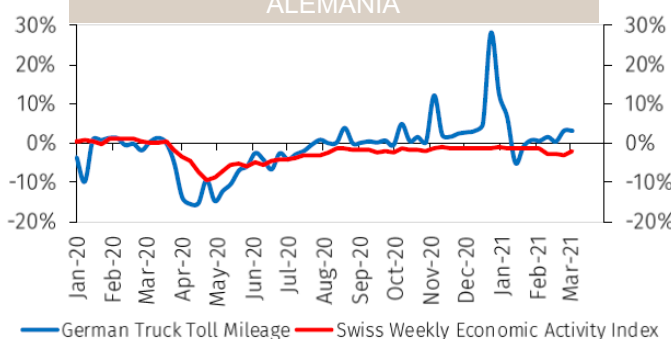
VUELOS PLANIFICADOS A NIVEL GLOBAL
(Cambio semanal respecto periodos anteriores)

	11-Mar-2019	09-Mar-2020	01-Mar-2021
Global	-45.3%	-39.0%	1.4%
Australia	-48.8%	-47.2%	5.1%
Brazil	-44.1%	-44.4%	-4.2%
China	5.7%	86.2%	2.5%
France	-75.6%	-75.1%	-4.3%
Germany	-86.9%	-84.5%	-2.6%
India	-22.6%	-29.8%	-1.6%
Japan	-59.2%	-51.3%	16.5%
South Korea	-43.7%	18.4%	0.8%
UK	-91.0%	-90.2%	-15.6%
USA	-35.0%	-35.5%	10.4%

ACTIV. ECONÓMICA Y VENTAS
MINORISTAS
EE.UU. (A/A)



ACTIV. ECONÓMICA SUIZA Y
TRÁFICO DE CAMIONES EN
ALEMANIA



INDICADORES DE ALTA FRECUENCIA APUNTAN A QUE EL CICLO AVANZA

- Mostramos, a la izquierda, diferentes indicadores de alta frecuencia y casi todos ellos muestran una mejora, pero ni mucho menos está finalizado el camino de vuelta a la normalidad.
- La recuperación del sector hostelería ha sido notable, pero el tráfico en restaurantes está aún lejos de sus niveles pre-pandemia. Simplemente las restricciones de ocupación explican gran parte de la contracción.
- Los vuelos han comenzado a recuperar, pero distan mucho de una situación de normalidad.
- Ventas minoristas cerca de niveles anteriores a la pandemia en EE.UU. y el tráfico de mercancía también recupera, aunque con gran volatilidad.

Fuente: EFG Asset Management, 15 de marzo 2021

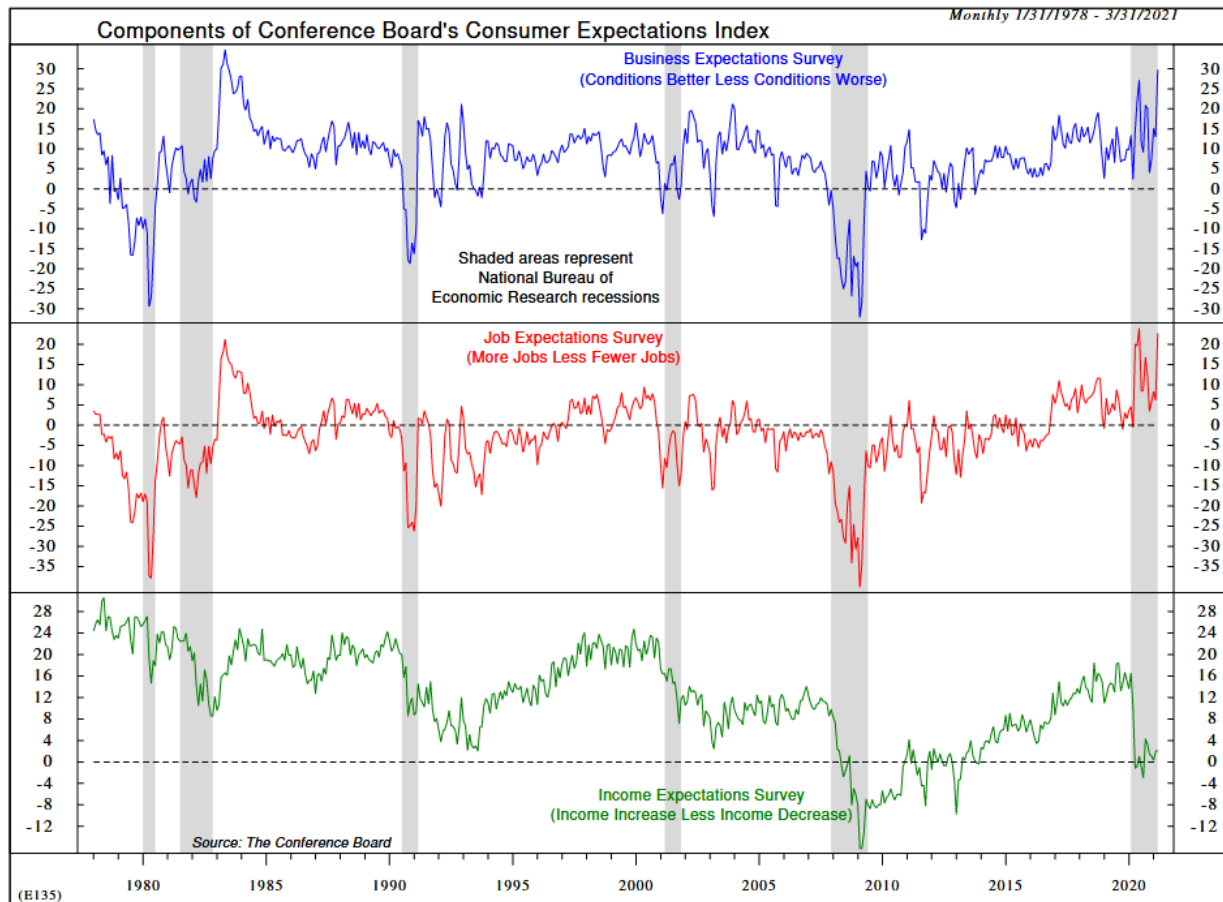
ENTORNO ECONÓMICO

CONFIANZA DEL CONSUMIDOR MUY ALTA EN EE.UU.



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

COMPONENTES DEL ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DE CONSUMO



Fuente: Ned Davis Research

CONFIANZA DEL CONSUMIDOR ALTA

- El índice de confianza del consumidor del Conference Board subió 19,3 puntos en marzo, hasta 109,7, el nivel más alto en un año y muy por encima del consenso de 97,0.
- Fue la mayor ganancia de confianza desde abril de 2003, empujando al índice por encima del estrecho rango en el que se ha mantenido desde el cierre del año pasado.
- La renovada sensación de optimismo llega inmediatamente después del Plan de Rescate Estadounidense de 1,9 billones de dólares y del ritmo acelerado de las vacunas COVID.
- Es históricamente consistente con un crecimiento económico de tendencia superior, en línea con las proyecciones nuestras y del mercado de una fuerte recuperación económica este año.

ENTORNO ECONÓMICO

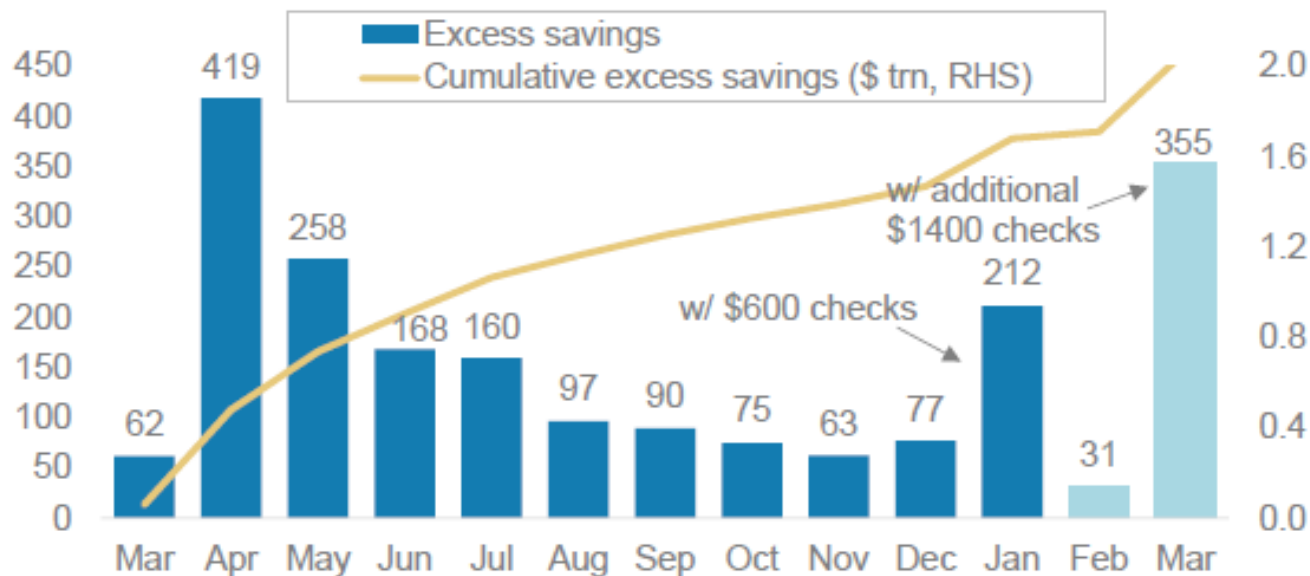
AHORRO ACUMULADO DURANTE LA PANDEMIA



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

MÁS AHORRO ACUMULADO TRAS EL NUEVO CHEQUE DE BIDEN

AHORROS PERSONALES EN EEUU (\$ miles de millones)



Fuente: Morgan Stanley Research

- El caso de EE.UU., con los cheques a los ciudadanos de Trump y una pandemia que ha golpeado más fuerte a renta bajas, es de los más acusados, pero el exceso de ahorro se ha incrementado fuertemente a nivel global.
- El consumidor de EE. UU. lidera el camino: los consumidores de EE. UU. se han beneficiado de transferencias que superan los ingresos perdidos en casi 810 mil millones de dólares. A medida que la economía se reabre a partir de marzo / abril, vemos un aumento en el gasto de los consumidores, junto con una fuerte recuperación en el mercado laboral.
- La traslación de ahorro a consumo no es una ecuación cierta, pero sí el hecho de que el consumo recibirá un impulso con la reapertura de la economía.

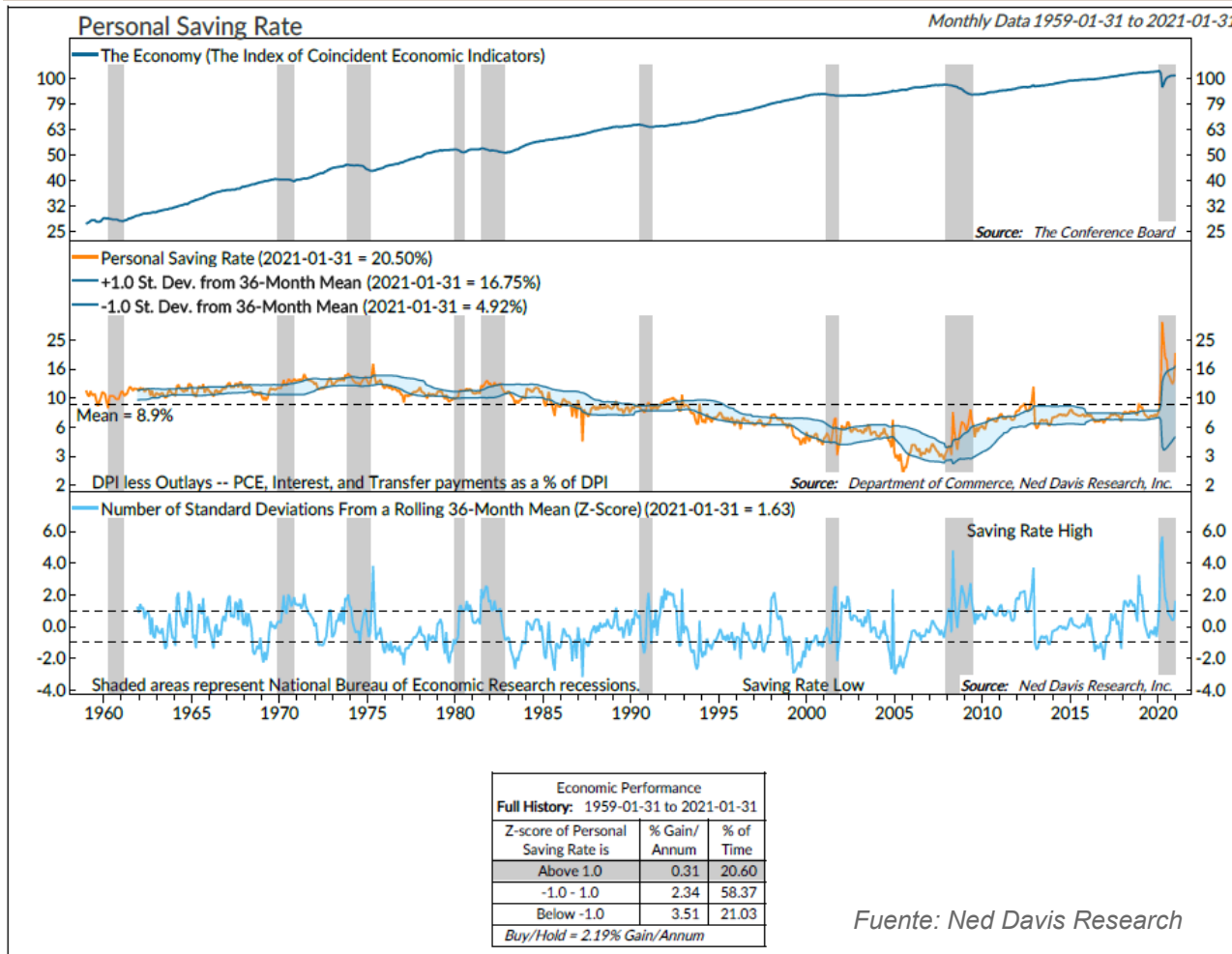
ENTORNO ECONÓMICO

ALTA TASA DE AHORRO ES CONSUMO FUTURO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

COMPONENTES DEL ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DE CONSUMO



ALTA TASA DE AHORRO

- El índice de confianza del consumidor del Conference Board subió 19,3 puntos en marzo a 109,7, el nivel más alto en un año y muy por encima del consenso de 97,0.
- Fue la mayor ganancia de confianza desde abril de 2003, empujando al índice por encima del estrecho rango en el que se ha mantenido desde el cierre del año pasado.
- La renovada sensación de optimismo llega inmediatamente después del Plan de Rescate Estadounidense de 1,9 billones de dólares y del ritmo acelerado de las vacunas COVID.
- Es históricamente consistente con un crecimiento económico de tendencia superior, en línea con nuestras proyecciones y del mercado de una fuerte recuperación económica este año.

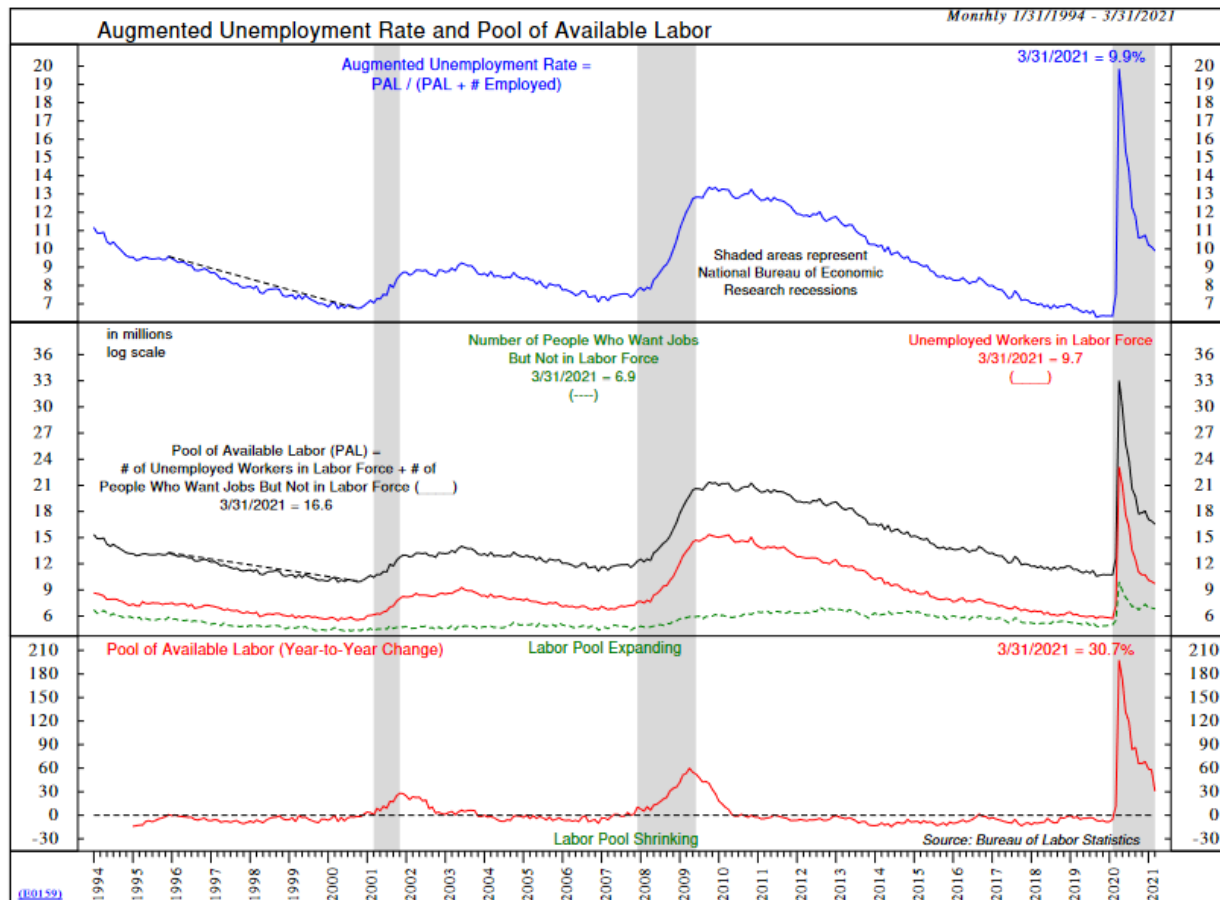
ENTORNO ECONÓMICO

CAPACIDAD DE MEJORA DEL MERCADO LABORAL



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

TRABAJO DISPONIBLE EN EE.UU.



Fuente: Ned Davis Research

POTENCIAL EN EL MERCADO LABORAL

- A pesar del empleo creado desde el inicio de la recuperación y de haber logrado reducir la tasa de desempleo desde el 13% hasta el 6%, queda margen para la creación de empleo.
- A finales de 2019 la tasa de desempleo en EE.UU. alcanzó el 3,6%, muy por debajo de la tasa natural de desempleo que enseñan los libros de economía.
- Las nóminas no agrícolas están todavía 9,5 millones por debajo de donde estaban Febrero de 2020. Hay casi 17 millones personas que buscan trabajo activamente o que desean para trabajar, cerca de donde estaba en 2013, y significativamente más alto que antes de la pandemia.
- Como muestran los gráficos de la izquierda, queda mucho trabajo disponible en EE.UU. y hay muchos trabajadores en su búsqueda. La oferta se encontrará con la demanda en la reapertura de la economía.

ENTORNO ECONÓMICO

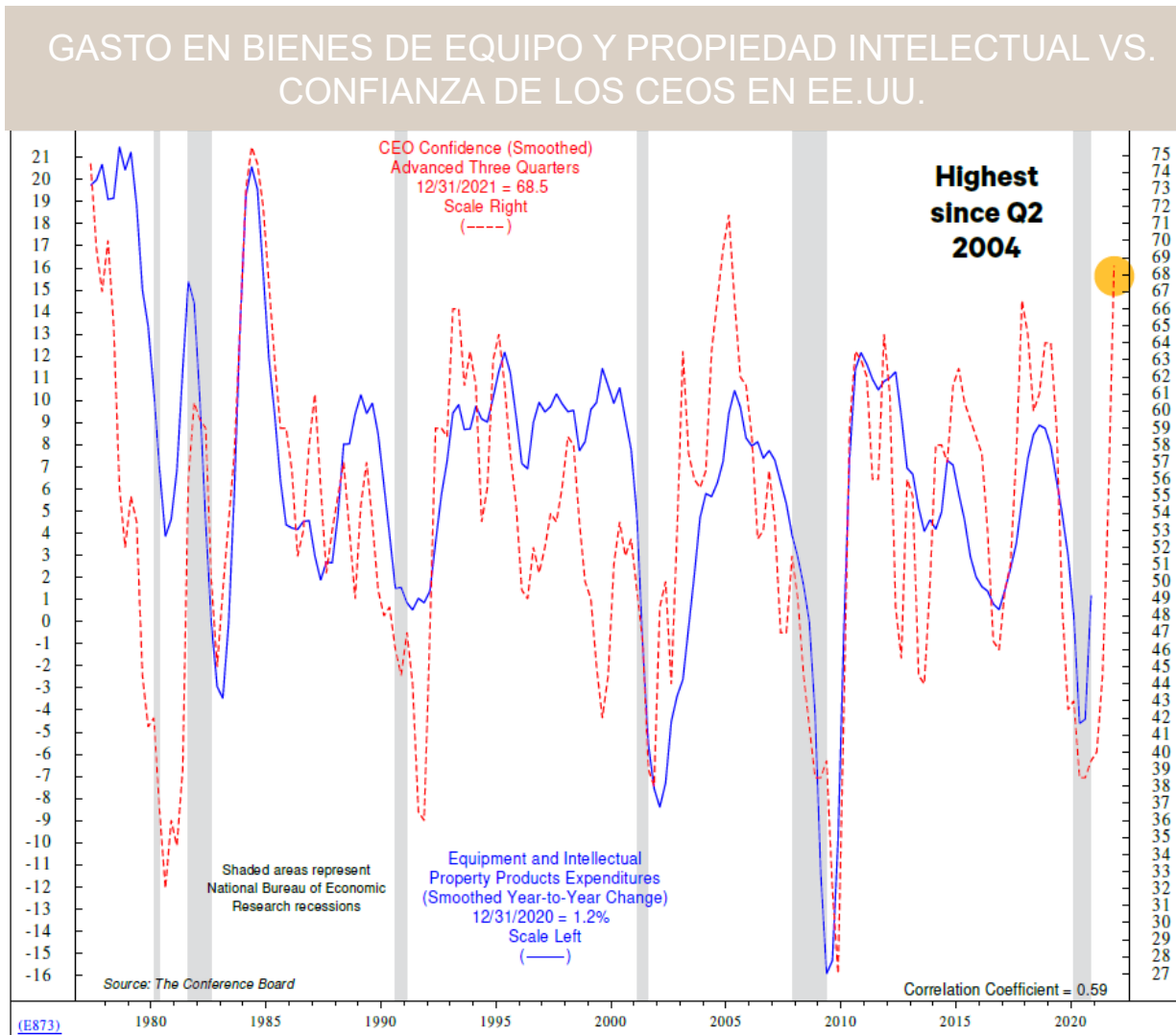
CONFIANZA EMPRESARIAL AL ALZA SUPONDRÁ MAYOR INVERSIÓN PRIVADA



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

CONFIANZA DE CEOS EN MÁXIMOS DESDE 2004

- Buenas noticias para la Inversión.
- Mientras que el Plan de Rescate Americano tiene menos de \$100 mil millones en apoyo directo a compañías, el aumento de la demanda de los consumidores debería crear condiciones empresariales favorables.
- Incluso antes del Plan, la inversión en equipos y propiedad intelectual ya había recuperado los niveles anteriores a la recesión. La única categoría que todavía queda rezagada son las estructuras no residenciales, como la remodelación de la economía (por ejemplo, más trabajo desde casa, menos viajes por negocios y placer), que ha pesado sobre la demanda de espacio comercial.



Fuente: Ned Davis Research

ENTORNO ECONÓMICO

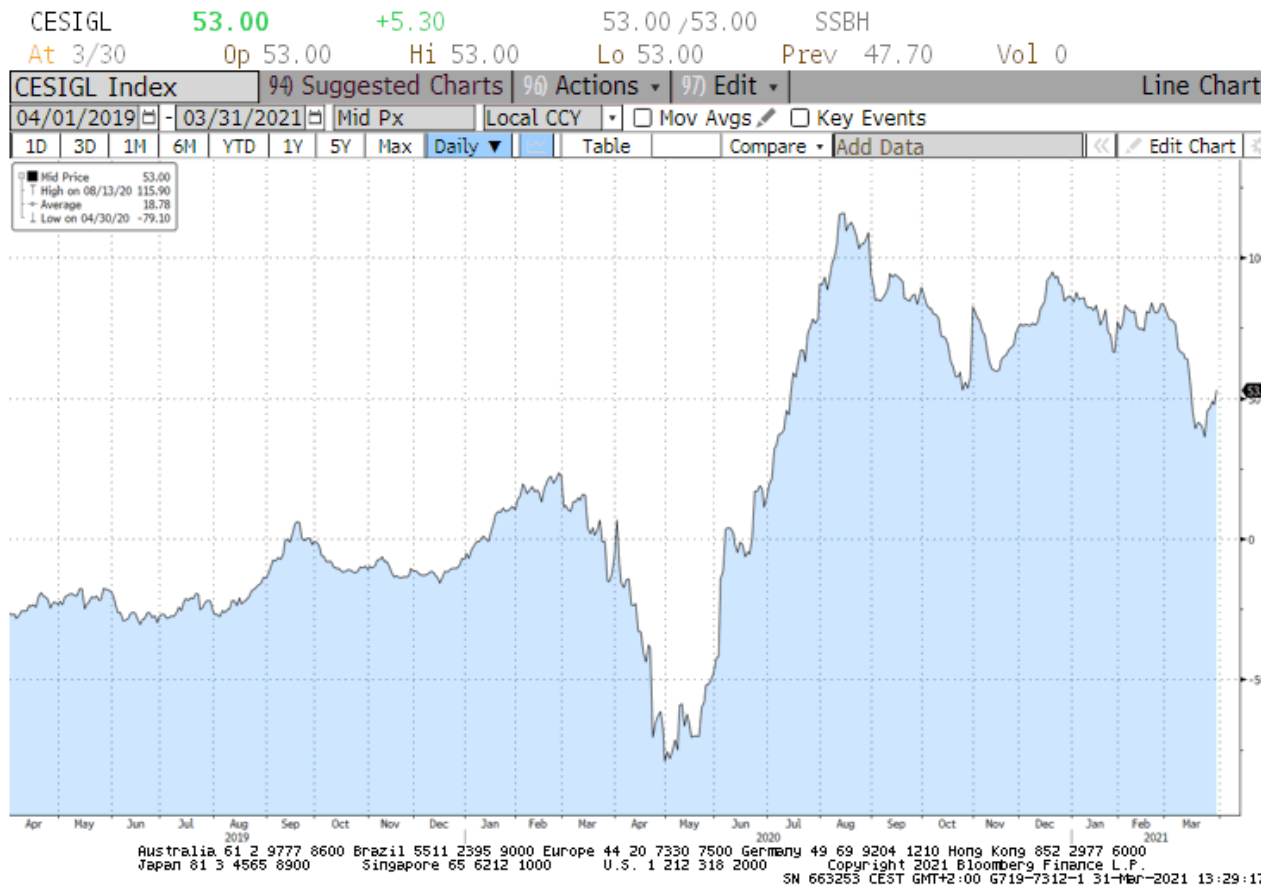
ECONOMÍA SIGUE BATIENDO EXPECTATIVAS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

ÍNDICE GLOBAL DE SORPRESAS ECONÓMICAS DE CITIGROUP

ÍNDICE SORPRESAS ECONÓMICAS AÚN MUY POSITIVO



- El índice de sorpresas económicas de Citigroup mide las sorpresas de los datos económicos publicados respecto de las expectativas de Mercado. Una lectura positiva significa que los datos están siendo mejores de lo esperado y viceversa
- A nivel global, dicho índice ha corregido desde sus niveles de verano, pero continúa situándose en terreno positivo y niveles muy altos.
- Pensamos que la conclusión que ofrece este indicador es muestra significativa de la situación actual: datos muy buenos que no pueden mantener el ritmo de crecimiento de los últimos meses.
- La actividad económica goza de muy buena salud, pero va dejando atrás el efecto “champán” reciente, pasando a la siguiente fase de la recuperación

Fuente: Bloomberg

ENTORNO ECONÓMICO ECONOMÍA SIGUE BATIENDO EXPECTATIVAS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

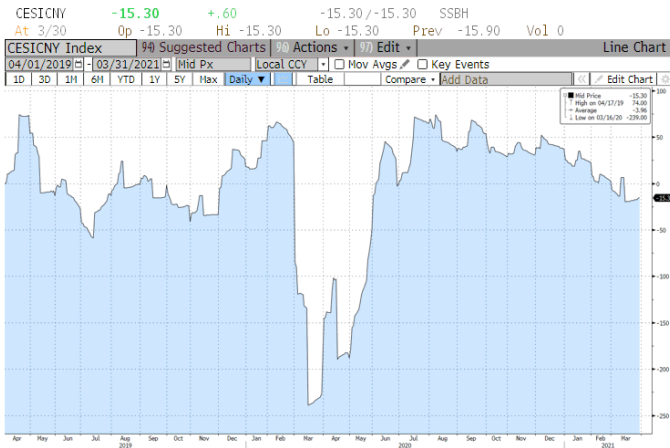
I.S.E. DE CITIGROUP PARA EE.UU.



I.S.E. DE CITIGROUP PARA EUROZONA



I.S.E. DE CITIGROUP PARA CHINA



I.S.E. DE CITIGROUP PARA EC. EMERGENTES



Fuente: Bloomberg

INDICE SORPRESAS ECONÓMICAS AÚN MUY POSITIVO

- Diferenciando entre regiones, es en EE.UU. donde las expectativas eran más altas, donde los datos, aunque mejores de lo esperado, están sorprendiendo menos.
- La región en la que se esperaba peor desempeño económico es donde las sorpresas son más favorables: Europa
- China es de las únicas regiones en las que los datos conocidos están quedándose por detrás de las estimaciones pero, una vez más, son unas altas expectativas las que explican el índice, más que una realidad negativa.

ENTORNO ECONÓMICO

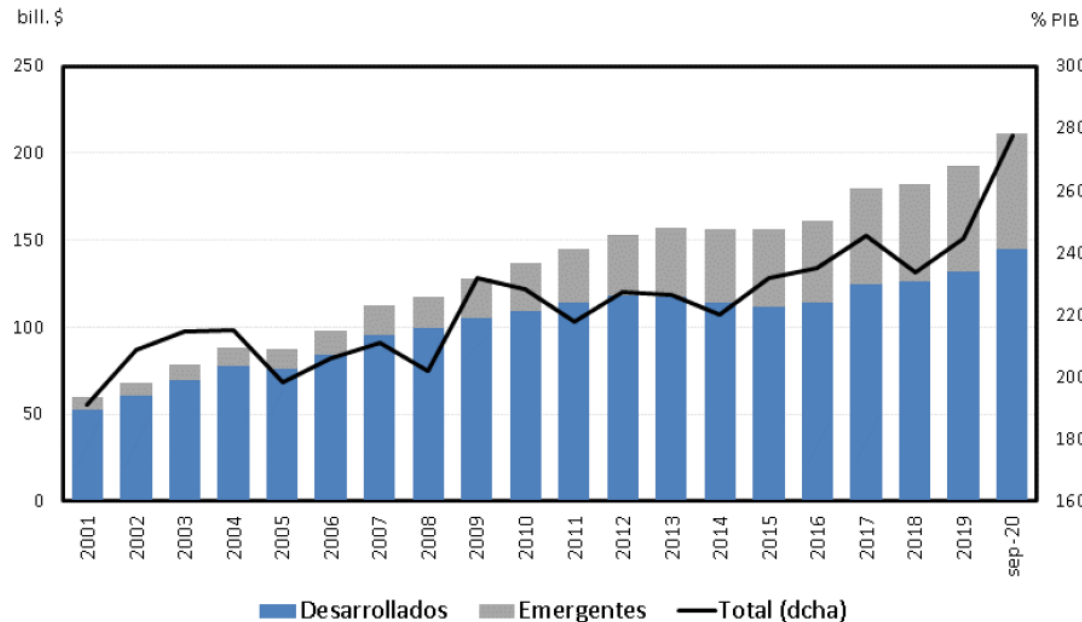
DEUDA: LA SECUELA MÁS DURADERA DEL COVID-19



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

EL CICLO SERÁ MENOS INTENSO

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA GLOBAL NO FINANCIERA (billones de \$ y % PIB)



Fuente: Intermoney

- Una vez recuperadas las cifras de actividad, y desvanecido el efecto explosivo de la fase inicial de la recuperación, la deuda volverá a lastrar el crecimiento económico.
- El reto será la utilización adecuada de los estímulos, para fortalecer las bases del crecimiento, tal y como se debería hacer, pero la realidad es que hay más partidas de gasto que de inversión y somos algo escépticos sobre la óptima utilización de la nueva deuda.
- La deuda será, por tanto, dentro de unos trimestres, la secuela que perdurará del Covid-19.

ENTORNO ECONÓMICO

CUADRO DE MANDOS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

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
G10										
US	-2.4		1.3		0.125		6.2		-3.0	
Eurozone	-4.9		1.1		-0.50		8.1		2.3	
Japan	-1.4		0.2		-0.10		2.9		3.3	
UK	-7.3		0.9		0.10		5.0		-2.1	
Canada	-3.2		0.8		0.25		8.2		-1.9	
Australia	-1.1		1.3		0.10		5.8		2.6	
New Zealand	1.2		1.1		0.25		4.9		-1.6	
Norway	-1.1		2.7		-		5.0		1.9	
Switzerland	-1.7		-0.3		-0.75		3.6		3.8	
Euro Area										
Germany	-3.6		1.4		-		4.5		7.1	
France	-4.9		1.0		-		7.7		-2.3	
Italy	-6.6		0.8		-		9.0		3.6	
Spain	-8.9		0.3		-		16.1		0.7	
AXJ										
India	0.4		5.9		4.00		6.5		-0.8	
China	6.5		0.3		1.50		4.2		1.8	
Indonesia	-2.2		1.5		3.50		7.1		-0.5	
Taiwan	5.1		1.9		1.13		3.7		13.9	
SouthKorea	-1.2		0.8		0.50		4.9		4.4	
Thailand	-4.2		-0.2		0.50		1.5		5.4	
CEEMEA										
Poland	-2.8		3.8		0.10		6.5		3.5	
Russia	-3.4		5.1		4.50		5.7		3.0	
Turkey	5.9		16.2		19.00		13.4		-5.1	
SouthAfrica	-4.1		2.6		3.50		32.5		2.0	
Latam										
Brazil	-1.1		2.6		2.75		14.2		-0.7	
Mexico	-4.3		3.9		4.00		4.4		2.3	

Fuente: Morgan Stanley con datos a 31 de marzo de 2021

ENTORNO ECONÓMICO

CUADRO DE MANDOS II



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

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
G10										
US	60.8		-4.2		6.3		11.1		2.4	
Eurozone	57.9		-0.5		-5.9		5.1		0.0	
Japan	52.7		-3.6		0.9		1.5		-0.2	
UK	55.1		-4.8		-4.4		5.7		0.9	
Canada	54.8		-1.5		1.3		7.7		7.1	
Australia	59.9		-3.0		9.1		4.3		-0.1	
New Zealand	53.4		1.0		4.8		6.8		0.0	
Norway	56.1		5.2		6.3		7.1		9.7	
Euro Area										
Germany	60.7		-3.3		-4.9		8.5		1.9	
France	56.1		-0.2		1.7		6.5		1.8	
Italy	56.9		-2.9		-7.0		1.6		0.7	
Spain	52.9		-2.2		-6.7		1.5		0.7	
AXJ										
India	57.5		-1.6		-		1.1		4.2	
China	51.9		35.1		78.4		-		1.9	
Indonesia	53.2		2.0		-16.5		1.2		-	
Taiwan	60.8		3.0		12.8		8.1		-0.3	
SouthKorea	55.3		0.9		10.0		10.3		2.0	
Thailand	48.8		-1.1		-7.8		1.5		2.6	
CEEMEA										
Poland	53.4		2.7		-2.7		9.0		2.1	
Russia	51.5		-3.7		-1.5		14.0		10.4	
Turkey	51.7		7.5		15.4		30.4		27.1	
SouthAfrica	53.0		-3.2		-1.5		4.2		4.0	
Latam										
Brazil	58.4		2.0		8.7		-		28.6	
Mexico	44.2		-4.5		-7.0		5.4		6.8	

Fuente: Morgan Stanley con datos a 31 de marzo de 2021



2.

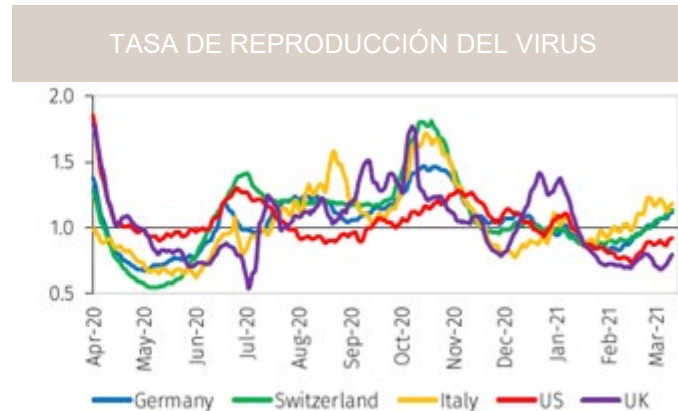
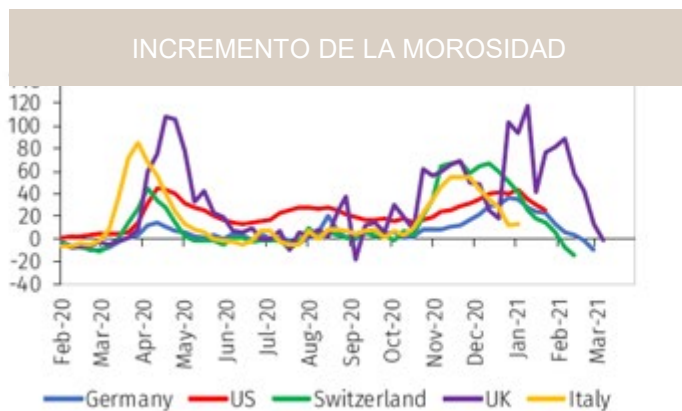
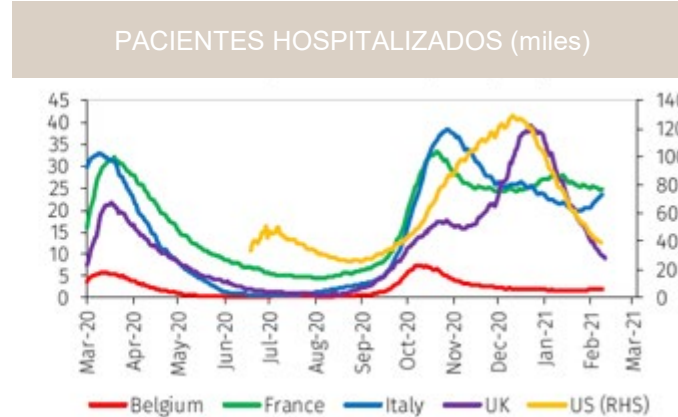
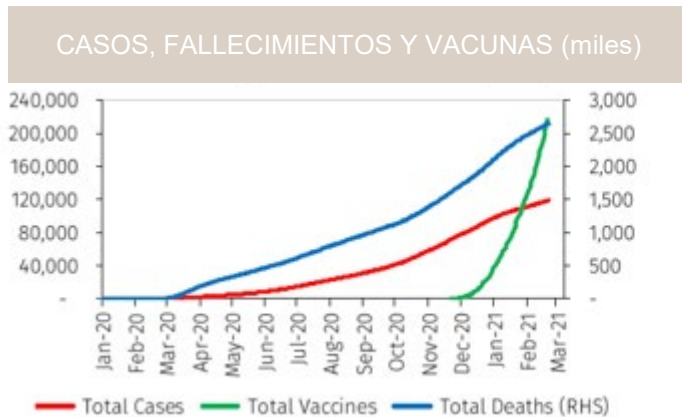
**LOS SOPORTES
SIGUEN INTACTOS**

a. PROCESO DE VACUNACIÓN Y PANDEMIA MEJOR SITUACIÓN DE LA PANDEMIA, AÚN GRAVE



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

SITUACIÓN MEJOR, LEJOS DE SER BUENA



- El gráfico superior izquierdo muestra la gravedad de la situación, con los contagios en niveles altos y la pendiente de la curva cediendo sólo relativamente.
- Los datos de hospitalizaciones son más esperanzadores.
- Tanto la tasa de mortalidad como la tasa de reproducción del virus muestran una solución cercana.
- La temida cuarta ola no es descartable al 100% pero, desde España, el juicio de la situación global puede resultar algo miope.

Fuente: EFG Asset Management

a. PROCESO DE VACUNACIÓN Y PANDEMIA CONTINÚAN CAYENDO LOS CONTAGIOS

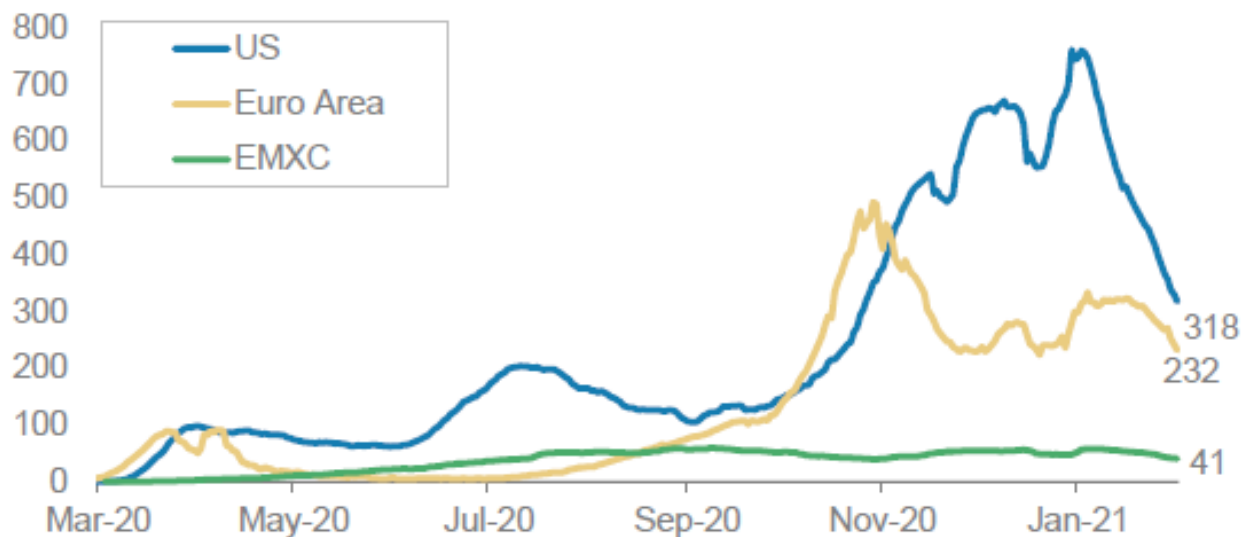


2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

CONTAGIOS A LA BAJA

NUEVOS CONTAGIOS DIARIOS POR CADA MIL HAB.
(media móvil de 7 días)

Daily new COVID-19 cases per mil population, 7 day avg



Source: John Hopkins University, WHO, CEIC, Haver Analytics, Morgan Stanley Research

Fuente: Morgan Stanley Research

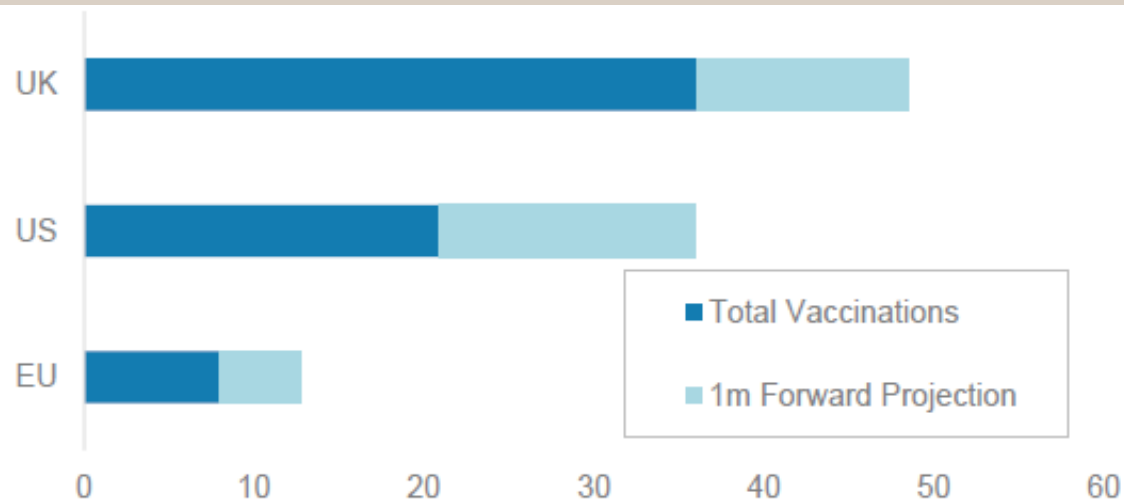
a. PROCESO DE VACUNACIÓN Y PANDEMIA

PROCESO DE VACUNACIÓN: DISPAR Y LENTO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

PORCENTAJE DE POBLACIÓN QUE HA RECIBIDO AL MENOS UNA DOSIS



Fuente: Morgan Stanley Research a 23 de marzo de 2021

PROCESO DE VACUNACIÓN MÁS LENTO DE LO ESPERADO

- El proceso de vacunación está siendo muy diferente por regiones.
- Entre las grandes economías desarrolladas es Reino Unido quien lidera el proceso, con cerca de un 40% de la población habiendo recibido al menos una vacuna, si bien es cierto que han optado por dar una primer dosis a la máxima población posible, a diferencia de otros que priorizan alcanzar la inmunidad con la segunda dosis.
- Europa se sitúa claramente por detrás de EE.UU. y Reino Unido.

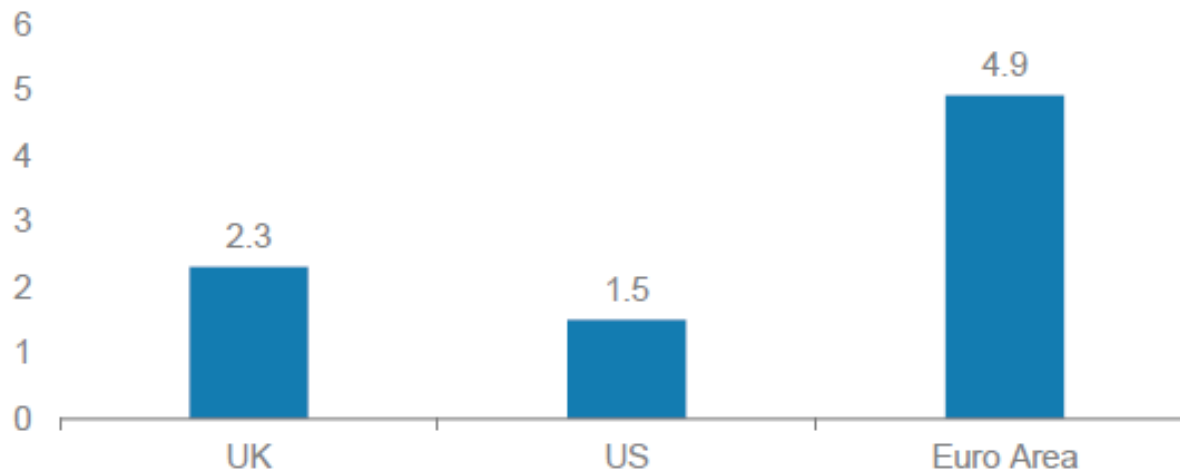
a. PROCESO DE VACUNACIÓN Y PANDEMIA

POBLACIÓN DE RIESGO CASI INMUNIZADA



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

MESES HASTA VACUNAR A LA TOTALIDAD DE LA POBLACIÓN DE RIESGO (+65) AL RITMO ACTUAL



Fuente: Morgan Stanley Research a 23 de marzo de 2021

POBLACIÓN DE RIESGO CASI INMUNIZADA

- Se habla de inmunidad de grupo teniendo en cuenta el % de la población vacunada sobre el total, pero de cara a la apertura y la presión política para mantener restricciones, resulta, cuanto menos, igual de relevante el % de población de riesgo vacunada.
- El gráfico de esta página muestra los meses que faltan hasta haber vacunado al 100% de la población de riesgo, asumiendo que se mantiene el ritmo de vacunación actual, lo que es una asunción conservadora.
- Si se mantiene en Europa la mejorable gestión del proceso de vacunación, toda la población de riesgo estará vacunada en Europa a finales de agosto y mucho antes en Reino Unido y EE.UU.

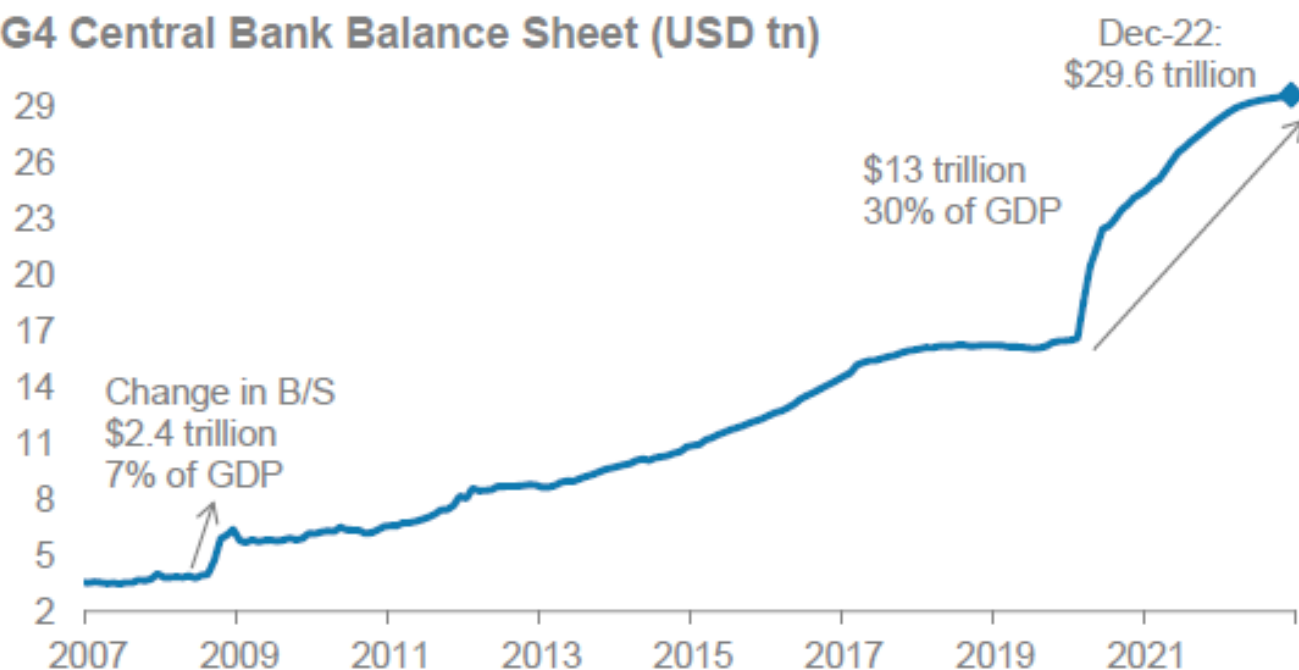
b. BANCOS CENTRALES NO SE RETIRAN BALANCES AÚN EN EXPANSIÓN



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES DEL G4 (Billones de dólares)

G4 Central Bank Balance Sheet (USD tn)



Fuente: Morgan Stanley Research a 23 de marzo de 2021

¿BALANCES EN EXPANSIÓN SIN LÍMITE?

- Los balances de los bancos centrales del G4 alcanzan ya casi 29 billones de dólares y se espera un ritmo de crecimiento algo menor de su expansión a partir de 2022.
- Las reuniones de los últimos meses de los BC han vuelto a ser esclarecedoras sobre el plan de cada uno sobre la gestión de sus balances y el riesgo de una contracción anterior a 2023 es bajo.
- La simple insinuación podrá ser el origen de una corrección de las bolsas, pero resulta razonable esperar que esto sólo pueda ocurrir en un contexto macroeconómico muy favorable.

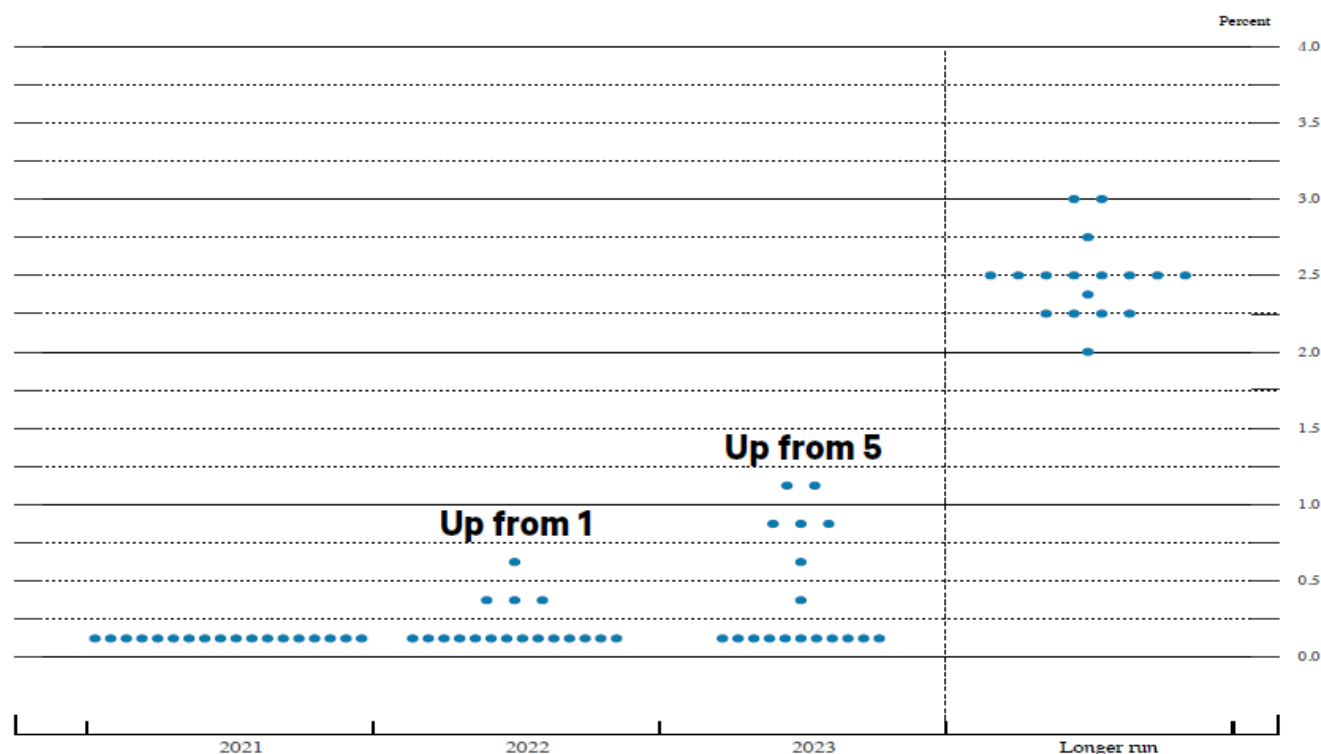
b. BANCOS CENTRALES NO SE RETIRAN LA FED NO SUBIRÁ TIPOS HASTA 2024



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

OPINIÓN SOBRE LOS TIPOS DE INTERÉS ADECUADOS SEGÚN LOS
DIFERENTES MIEMBROS DE COMITÉ DE MERCADO ABIERTO
“LOS DOTS DE LA FED”

SIN SUBIDA DE TIPOS DE LA FED HASTA 2024



Fuente: Ned Davis Research y FED

- En su reunión del 17 de marzo, la FED afirmó que no subirá sus tipos de referencia hasta el año 2024.
- Sus previsiones económicas fueron revisadas al alza. El crecimiento de PIB se revisó desde el 6,5% hasta 4,2% este año y del 3,2% hasta el 3,3% para 2022. Para 2023 se revisó a la baja al 2,2% desde 2,4%.
- La tasa de desempleo se redujo drásticamente al 4,5% este año desde el 5,0%. La del año que viene, fue rebajada a 3,9% desde 4,2%, y para 2023 se redujo a 3,5% desde 3,7%.
- La inflación también se revisó al alza con la inflación hasta el 2,4%, con la subyacente subiendo hasta el 2,2%, ambos datos desde una estimación del 1,8% de diciembre.

b. BANCOS CENTRALES NO SE RETIRAN BANCO CENTRAL EUROPEO: MÁS COMPRAS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

ÚLTIMAS PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL BCE

	Diciembre 2021	Marzo 2021
PIB 2021	3,9%	4,0%
PIB 2022	4,2%	4,1%
PIB 2023	2,1%	2,1%
Inflación 2021	1,0%	1,5%
Inflación 2022	1,1%	1,2%
Inflación 2023	1,4%	1,4%

Fuente: Inverseguros

EL BCE INCREMENTARÁ EL VOLUMEN DE COMPRAS

- El BCE sorprendió al mercado señalando su intención de incrementar el volumen de compras de activos durante el próximo trimestre.
- No se ató a ninguna cifra en concreto, señalando que todo dependerá de las condiciones macro y de mercado.
- La Autoridad Monetaria tiene bastante margen para actuar si lo considera necesario (unos 95.000 millones de euros al mes en media).
- Se mostró optimista en materia macro, aunque ello no se tradujo en una mejora especialmente significativa del contexto inflacionista.

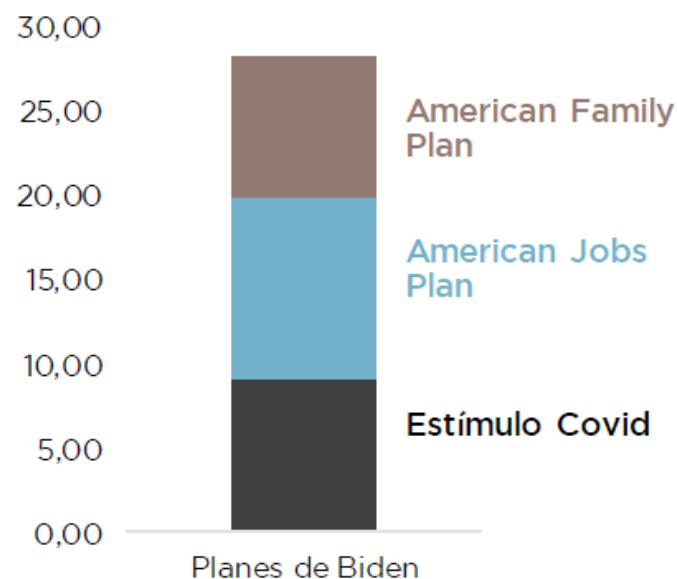
c. GOBIERNOS MANTIENEN ESTÍMULOS ESTÍMULO FISCAL EN EE.UU.



2T21- Seguimos subiendo, cambiamos de marcha

INICIATIVAS FISCALES DE BIDEN EN % PIB

Fuente: Bloomberg



COMPOSICIÓN DEL AMERICAN JOBS PLAN

Fuente: WSJ

Partidas agregadas	Importe
Transportes	620
Manufacturas	300
Vivienda	286
Utilities	266
I+D	280
Educación	137
Discapacitados y ancianos	400

PLANES DE BIDEN POR APROBAR

Plan	Importe
American Jobs Plan	2,25
American Family Plan (Est)	1,75
Total	4

Fuente: Inverseguros

BIDEN: MÁS MADERA

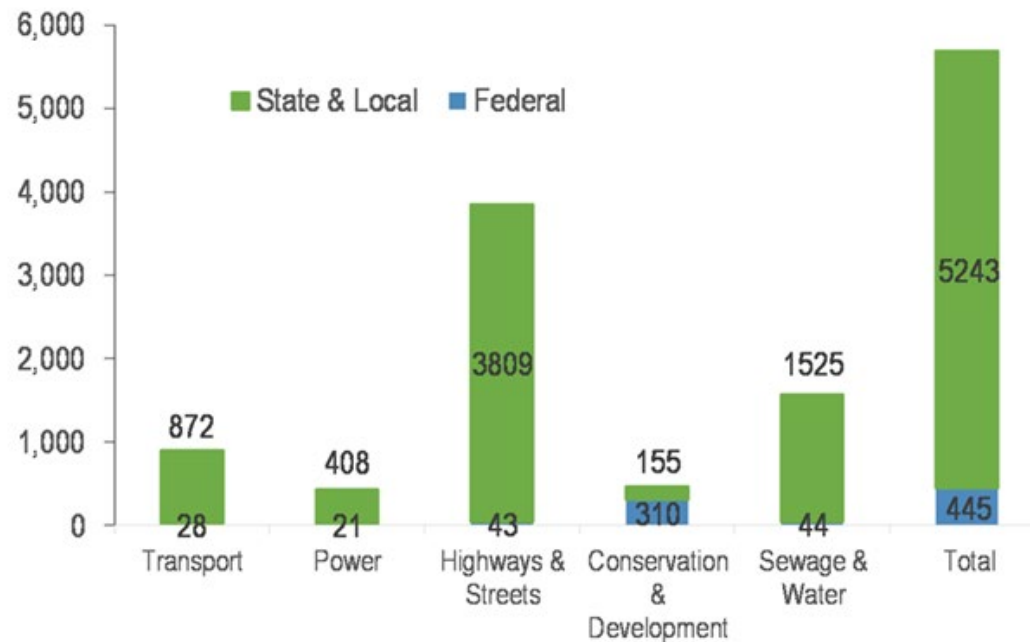
- La semana pasada Biden anunció el American Jobs Plan.
- Se trata de un programa de inversión en infraestructuras de 2,25 billones de dólares.
- Es parte de una iniciativa agregada que podría llegar a alcanzar los 4 billones de dólares.
- De esta manera, si a ello le añadimos el estímulo de 1,9 aprobado en marzo, estaríamos hablando de un gasto público bruto de unos 6 billones (más de un 25% del PIB del 2020).

c. GOBIERNOS MANTIENEN ESTÍMULOS PLAN DE INFRAESTRUCTURAS DE 2,3 BILLONES



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

VALOR ACTUAL DE LAS INFRAESTRUCTURAS DEL GOBIERNO EN EE.UU.



Fuente: JP Morgan Research

AMERICAN JOBS PLAN EN PERSPECTIVA

- El 31 de marzo, el Presidente Biden aprobó un plan de inversión en infraestructuras por importe total de 2,25 billones de dólares, que se divide en cuatro partes, para los próximos 8 años.
- Por poner eso en perspectiva, el valor total actual de las infraestructuras de EE.UU. es aproximadamente 6 billones de dólares.
- El gasto anual será de 280 mil millones de dólares anuales (1,4% PIB).

d. ABUNDANCIA DE LIQUIDEZ INTACTA FLUJOS EN FONDOS ROBUSTOS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

FLUJOS ACUMULADOS EN ETFs DE RENTA VARIABLE
(Miles de millones de dólares)



Fuente: Morgan Stanley Research a 23 de marzo de 2021

FLUJOS DE ENTRADA EN RENTA VARIABLE

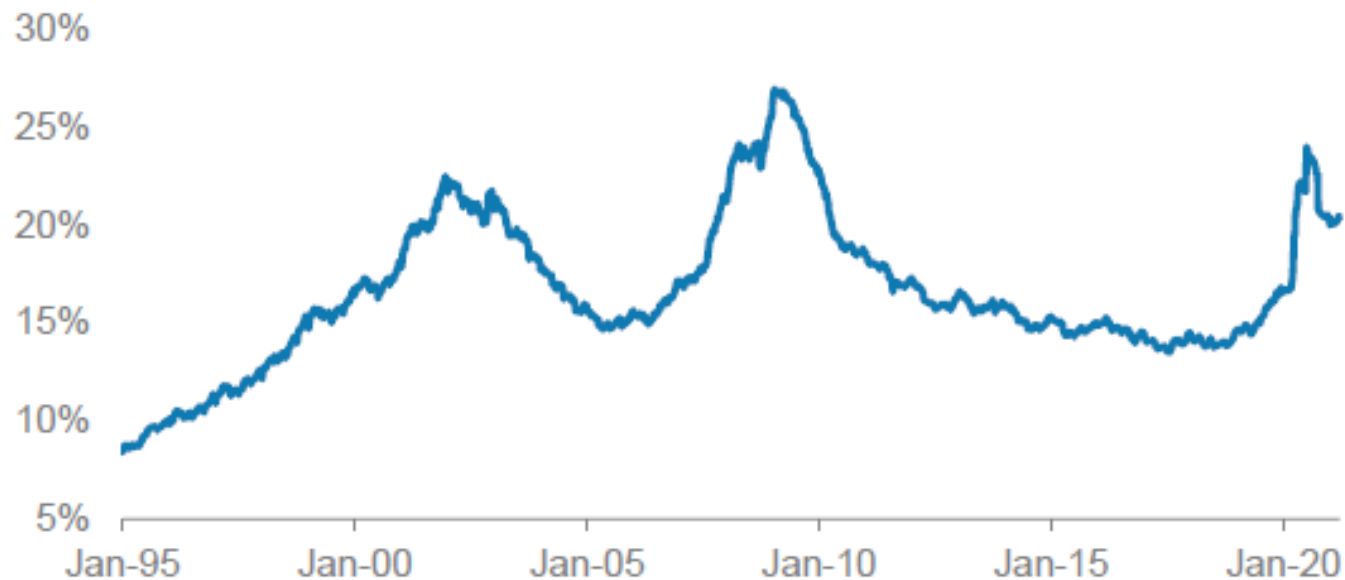
- Además de la liquidez inyectada por los bancos centrales (o consecuencia de ella), los flujos en renta variable continúan siendo muy positivos, tanto en EE.UU. como en Europa, con Japón algo más débil.

d. ABUNDANCIA DE LIQUIDEZ INTACTA QUEDA MUCHO DINERO EN FONDOS MONETARIOS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

ACTIVOS EN FONDOS MONETARIOS / PIB
(EE.UU.)



Fuente: Morgan Stanley Research a 23 de marzo de 2021

MUCHA LIQUIDEZ EN MANOS DEL AHORRADOR

- La página anterior muestra el flujo de dinero en fondos de renta variable; y esta, el stock en fondos monetarios.
- El volumen en fondos monetarios sobre el PIB de EE.UU. ha corregido recientemente, pero sigue en niveles muy altos.
- Para sacar conclusiones, debemos tener presente que la represión financiera ha comenzado en EE.UU, hace mucho menos tiempo que en Europa.
- Los tipos de la FED están en el 0% sólo desde marzo de 2020 (alcanzando el nivel de cero tras la pandemia) y en verano de 2019 estaban en el 2,25%.
- Cabe esperar un movimiento fuerte de activos de fondos monetarios a activos de riesgo.



3.



**EL DEBATE (Y RIESGO)
DE LA INFLACIÓN**

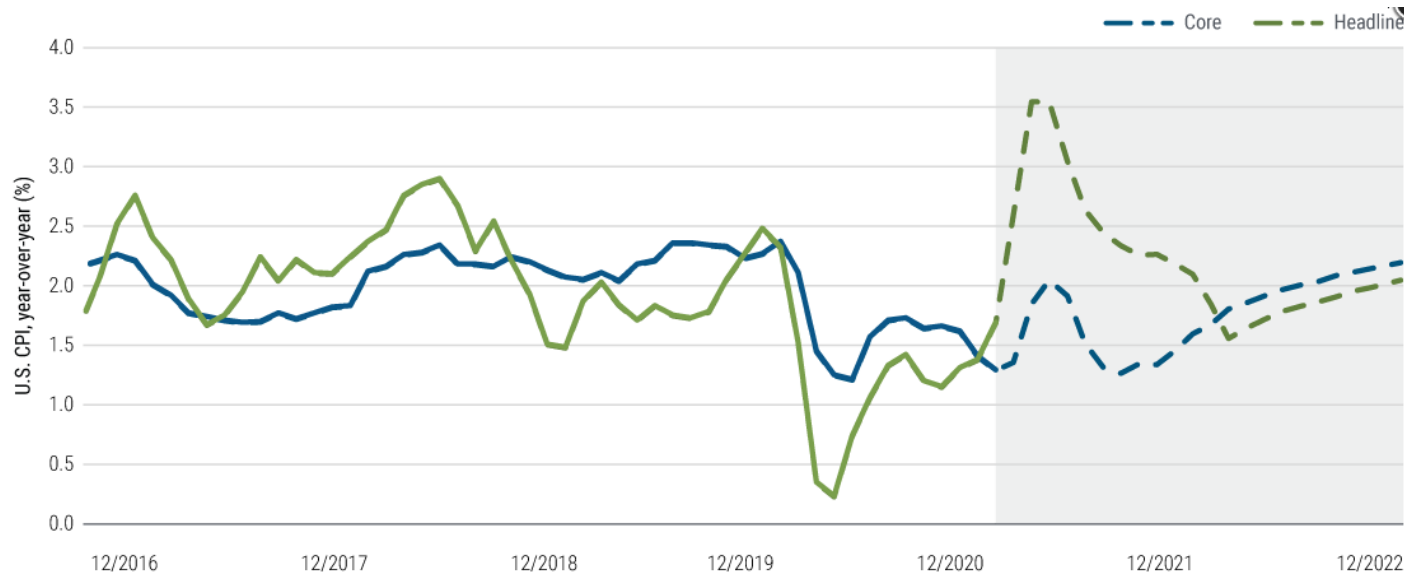
EL DEBATE (Y RIESGO) DE LA INFLACIÓN

LA INFLACIÓN ES COYUNTURAL, NO ESTRUCTURAL



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

INFLACIÓN EN EE.UU. (Estimaciones de PIMCO)



Fuente: PIMCO

Datos de la Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU. hasta el 28 de febrero de 2021; Estimaciones de PIMCO desde el 31 de marzo de 2021 hasta el 31 de diciembre de 2022. Los datos y estimaciones mostrados son el cambio porcentual interanual para el índice de precios al consumidor (IPC) y principal de EE. UU.

INFLACIÓN ACTUAL, SÓLO COYUNTURAL

- A pesar de todo el discurso reflacionista, pensamos, al igual que muestra PIMCO en el gráfico de esta página, que probablemente la inflación se mantendrá por debajo de los objetivos del banco central durante los próximos uno o dos años, a pesar de un repunte temporal en los próximos meses.
- Pero, dejando de lado esos pronósticos, el debate debe tener en cuenta el potencial de los mercados financieros para mantener el enfoque en los riesgos de inflación, en un momento en que los bancos centrales a nivel mundial se han comprometido a ir muy lento y cuando la política fiscal, al menos este año, debería impulsar el crecimiento, con un gran impulso en los EE. UU.

EL DEBATE (Y RIESGO) DE LA INFLACIÓN

LA INFLACIÓN SUPERARÁ EL 3% EN MAYO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

SIMULACIÓN DEL IPC EE.UU.

Año 2021		
Crudo WTI; enero = 52,1\$, feb. - abr. = 61,50\$ Posterior subida progresiva dic.22 = 67\$ (total energía se comporta como el crudo)		
Alimentos IPC 0,167% m. = 2,02% a.		
IPC Suby. 1 Sem 0,2% m. = 2,43% a.		
IPC Suby. 2 Sem 0,154% m. = 1,86% a.		
	Índice	% a.
ene.-21	261,58	1,40
feb.-21	263,02	1,68
mar.-21	263,50	2,09
abr.-21	263,98	2,96
may.-21	264,54	3,18
jun.-21	264,99	2,79
jul.-21	265,31	2,40
ago.-21	265,56	2,17
sep.-21	265,88	2,15
oct.-21	266,19	2,23
nov.-21	266,51	2,41
dic.-21	266,84	2,44
Promedio IPC 2021		2,32
Promedio IPC 2010 - 2019 (ex - Gran Recesión y COVID-19)		1,78

Fuente: Intermoney

LA INFLACIÓN SUPERARÁ EL 3%

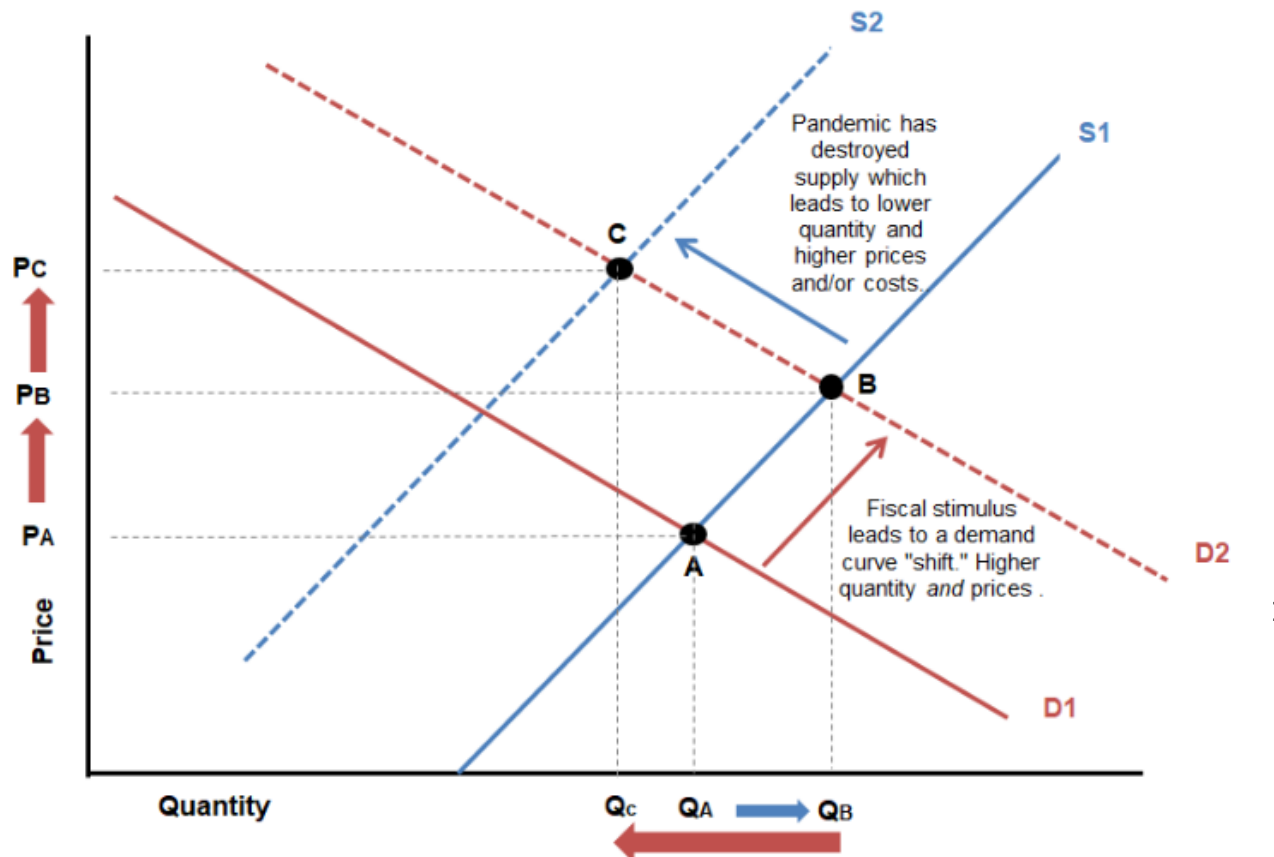
- Impulsada por la magnitud de la recesión que ahora cumple un año y la fuerte subida del precio de las MMPP, la inflación en EE.UU. es muy probable que supere ampliamente el 3% en el mes de mayo.
- Es altamente probable que ese dato, aunque descontado por el consenso de analistas, pueda generar cierta volatilidad en los mercados, que podrían volver a dudar sobre la sostenibilidad de los estímulos actuales y los tipos de interés.
- Esas cifras, dejarían aún el IPC medio de 2021 en el 2,32%. Muy poco por encima del objetivo simétrico y de largo plazo del 2% de la FED por lo que, mientras no se convierta en amenaza más estructural, no debería cambiar el paso en la política monetaria.

EL DEBATE (Y RIESGO) DE LA INFLACIÓN DESMONTANDO LAS TESIS INFLACIONISTAS MICRO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

EXPLICACIÓN DE LA TEORÍA DE LA INFLACIÓN



FACTORES TEMPORALES

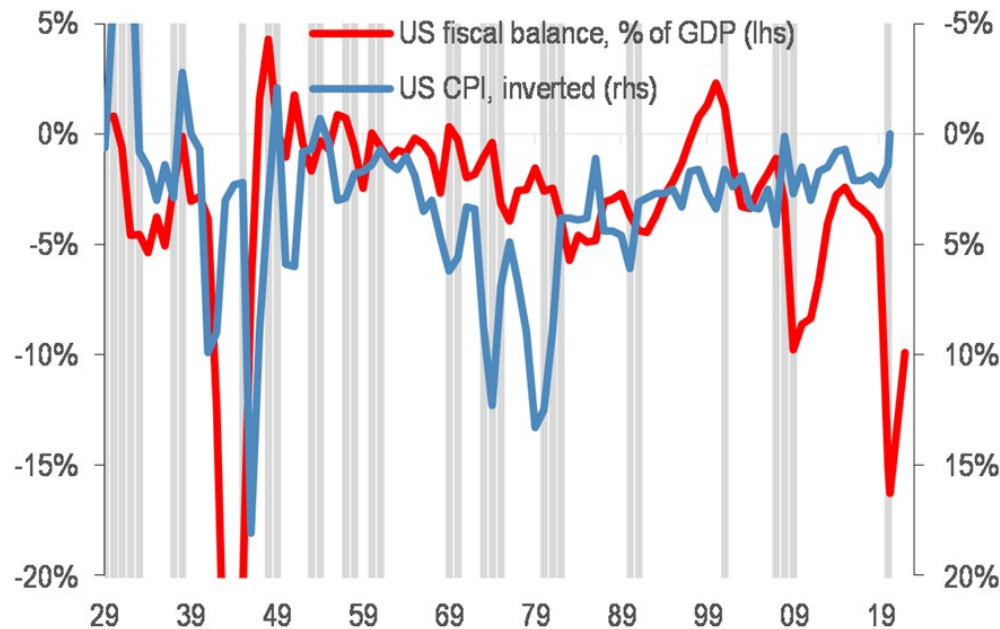
- Los economistas que creen que la inflación será alta de forma sostenida argumentan que una demanda superior a la existente pre-pandemia, se encontrará pronto con una oferta que se ha visto reducida.
- El fuerte incremento en la demanda creemos que será temporal. Por un lado, los estímulos fiscales son, en muchos casos un "one off" y, por otro, la sensación de inseguridad podrá incrementar ligeramente la propensión marginal al ahorro.
- La capacidad productiva destruida es también temporal, por lo que la oferta no tendrá un impacto relevante en la inflación futura. Tan pronto haya demanda surgirá la oferta.

EL DEBATE (Y RIESGO) DE LA INFLACIÓN DESMONTANDO LAS TESIS INFLACIONISTAS MACRO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

BALANCE FISCAL DE EE.UU. (% PIB) FRENTE A EVOLUCIÓN ANUAL DE LA
INFLACIÓN SUBYACENTE
(barras grises indican periodos recesivos)



Fuente: JP Morgan Research

LOS DÉFICITS FISCALES NO TIENEN POR QUÉ SER INFLACIONISTAS

- Existen dos argumentos macro para defender la tesis inflacionista: incremento de la masa monetaria e incremento del déficit fiscal.
- El gráfico de la derecha muestra que los déficits fiscales no han estado correlacionados con la inflación desde la Fed de Volcker de finales de los 70 y los 80s.
- El incremento de la masa monetaria sí podría ser inflacionista, pero con la fuerte caída de la velocidad de circulación del dinero, el impacto en la inflación se reduce.
- Adicionalmente, no descartamos un poco más de lo mismo: inflación de activos muy superior a la inflación de precios.

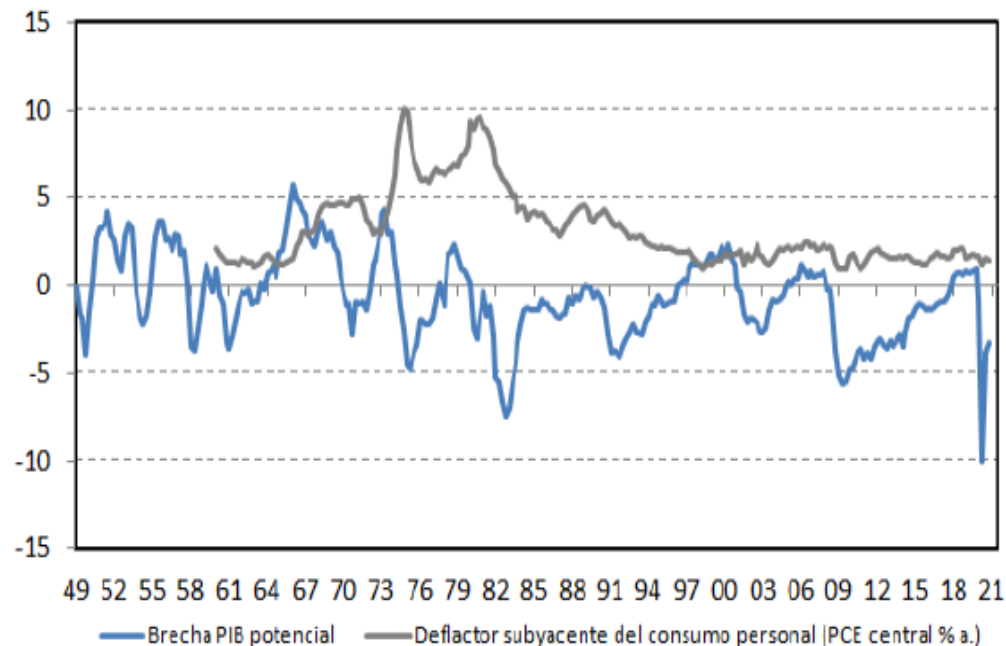
EL DEBATE (Y RIESGO) DE LA INFLACIÓN

CAPACIDAD OCIOSA- PIB POTENCIAL



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

BRECHA PIB POTENCIAL



Fuente: CIMD

PIB POTENCIAL POR ENCIMA DEL ACTUAL

- Pocas presiones inflacionistas mientras el PIB potencial no se acerque al PIB real.
- La brecha de PIB es capacidad productiva ociosa y, mientras no se reduzca, no esperamos que la inflación, que hemos explicado e interpretamos como coyuntural, pueda ser considerada más estructural.
- La relación entre el PCE (medida de inflación) y la brecha respecto al PIB potencial, como muestra el gráfico esta página, es significativa, pero no inmediata y no siempre se ha cumplido.
- Dada la velocidad de la caída y la recuperación, se podrá tardar algún tiempo en restablecer una parte de la producción perdida e incrementos fuertes de demanda generar tensiones inflacionistas, pero éstas podrán ser contrarrestadas, dada la capacidad ociosa.

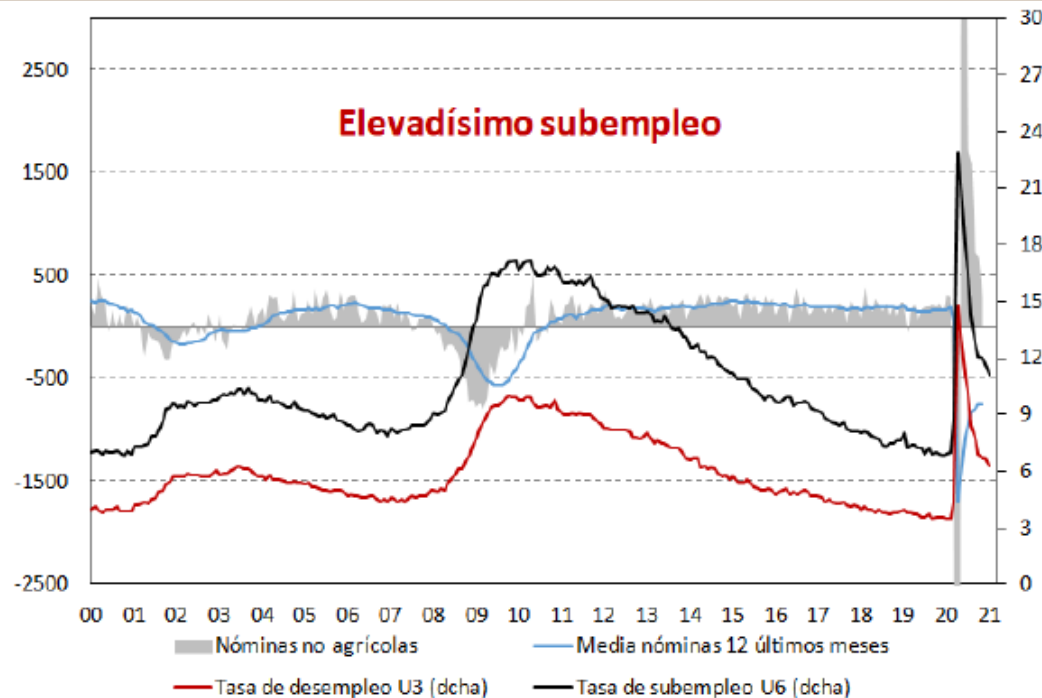
EL DEBATE (Y RIESGO) DE LA INFLACIÓN

CAPACIDAD OCIOSA- PIB POTENCIAL



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

EVOLUCIÓN DEL MERCADO LABORAL EN EE.UU. (Variación mensual miles - % s/p.a.)



Fuente: CIMD

SUBEMPLEO AÚN ELEVADO

- El subempleo es aquella situación del mercado laboral en la que los trabajadores, con el objetivo de evitar el desempleo, deben reducir su productividad, trabajar en empleos de menor cualificación, así como realizar menos horas.
- Este fenómeno se produce cuando se modifica la demanda de mano de obra, o el mercado laboral presenta incapacidad para crear empleo. Provoca que los trabajadores sufran un deterioro en su renta y en el caso de la Pandemia, es un efecto temporal que prácticamente debería desaparecer con la reapertura económica definitiva.



4.



EVOLUCIÓN DE LOS
MERCADOS EN EL 1T 2021

BREVE REPASO DE MERCADOS EN 1T 2021

RENTABILIDAD DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

EL EJERCICIO COMIENZA MERCADO CON SUBIDA DE LOS ACTIVOS DE RIESGO

RENTABILIDADES DE DIFERENTES ACTIVOS EN 1T 2021

GLOBAL EQUITIES

6.2%

S&P 500 total returns

7.7%

MSCI Europe total returns (local ccy)

9.1%

TOPIX total returns (local ccy)

2.3%

MSCI EM total returns

GLOBAL FIXED INCOME

-5.7%

UST 10Y total returns

-1.8%

Bund 10Y total returns

2.6%

US HY excess returns

2.1%

EUR HY excess returns

FX

2.6%

Trade-weighted USD rallied by...

6.7%

JPY depreciated against USD by...

4.0%

EUR depreciated against USD by...

7.8%

BRL depreciated against USD by...

- El incremento de las expectativas de inflación marcó la pauta de los mercados en el primer trimestre.
- Fuerte subida de las bolsas, lideradas por sectores cíclicos y estilo value sobre growth. En EE.UU., +10% vs. +0,75% en el trimestre.
- Fuerte caída de los bonos de gobiernos, especialmente de EE.UU., con una subida de la TIR de los bonos a 10 años desde 0,9% hasta 1,75%.
- Revalorización del dólar contra casi todas las divisas, consecuencia de los flujos de capital en búsqueda de esa mayor rentabilidad de los bonos.

Fuente: Morgan Stanley con datos a 31 de marzo de 2021

BREVE REPASO DE MERCADOS 1T 2021

SE ACABÓ EL CICLO DE LOS BONOS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

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

Ranking	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 YTD
1	MSCI EM	REITS	US 10yr	MSCI China	Russell 2000	REITS	MSCI Japan	Commodities	MSCI China	US 2yr	S&P 500	MSCI China	Russell 2000
2	MSCI China	Russell 2000	Inflation Bonds	MSCI Europe	S&P 500	S&P 500	REITS	Russell 2000	MSCI EM	US 10yr	REITS	Russell 2000	REITS
3	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	Commodities
4	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	S&P 500
5	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	MSCI Europe
6	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	MSCI EM
7	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	MSCI Japan
8	REITS	Global HY	Global HY	S&P 500	REITS	Russell 2000	US IG	REITS	Global HY	REITS	US IG	US 10yr	US HY
9	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	US 2yr
10	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	MSCI China
11	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	Global HY
12	EM Local Debt	US IG	Russell 2000	Inflation Bonds	MSCI EM	Global HY	US HY	MSCI Japan	Commodities	Commodities	Commodities	Global HY	US Agg. Bond
13	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	Inflation Bonds
14	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	EM Local Debt
15	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	US IG
16	US 2yr	Inflation Bonds	MSCI EM	Commodities	EM\$Sov Credit	MSCI Europe	MSCI EM	US 10yr	US 10yr	MSCI Europe	Inflation Bonds	US 2yr	EM\$Sov Credit
17	US 10yr	US 2yr	MSCI China	US 2yr	Commodities	Commodities	Commodities	MSCI Europe	US 2yr	MSCI China	US 2yr	REITS	US 10yr

Fuente: Morgan Stanley

BREVE REPASO DE MERCADOS 1T 2021

¿QUÉ COTIZA MÁS EXTREMO EN EL CORTO PLAZO?

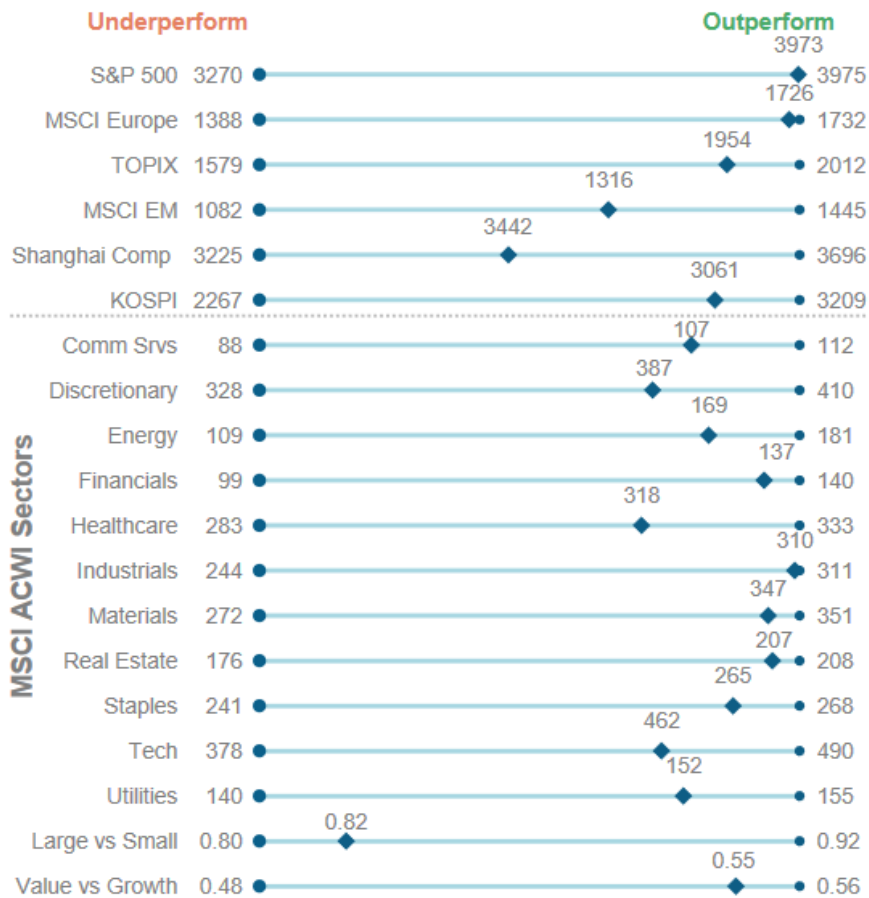


2T21- Seguimos subiendo, cambiamos de marcha

EVOLUCIÓN Y VALORACIÓN DE DIFERENTES ACTIVOS RESPECTO A SU RANGO DE LOS ÚLTIMOS 6 MESES

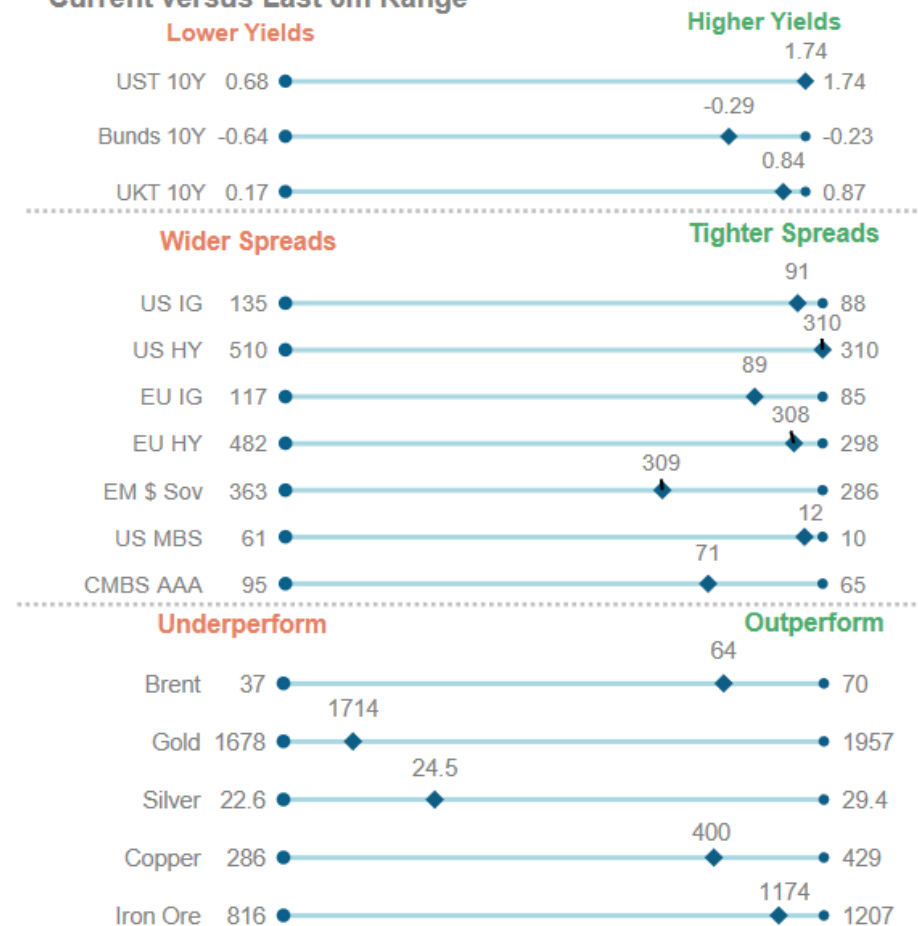
Equities

Current versus Last 6m Range



Fixed Income

Current versus Last 6m Range



BREVE REPASO DE MERCADOS 1T 2021

RADIOGRAFÍA DE LA RECUPERACIÓN

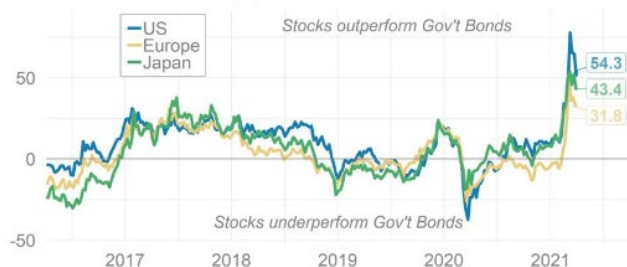


2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

RENTABILIDADES RELATIVAS – DIFERENCIA DE RETORNO TOTAL (12 meses)

Equities versus Govt. Bonds (%)

Stocks less Bonds 12M TR (%)



As of: 2021-03-31

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Investment Grade Credit versus Govt. Bonds (%)

IG Credit less Bonds 12M TR (%)



Regional Equities vs. MSCI ACWI (%)

Stocks less ACWI 12M TR (%)



As of: 2021-03-31

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

Equities versus High Yield (%)

Stocks less HY 12M TR (%)



Fuente: Morgan Stanley con datos a 31 de marzo de 2021

COMPORTAMIENTO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS EN EL ANIVERSARIO DE LA PANDEMIA

- En los últimos doce meses, a cierre del 1T, se cumple el primer aniversario de las fuertes correcciones de las bolsas por la pandemia.
- 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 y los mercados emergentes, tras su buen comportamiento desde mínimos de marzo de 2020, lo han hecho mejor que EE.UU.
- 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 favorable a las bolsas especialmente en EE.UU., pero su diferencial se ha estrechado fuertemente en los últimos meses.

BREVE REPASO DE MERCADOS 1T 2021

RADIOGRAFÍA DE LA RECUPERACIÓN (II)

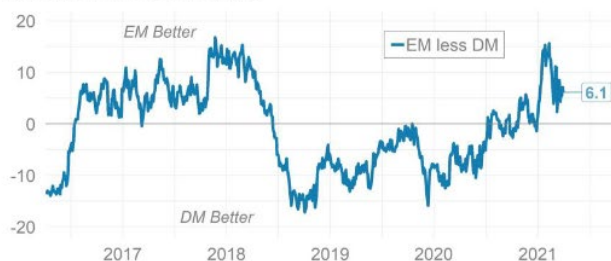


2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

RENTABILIDADES RELATIVAS – DIFERENCIA DE RETORNO TOTAL (12 meses)

EM versus DM Equities (%)

EM less DM Stocks 12M TR (%)



As of: 2021-03-31

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

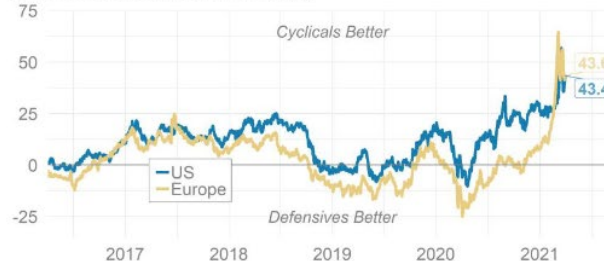
Small-Cap versus Large-Cap Equities (%)

Small less Large Caps 12M TR (%)



Cyclical versus Defensive Equities (%)

Cyclicals less Defensives 12M TR (%)

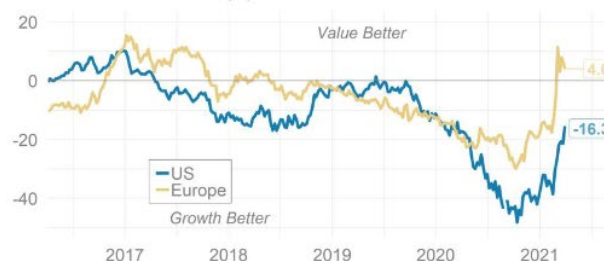


As of: 2021-03-31

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Value versus Growth Equities (%)

Value less Growth 12M TR (%)



Fuente: Morgan Stanley con datos a 31 de marzo de 2021

COMPORTAMIENTO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS EN EL ANIVERSARIO DE LA PANDEMIA

- Los mercados de renta variable marcaron mínimos en la pandemia el día 23 de marzo de 2020. Miramos comportamiento de diferentes regiones y estilos de los últimos 12 meses, a cierre del 1T21.
- Emergentes batieron ampliamente a desarrollados a pesar de su peor comportamiento en este último trimestre.
- Las pequeñas compañías han tenido excelente comportamiento.
- El rebote relativo del estilo Value ha sido muy fuerte de corto plazo, frente al estilo Growth. Con una perspectiva de largo plazo, especialmente en EE.UU., Value aún se ha quedado rezagada.



5.

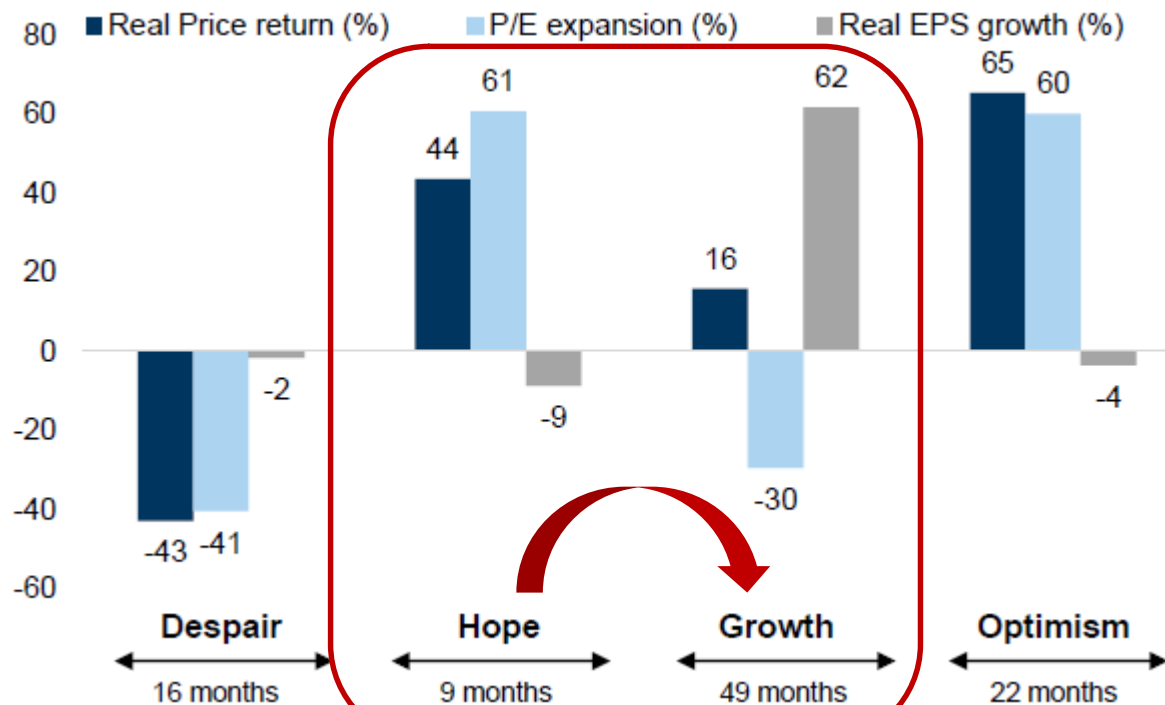
ASSET ALLOCATION

ASSET ALLOCATION

EL CICLO AVANZA Y SE CUMPLE EL GUIÓN



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha



Fuente: Goldman Sachs

MENOR INTENSIDAD EN LA RECUPERACIÓN

- 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 cierta una contracción de múltiplos.
- Dejamos atrás, por tanto, la fase más explosiva de la recuperación, pero por eso la damos por finalizada.

ASSET ALLOCATION

EL ACTIVO QUE MARCA LA PAUTA AL RESTO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

RENTABILIDADES RELATIVAS – DIFERENCIA DE RETORNO TOTAL



Fuente: Goldman Sachs

LOS TIPOS A 10 AÑOS DE EE.UU. MARCAN LA PAUTA

- En los últimos meses, ha sido la subida de los tipos de interés del bono americano a 10 años lo que ha marcado la pauta, no sólo en el mercado de renta fija, sino en los mercados financieros.
- Queda explicado el riesgo de inflación y subidas de tiempos sobre la economía, pero hay impactos muy directos también sobre los mercados financieros más allá del desempeño económico.
- Los tipos de interés afectan a la valoración de todos los activos, basada en el descuento de tipos futuros al presente.
- Con unos tipos de interés más altos, hay sectores cuya valoración sería menos sostenible.
- El buen comportamiento de los activos de riesgo parece descontar que la subida de tipos se debe a una recuperación económica, pero, en el comportamiento relativo entre sectores, sí se ha reflejado una amenaza, en nuestra opinión, excesivamente.

ASSET ALLOCATION

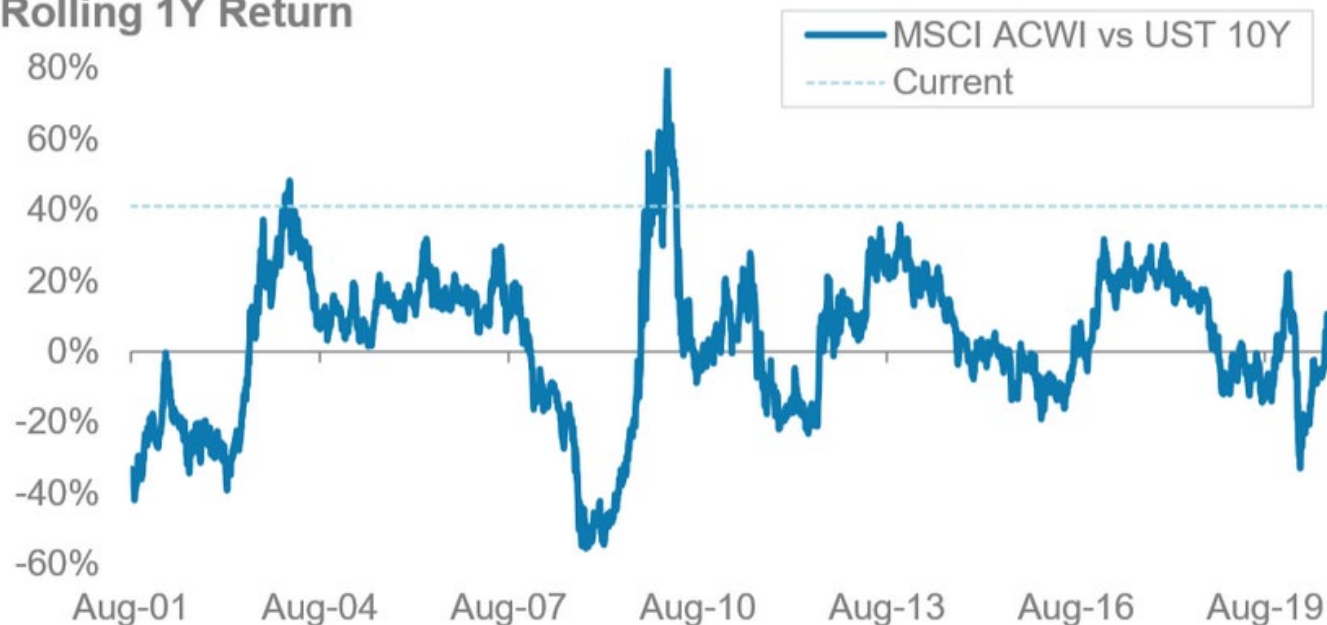
RENTABILIDAD DE LOS BONOS VS. BOLSA



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

RENTABILIDAD A 1 AÑO BOLSA GLOBAL CONTRA BONOS GOB. EE.UU.

Rolling 1Y Return



Fuente: Morgan Stanley Research

LOS BONOS PIERDEN

- La rentabilidad en el último año de los bonos frente a la bolsa ha alcanzado niveles extremos al cumplir el aniversario de los niveles mínimos de las bolsas en pandemia del día 23 de marzo de 2020.
- En un ciclo expansivo y con los tipos de interés, como estaban, absolutamente intervenidos, la primera reacción al ajustarse al alza las perspectivas de inflación es una caída fuerte del precio de los bonos, con la renta variable.
- Es de esperar que la diferencia a favor de la renta variable se mantenga a lo largo del ciclo y creemos que continuará incluso en el corto plazo, pero difícilmente mantendrá el ritmo actual, que ha alcanzado un nivel muy extremo, explicado principalmente por el mal comportamiento de los bonos, movimiento que pensamos se tomará un descanso.

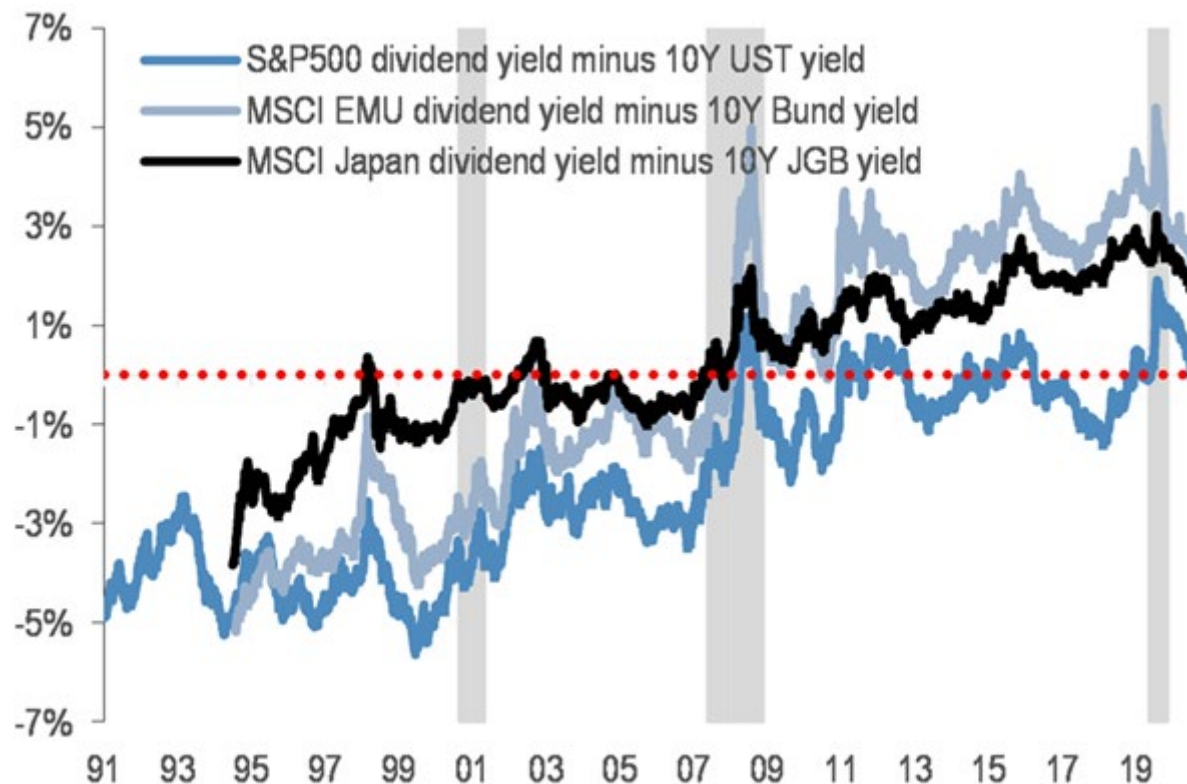
ASSET ALLOCATION

A PESAR DE LA SUBIDA DE TIRES, MEJOR RV



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

RENTABILIDAD POR DIVIDENDO MENOS RENTABILIDAD DEL BONO



Fuente: JP Morgan Research

DIVIDENDOS A LA BAJA Y TIRES AL ALZA

- El hecho de que la rentabilidad por dividendo superior a la rentabilidad del bono, haga atractiva a la renta variable, no está empíricamente demostrado.
- Los ciclos alcistas de la renta variable en EE.UU. siempre han ocurrido con la rentabilidad por dividendo por debajo de la rentabilidad del bono del gobierno.
- Rentabilidades altas del bono implican entorno expansivo e inflacionista y la renta variable se beneficia de ello.

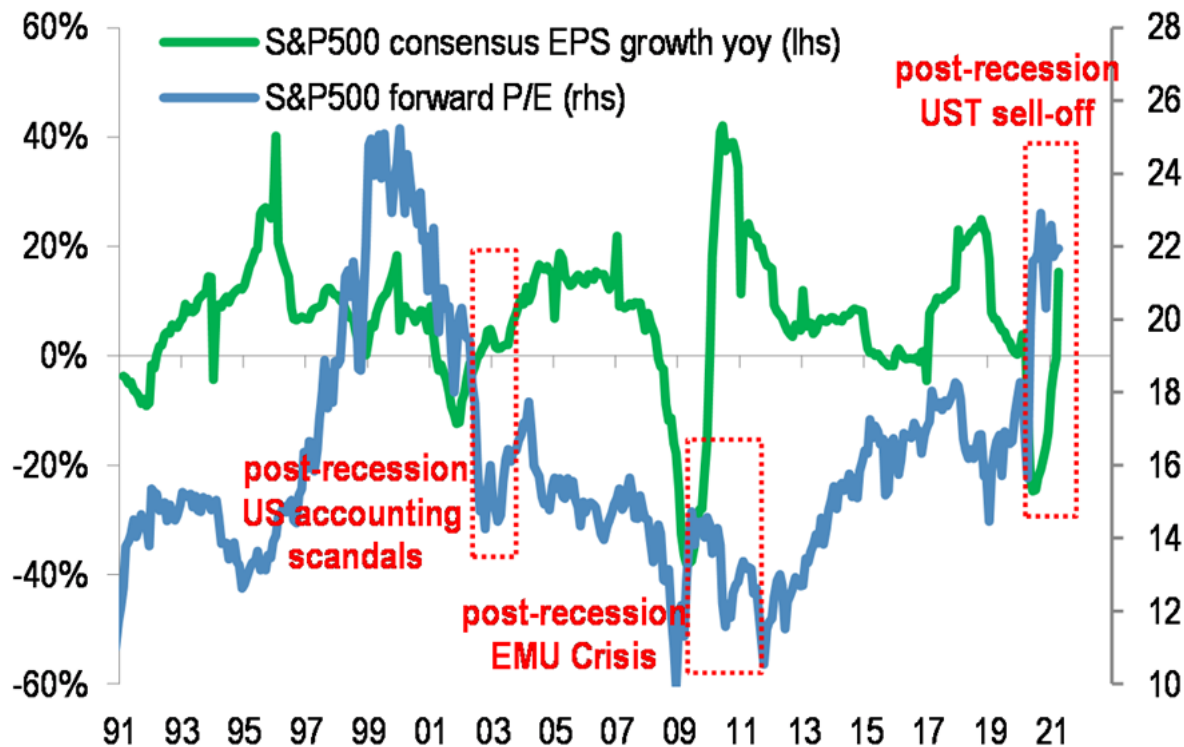
ASSET ALLOCATION

ESTIMACIONES DE BENEFICIOS JUSTIFICAN LAS VALORACIONES



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

PER S&P500 N12M VS. CRECIMIENTO DE BPA DEL CONSENSO



Fuente: JP Morgan Research

LAS REVISIONES DE ESTIMACIONES HAN TARDADO EN LLEGAR, PERO YA JUSTIFICAN LAS VALORACIONES

- Las bolsas no están baratas pero, para que haya una corrección significativa en el múltiplo de beneficios pagado, en un entorno post recesión, en el que las estimaciones de beneficios suben, es necesario un evento macro mayor que una subida de tipos.
- La valoración de la renta variable, medida por el PER con los beneficios del año siguiente, se ha movido con las estimaciones de Beneficio por Acción, con una divergencia de sólo unos meses.
- El riesgo real para los activos de riesgo, no es un subida de tipos, sino una subida de tipos en un contexto en el que los beneficios empresariales no crecieran. Es muy poco probable.

ASSET ALLOCATION

VALORACIONES EXIGENTES, NO DISPARATADAS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

Market	Cyclically Adj. E/P	Real 10Y Ylds		ERP (%)	IG Credit Sprd^		FX REER	Composite PMI		
		20yr	20yr		20yr	20yr		Period	Latest	12m Trend
US	3.2		0.5	2.7		91	112	Mar-21	59.1	
Europe	4.5		-1.4	5.9		89	95	Mar-21	52.5	
Japan	4.2		-0.1	4.3	n/a	n/a	72	Mar-21	48.3	
EM	6.2		0.5	5.7	n/a	n/a	n/a	Feb-21	52.0	
Germany	4.5		-1.4	5.9	n/a	n/a	95	Mar-21	56.8	
Italy	4.1		-0.1	4.2	108	95	95	Feb-21	51.4	
Spain	8.8		0.0	8.8	108	95	95	Feb-21	45.1	
Sweden	4.2		-1.1	5.3	90	91	91	Feb-21	61.6	
Switzerland	3.6		0.0	3.6	94	105	105	Feb-21	61.3	
UK	5.3		0.0	5.3	123	103	103	Mar-21	56.6	
China	5.8		2.9	3.0	147	130	130	Feb-21	51.7	
Korea	5.4		1.2	4.2	66	109	109	Mar-21	55.3	
Australia	4.5		0.5	4.0	n/a	91	91	Mar-21	56.8	
Brazil	9.6		5.9	3.8	225	57	57	Feb-21	58.4	
Mexico	6.0		3.0	3.1	114	84	84	Feb-21	44.2	
Indonesia	6.4		5.2	1.2	89	90	90	Mar-21	53.2	
Russia	16.1		2.0	14.2	111	73	73	Feb-21	52.6	
South Africa	5.4		5.0	0.4	237	79	79	Feb-21	50.2	

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

ASSET ALLOCATION

SENTIMIENTO: LEJOS DE LA EUFORIA A MEDIO PLAZO

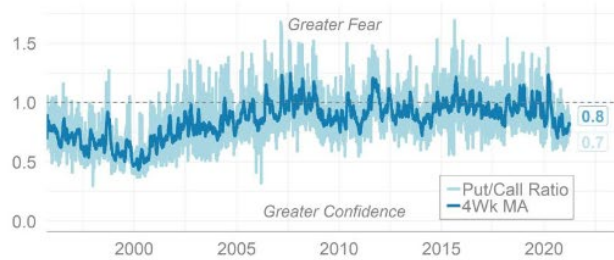


2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

DIFERENTES RATIOS DE SENTIMIENTO

US Equity Put/Call Ratio

Equity Put/Call Ratio

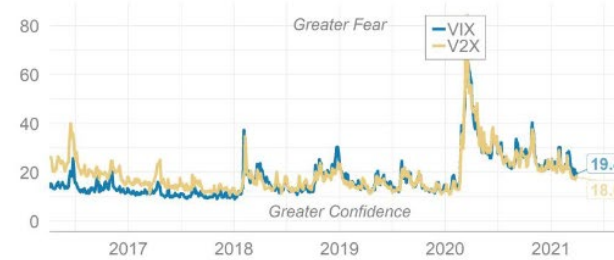


As of: 2021-03-31

Source: CBOE, Bloomberg, Morgan Stanley Research

VIX and EURO STOXX V2X

(%)

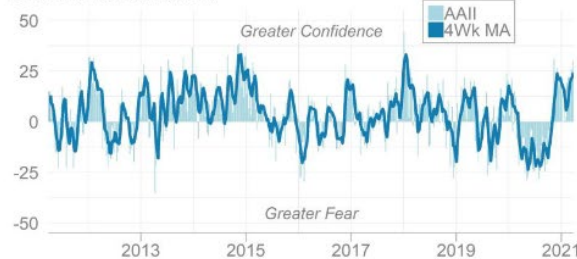


As of: 2021-03-31

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

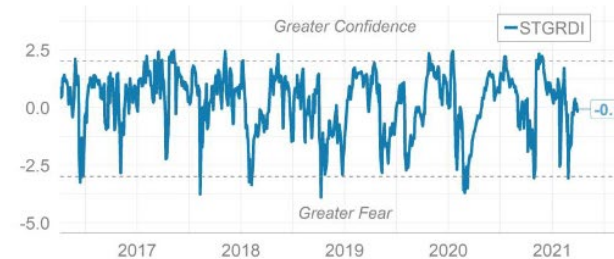
AAII Bulls-Bears

Retail Investor Sentiment



Morgan Stanley Standardized Global Risk Demand Index

MS STGRDI



Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 31 de marzo 2021

SENTIMIENTO FAVORABLE PARA LOS ACTIVOS DE RIESGO

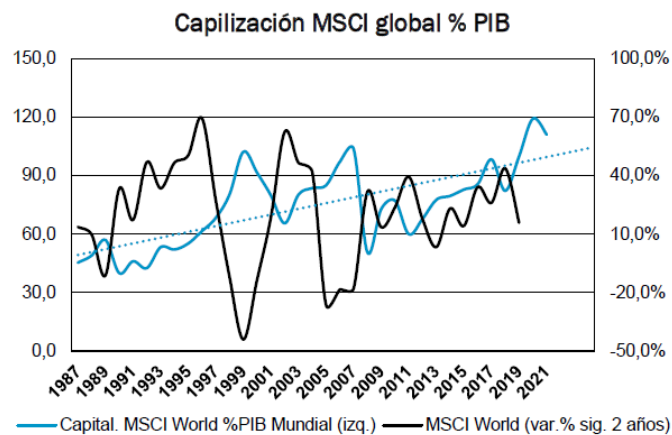
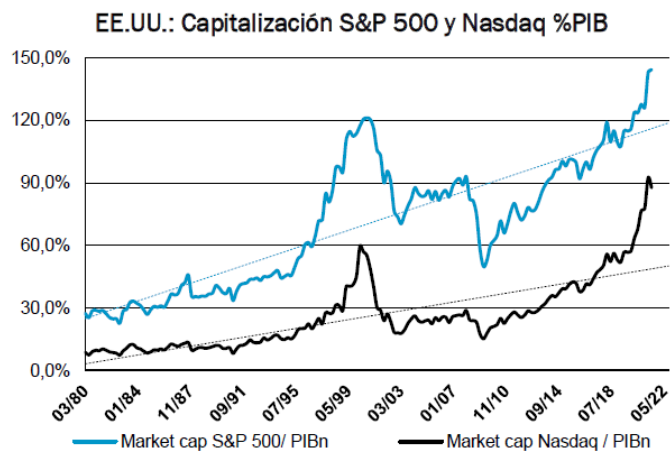
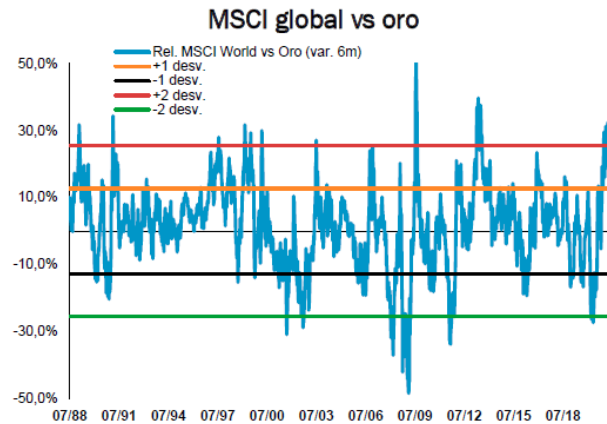
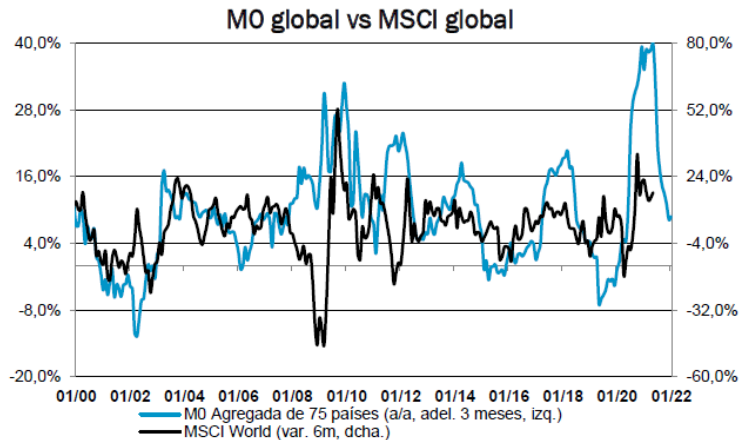
- Sentimiento favorable para la renta variable, con un optimismo instaurado en el mercado, que en algunos aspectos puede ser complacencia, pero lejos de los niveles de euforia en los que éste se convierte en un indicador contrario.
- Los cuatro diferentes indicadores de sentimiento de la izquierda ofrecen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

ENTORNO ECONÓMICO

SENTIMIENTO: CIERTOS EXCESOS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha



FONDO POSITIVO CON CIERTOS EXCESOS

- Con el fondo positivo descrito, existen ciertos excesos de corto plazo que tenemos presentes, no para el posicionamiento estratégico, pero si para tomar posiciones en algunos activos como el oro y ser algo cautos en algunas cosas algo sobrecompradas en el corto plazo, de forma táctica.
- Diferentes indicadores de sentimiento como el comportamiento de la bolsa frente al oro, la capitalización bursátil frente al PIB sugieren cierto sobrecalentamiento.
- Estas variables son indicadores en general de muy largo plazo, con apenas impacto perceptible en el corto plazo, pero describen un escenario de incertidumbre que perdurará en el tiempo.

Fuente: Sabadell

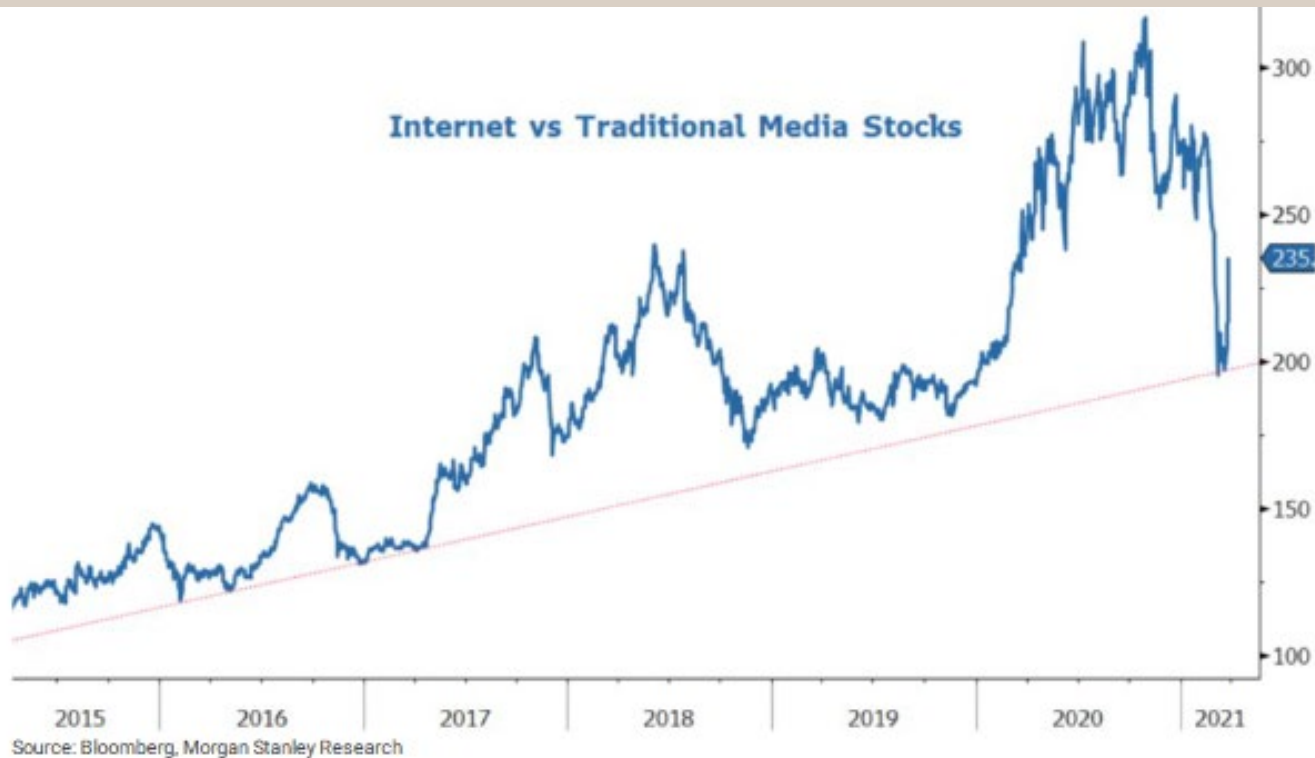
ASSET ALLOCATION

ROTACIÓN SECTORIAL: DEMASIADA Y DEMASIADO RÁPIDO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

COMPORTAMIENTO RELATIVO DE LAS ACCIONES DE MEDIOS DE INTERNET VS. MEDIOS TRADICIONALES



Fuente: Morgan Stanley

ROTACIÓN SECTORIAL EXCESIVAMENTE RÁPIDA

- La rotación sectorial ocurrida en los mercados desde el anuncio de las vacunas ha sido, en nuestra opinión, excesivamente virulenta.
- El ejemplo de esta página resulta muy orientativo, comparando el comportamiento en bolsa del sector de medios en internet frente al tradicional.
- La pandemia no hizo otra cosa que acelerar una tendencia estructural, cuyo efecto temporal queda atrás, volviendo a la línea de tendencia de largo plazo.

ASSET ALLOCATION ESTACIONALIDAD



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

Rentabilidad de los próximos 30 días de la bolsa global



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note: We show total returns from 1999 onwards.

Rentabilidad de los próximos 30 días de los bonos



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note: We show total returns from 1990 onwards.

¿SELL IN MAY AND GO AWAY?

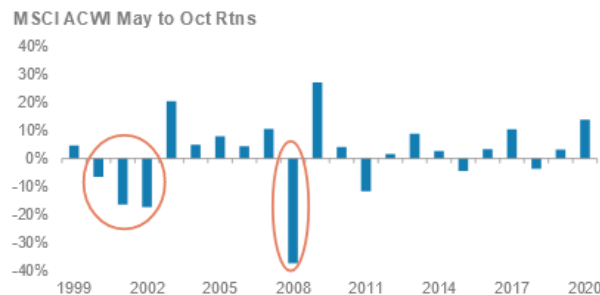
- De media, la rentabilidad en los meses de mayo a octubre, es menor de la del resto de año, siendo los meses de marzo, abril, octubre y noviembre en los que la estacionalidad es más favorable.

- Los mejores meses para la renta fija han sido históricamente de mayo a octubre.

- En cualquier caso, las bolsas han obtenido rentabilidades positivas entre mayo y octubre en un 68% de las ocasiones.

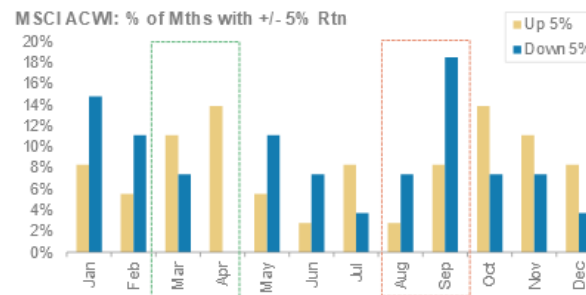
- Los meses de marzo y abril han sido dominados por fuertes subidas bursátiles, mientras que los de agosto y septiembre, lo han sido por grandes correcciones

Rentabilidad de las bolsas Mayo-Octubre (desde 1999)



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note: We show total returns from 1999 onwards.

% desde 1999 con movimientos mensuales superiores al +/-5%.



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note: We show total returns from 1999 onwards.

ASSET ALLOCATION: RESUMEN POSICIONAMIENTO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

- SOBREPONDERADOS EN **RENTA VARIABLE**
*Tácticamente algo más **neutrales***
- INFRAPONDERAMOS LA **RENTA FIJA**
- POSICIONES TÁCTICAS EN **LIQUIDEZ**
- OTROS ACTIVOS
 - **GESTIÓN ALTERNATIVA**
 - **MATERIAS PRIMAS**
 - **METALES PRECIOSOS**
 - **DIVISAS EMERGENTES**
 - **DÓLAR**
 - **PETRÓLEO**



5. a.

RENTA FIJA



a&g EFG

RENTA FIJA

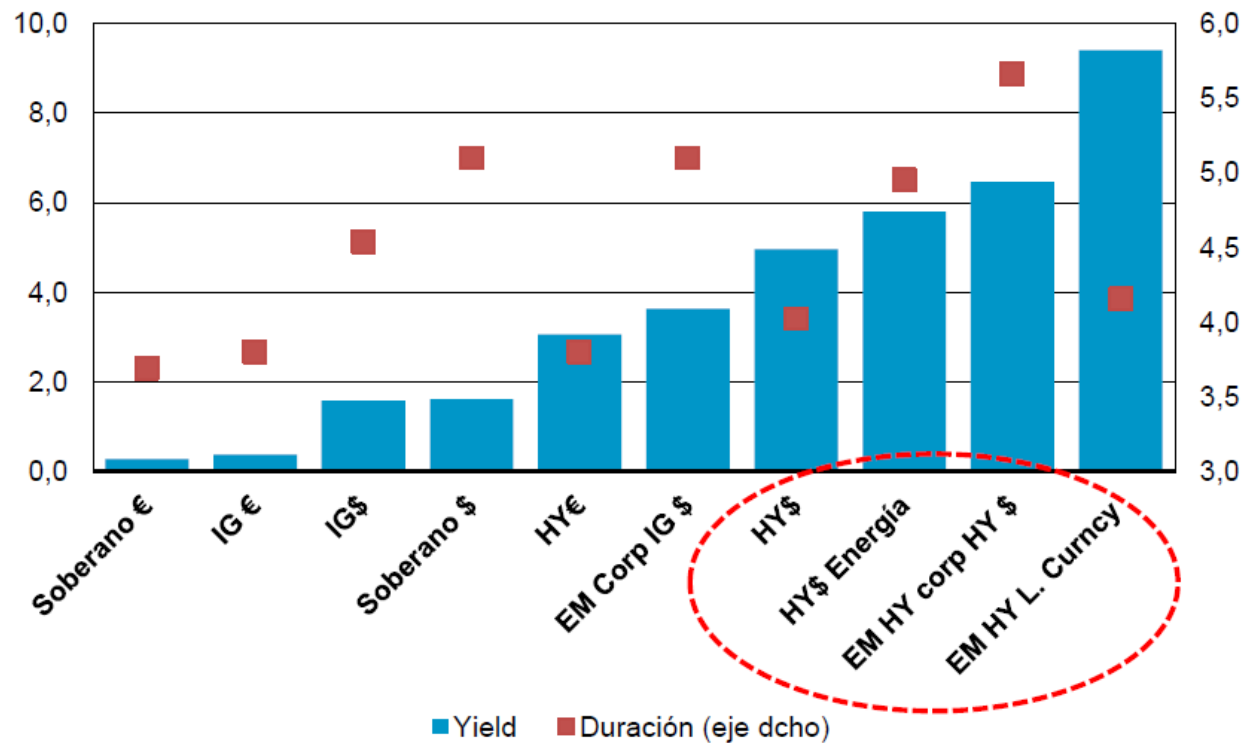
¿RENTABILIDAD SIN RIESGO DE TIPOS DE INTERÉS?



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

RENTABILIDAD A VENCIMIENTO VS. DURACIÓN

Yields vs Duración



Fuente: Sabadell, marzo 2021

POSICIONAMIENTO GENERAL EN RENTA FIJA

- Negativos con el riesgo de tipos de interés, aunque se mantendrán bajos estructuralmente.
- Cautos con las valoraciones de la deuda corporativa, que seguirá muy soportada por los bancos centrales.
- Favorecemos activos con yield sobre el riesgo de duración, pero siendo muy selectivos en la búsqueda de yield, que centramos en Asia y deuda subordinada financiera.

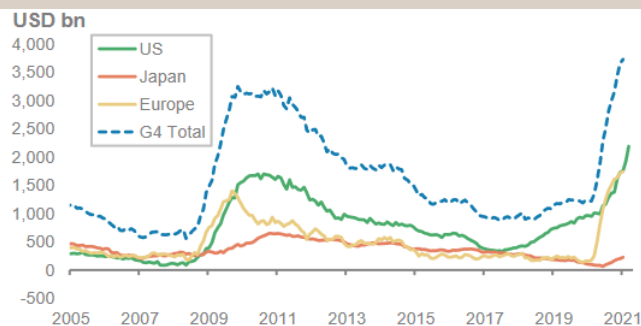
RENDA FIJA

EMISIONES NETAS RF GLOBAL

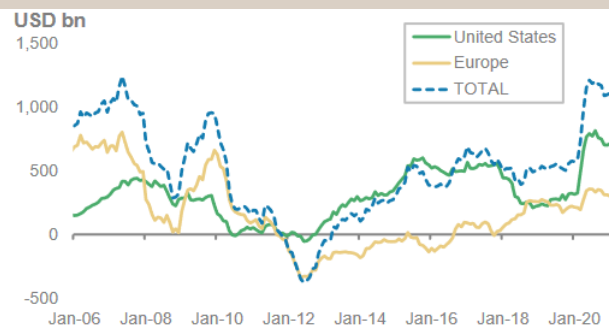


2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

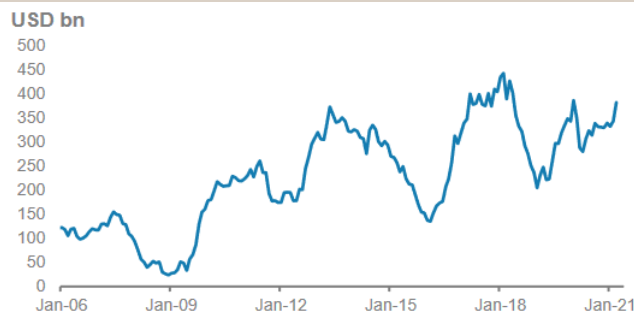
Gobiernos desarrollados



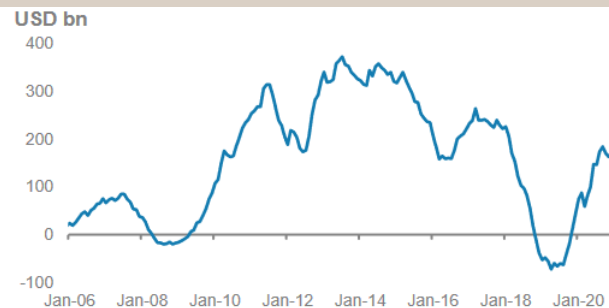
Bonos IG desarrollados



Deuda Emergente



High Yield



Fuente: ICI, Morgan Stanley Research

FUERTE INCREMENTO DE OFERTA CONTINÚA

- Las emisiones de bonos han repuntado de forma significativa durante los últimos trimestres y, muy especialmente, la de los bonos de gobiernos G4.
- Los gobiernos europeos han incrementado fuertemente sus emisiones netas, respaldados por el programa de compras del BCE para combatir la pandemia.
- 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 oferta está lastrando ligeramente los precios, pero 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.

RENTA FIJA **GOBIERNOS** RIESGO SIN REMUNERAR



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

TIPOS DE INTERÉS NOMINALES, REALES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

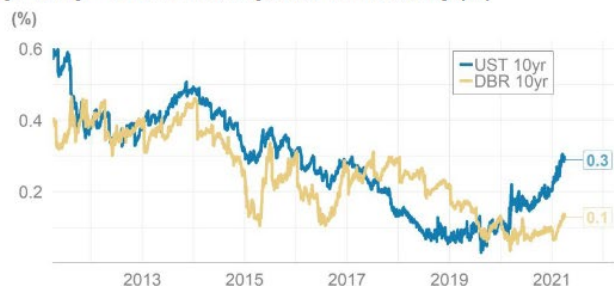
Nominal Yields (%)



As of: 2021-03-31

Source: Morgan Stanley Research, Bloomberg

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



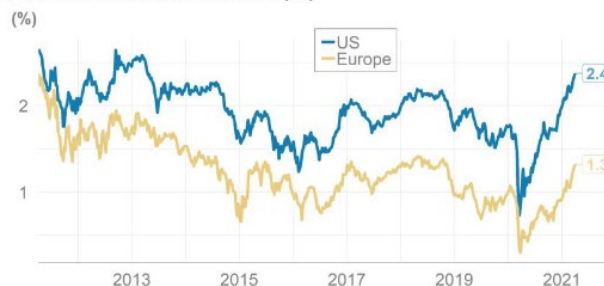
Real 10-Year Yields (bp)



As of: 2021-03-31

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

10-Year Breakeven Inflation (%)



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

VALORACIÓN EXCESIVA DE LA RENTA FIJA: OPORTUNIDAD CERCANA?

- El antiguo activo libre de riesgo ya es hace tiempo activo libre de retorno. Los tipos de interés nominales del bono a 10 años del gobierno de EE.UU. han repuntado hasta el 1,7% y, desde aquí, no esperamos fuertes repuntes adicionales de tipos en EE.UU. y apenas ningún repunte en Europa.
- Los tipos reales también han repuntado ligeramente pero, dado el repunta de la inflación, siguen en terreno claramente negativo tanto en EE.UU. como en Europa.
- Los gobiernos desarrollados no remuneran suficientemente el riesgo asumido y están caros en términos nominales y reales.
- El movimiento más fuerte lo han marcado las expectativas de inflación. La inflación implícita que descuentan los bonos ligados a la inflación ha repuntado desde niveles inferiores al 1% pre-pandemia hasta el 2,4% de inflación media en los próximos 10 años en EE.UU. En Europa, también han incrementado notablemente las expectativas de inflación, pero se mantienen aún en el 1,3%. Muy por debajo del objetivo del 2% del BCE.

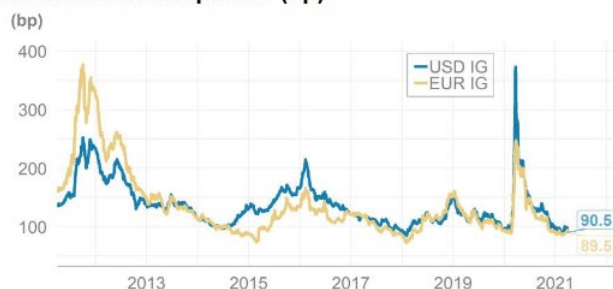
RENDA FIJA CORPORATIVA VALORACIÓN



2T21- Seguimos subiendo, cambiamos de marcha

TIPOS DE INTERÉS NOMINALES, REALES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Global IG Credit Spreads (bp)



As of: 2021-03-31

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Global High Yield Spreads (bp)



As of: 2021-03-31

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Financial vs. Non-Financial Spreads (bp)



As of: 2021-03-31

Spread per Leverage, by Market



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

BAJAMOS LA RECOMENDACIÓN AL CRÉDITO

- Los diferenciales de crédito han continuado estrechando 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 pero, en esta nueva fase del ciclo, preferimos evitar el riesgo de tipos de interés inherente a la deuda corporativa de mejor calidad.

- Las dos excepciones, donde pensamos que aún queda algo de valor, son la deuda subordinada financiera y la deuda emergente, especialmente, asiática.

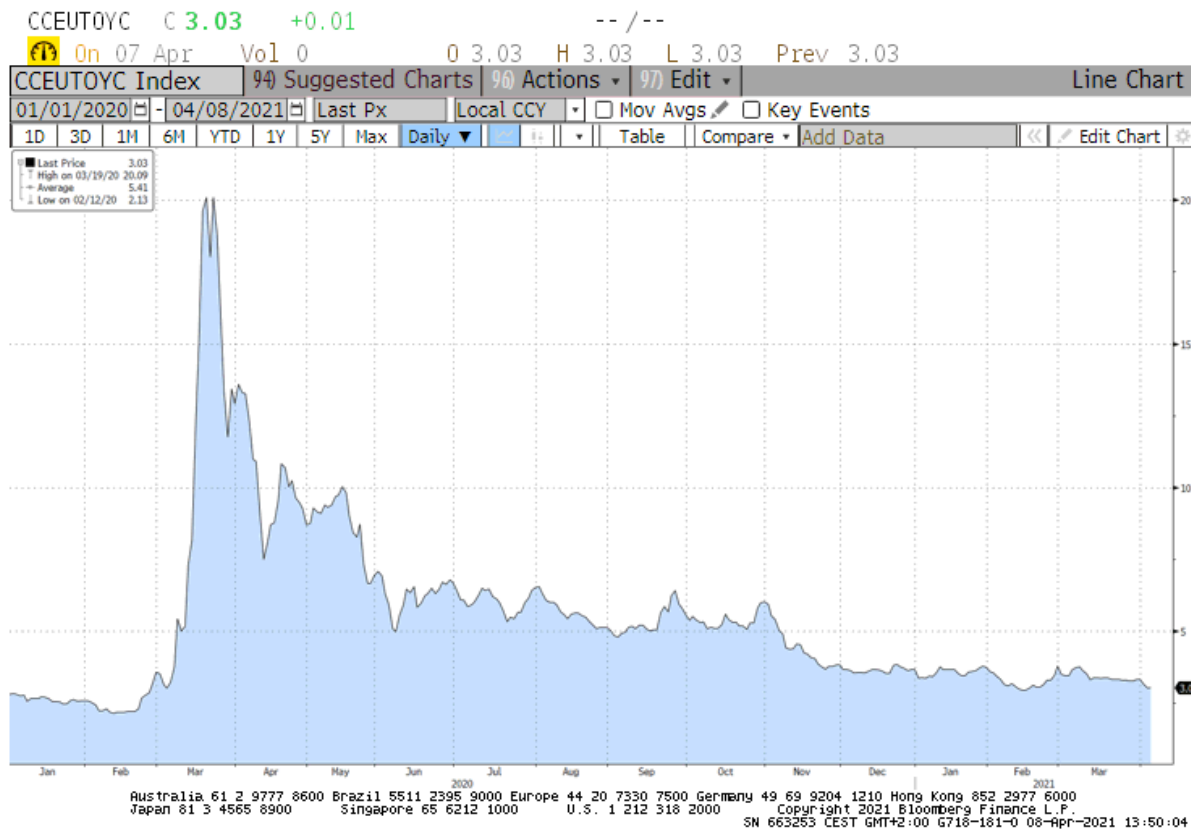
RENTA FIJA

DEUDA SUBORDINADA FINANCIERA



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

YTC DEL ÍNDICE DE AT1 DE CREDIT SUISSE



Fuente: Bloomberg

POSITIVOS EN DEUDA SUBORDINADA FINANCIERA

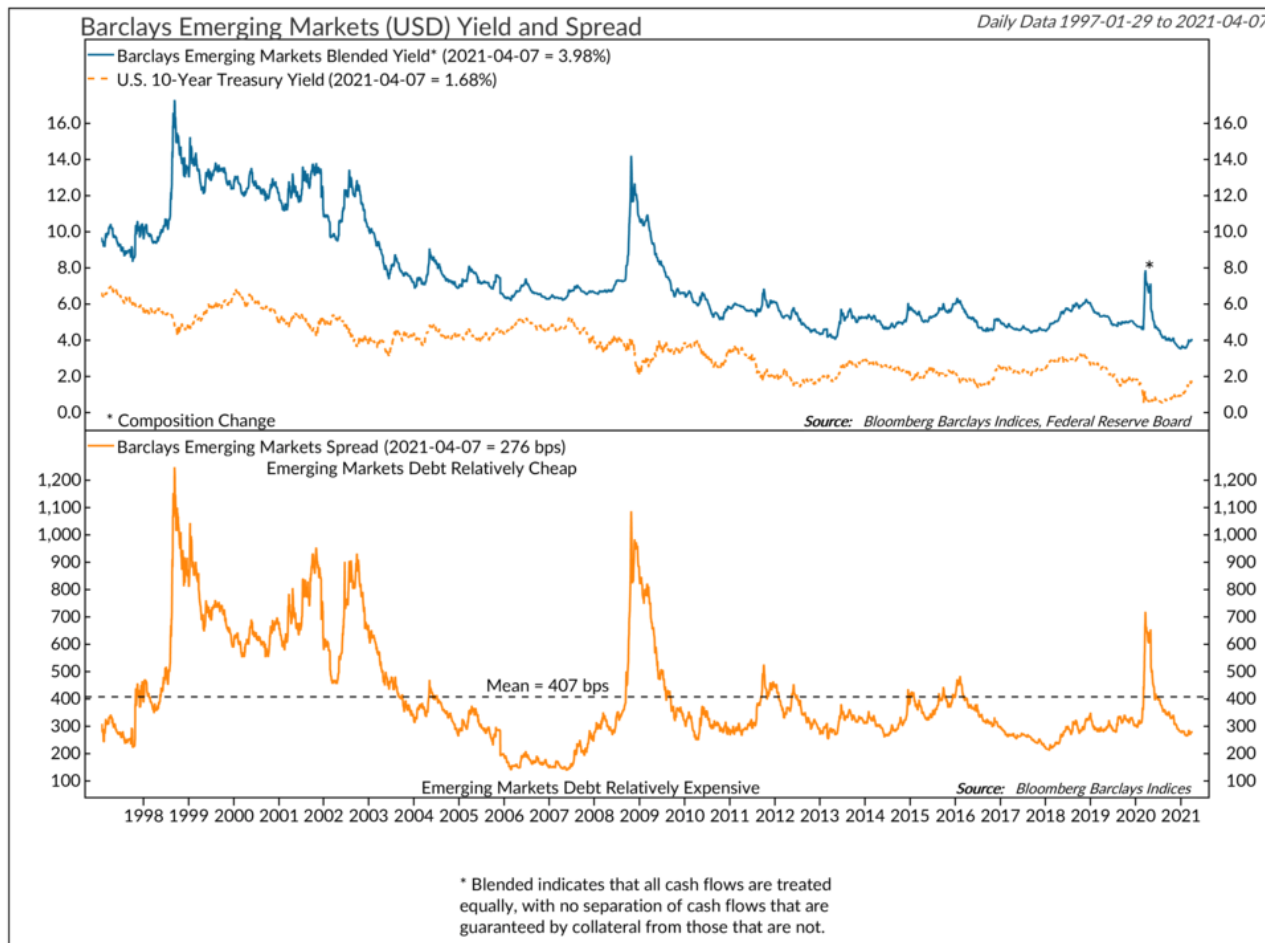
- Llevamos mucho tiempo dudando sobre la rentabilidad del sector bancario, pero defendiendo su solvencia. Con la posible mejora de rentabilidad, la de la solvencia queda fuera de duda.
- Se trata de uno de los pocos activos que continúan pagando una rentabilidad razonable y, a pesar de la fuerte compresión 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.

RENTA FIJA POSITIVOS CON BONOS EMERGENTES



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

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



Fuente: Ned Davis Research

POSITIVOS EN BONOS EMERGENTES

- Los bonos emergentes son de los pocos activos en los que queda algo de carry y en los que pensamos que el riesgo está correctamente remunerado, pero nos centramos en Asia, donde la rentabilidad es menor, pero los fundamentales más favorables.
- 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.
- Se han visto perjudicados por la fortaleza del USD y el repunte de las tires de los bonos del gobierno americano, debilidad del dólar e inestabilidad política en el resto del mundo atraerán capital.

RENTA FIJA

VALORACIÓN DIFERENTES REGIONES E INSTRUMENTOS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

RATES

Market	Rating	10yr Yld	1yr Range	20yr	Breakeven	20yr	Real Yld	20yr	2s10s	20yr	10s30s	20yr	1yr Vol (bp)	20yr	Carry+Roll / Vol	20yr
United States	Aaa	1.74			2.37		-0.63		1.58		0.67		61		0.04	
United Kingdom	Aa3u	0.84			3.56		-2.71		0.75		0.55		52		0.03	
Germany	Aaa	-0.29			1.32		-1.61		0.40		0.55		45		0.03	
Italy	Baa3u	0.67			1.31		-0.64		1.05		0.98		75		n/a	n/a
Spain	Baa1	0.34			1.39		-1.06		0.83		0.93		52		n/a	n/a
Portugal	Baa3	0.22			n/a	n/a	n/a	n/a	0.79		1.03		52		n/a	n/a
Japan	A1	0.09			0.19		-0.10		0.22		0.57		15		0.04	
South Korea	Aa2	2.06			1.20		0.86		1.14		0.10		49		2.34	
Australia	Aaa	1.79			2.09		-0.30		1.70		0.94		73		0.05	
Brazil	Ba2	8.48			5.37		5.86		1.93		n/a	n/a	322		n/a	n/a
Mexico	Baa1	6.84			n/a	n/a	2.97		1.95		0.94		109		2.84	
Indonesia	Baa2	6.76			n/a	n/a	5.23		1.94		0.27		111		4.41	
Russia	Baa3	7.04			n/a	n/a	1.97		1.41		n/a	n/a	120		2.02	
South Africa	Ba2	7.66			6.14		5.04		3.22		1.20		128		3.73	

CREDIT (Spreads)

Market	Rating	Spread	1yr Range	20yr	Hist. Loss	---	Loss-Adj.	20yr	Lev.*	20yr	Cov.*	20yr	1yr Vol. (bp)	20yr	Carry / Vol	20yr
US Inv. Grade	A3	91			0.16%		75		1.8		9.9		52		1.7	
EU Inv. Grade	A3	89			0.17%		73		1.8		10.8		39		2.3	
US High Yield	B1	310			2.30%		80		3.9		4.1		211		1.5	
EU High Yield	Ba3	308			1.59%		149		4.5		3.7		138		2.2	
EM Sovereign*																
Brazil	Ba2	225			0.70%		155						150		1.5	
Mexico	Baa1	114			0.15%		99						121		0.9	
Indonesia	Baa2	89			0.15%		74						165		0.5	
Russia	Baa3	111			0.15%		96						163		0.7	
South Africa	Ba2	237			0.70%		167						148		1.6	

Fuente: Morgan Stanley Research con datos de 31 de marzo de 2021

RENTA FIJA

RESUMEN POSICIONAMIENTO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

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**
 - **NEGATIVOS EN INVESTMENT GRADE.**
 - **POSITIVOS EN GESTIÓN TÁCTICA y FLEXIBLE Y DEUDA SUBORDINADA FINANCIERA**
 - **NEUTRALES EN HIGH YIELD**
 - **POSITIVOS EN EMERGENTES EN ASIA**



5. b.

RENTA VARIABLE

RENDA VARIABLE VALORACIONES EXIGENTES, NO EXCESIVAS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

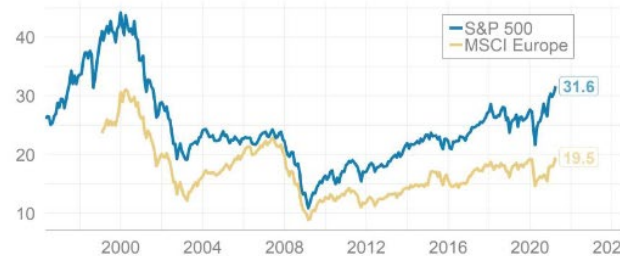
EVOLUCIÓN DE DIFERENTES RATIOS DE VALORACIÓN DE LAS BOLSAS

Forward Price/Earnings



As of: 2021-03-31

Cyclically Adjusted P/E

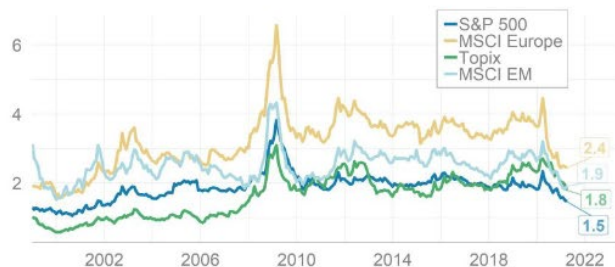


As of: 2021-03-31

Source: Datastream, IBES, Morgan Stanley Research

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Dividend Yield (%)



Price/Book



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

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

VALORACIÓN POR REGIONES Y SECTORES



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

Index	Level	1yr Range	Forward		Trailing						Composite Value			
			Fwd P/E	20y Z-Score	P/E	20y Z-Score	P/B	20y Z-Score	P/S	20y Z-Score	Div Yield	20y Z-Score	vs. ACWI	20yr Range
MSCI ACWI	673		19.4		28.1		2.9		2.2		1.7		n/a	
S&P 500	3,973		22.0		32.4		4.3		3.0		1.5		133%	
MSCI Europe	1,726		17.0		24.4		2.0		1.6		2.2		80%	
EuroStoxx 50	3,919		18.1		55.9		2.1		1.7		2.0		84%	
CAC 40	6,067		17.3		55.0		1.8		1.4		1.7		77%	
DAX 30	15,008		15.7		49.5		1.9		1.2		2.3		74%	
FTSE 100	6,714		13.9		93.1		1.8		1.3		3.4		68%	
FTSE MIB (Italy)	24,649		14.4		47.6		1.3		0.9		2.7		60%	
Swiss Market Index	11,047		17.8		24.8		3.0		2.8		2.9		99%	
TOPIX	1,954		17.1		30.5		1.4		1.0		1.8		68%	
Hang Seng	28,378		14.3		14.7		1.2		2.1		2.4		58%	
MSCI Australia	1,334		17.5		26.7		2.2		2.7		2.8		84%	
MSCI EM	1,316		15.1		22.2		2.1		1.8		1.9		76%	
Brazil	1,669		9.6		22.2		2.3		1.8		2.2		65%	
China	108		16.1		19.7		2.3		2.2		1.4		82%	
India	1,680		22.8		38.1		3.4		2.7		0.9		119%	
Korea	973		13.5		25.1		1.4		1.1		1.5		60%	
Mexico	4,754		14.6		26.0		2.2		1.4		1.9		77%	
Russia	701		7.6		16.8		1.1		1.5		5.2		38%	
S&P Fins.	566		14.8		19.2		1.5		2.6		1.8		65%	
EU Fins.	88		10.9		125.6		0.6		1.4		0.6		38%	
US Growth	8,560		34.1		47.9		11.4		6.4		0.4		288%	
US Value	3,098		17.7		25.7		2.9		2.1		2.3		96%	
EU Growth	171		26.4		35.7		4.5		2.9		1.3		146%	
EU Value	111		13.4		18.9		1.4		1.1		3.1		58%	
US Large Cap	2,665		22.9		32.1		4.7		3.2		1.5		142%	
US Small Cap	1,319		22.4		65.7		2.3		1.3		1.2		99%	
EU Large Cap	983		16.8		23.3		2.0		1.6		2.4		79%	
EU Small Cap	451		21.1		34.5		1.8		1.3		1.6		87%	

Fuente: Morgan Stanley Research con datos de 31 de marzo de 2021

RENTA VARIABLE

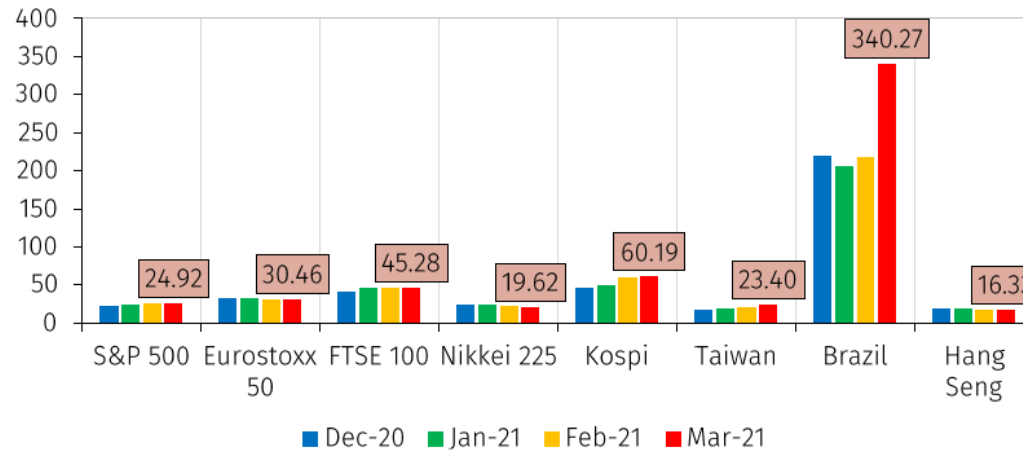
LOS BENEFICIOS SOPORTARÁN LAS BOLSAS



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO DE BENEFICIOS PARA 2021

2021 EPS Growth Forecast (%)



	Dec-20			Jan-21			Feb-21			Mar-21		
	2020	2021	2022	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
S&P 500	-14.52	21.76	16.73	22.47	16.29	10.69	24.18	15.43	12.53	24.92	15.40	9.72
Eurostoxx 50	-33.41	31.66	17.86	32.69	17.26	9.11	30.23	17.12	10.22	30.46	16.57	10.17
FTSE 100	-41.72	40.96	17.71	44.53	15.80	8.43	44.52	15.59	8.20	45.28	14.18	9.14
Nikkei 225	-18.17	23.24	15.96	23.87	15.73	12.83	21.80	14.73	12.72	19.62	10.85	12.92
Kospi	21.17	45.55	18.99	48.09	20.51		58.65	19.27	6.93	60.19	20.07	12.15
Taiwan	13.01	16.64	10.43	17.89	10.60		20.16	9.83		23.40	8.78	-5.97
Brazil	-52.49	218.97	8.95	205.31	9.01	14.47	217.15	2.23	20.26	340.27	3.54	16.74
Hang Seng	-18.83	17.71	15.84	17.25	15.21	-14.37	15.93	15.35	-18.09	16.33	15.01	-16.40

Fuente: EFG Asset Management

PERSPECTIVAS MUY
POSITIVAS PARA LOS
BENEFICIOS EMPRESARIALES

- Tras la fuerte contracción de beneficios de 2020, los beneficios empresariales crecerá a tasas de entre el 25% y el 45% para los principales índices.
- Como reflejamos en la primera página de la sección de Asset Allocation, en esta fase intermedia del ciclo, históricamente se da cierta compresión de múltiplos y debemos contemplar la subida de las bolsas del año pasado sin beneficios empresariales, pero hay mucho margen para que las bolsas suban si no hay un factor exógeno que desemboque en una brusca corrección del múltiplo pagado.

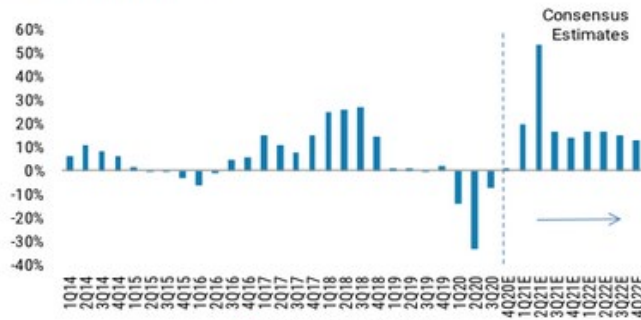
RENTA VARIABLE

LOS BENEFICIOS DEL S&P DE UN VISTAZO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

CRECIMIENTO ANUAL DE BENEFICIOS



BPA PRÓXIMOS 12 MESES VS. S&P



PROFUNDIDAD DE LAS REVISIONES DE BENEFICIOS



US LEADING INDICATOR



PERSPECTIVAS FAVORABLES A LOS BENEFICIOS DEL S&P500

- El crecimiento anual de beneficios se desacelerará cuando pase la comparación con el año de la pandemia, pero es aún muy positivo.
- El comportamiento del S&P 500 se explica por el BPA de los próximos 12 meses. No ha existido la desconexión entre la economía y los mercados.
- Las revisiones de beneficios siguen al alza, aunque mejora a menor ritmo al que lo venían haciendo.

Fuente: Morgan Stanley Research

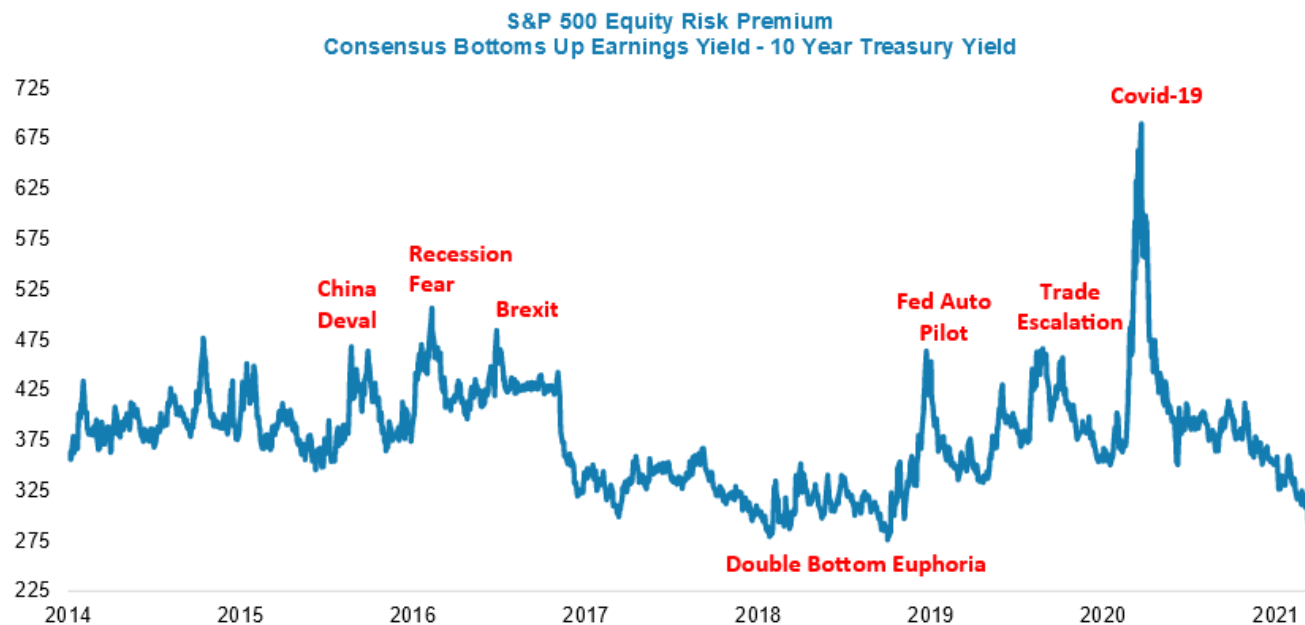
RENTA VARIABLE

EL RIESGO DE LA RV ESTÁ PEOR REMUNERADO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

PRIMA DE RIESGO DEL S&P 500
(Earnings Yield del consenso – TIR bono a 10 años)



Fuente: Morgan Stanley Research a 25 de marzo de 2021

EL RIESGO DE LA RENTA VARIABLE ESTÁ PEOR REMUNERADO

- El riesgo de la renta variable está peor remunerado de lo que estaba hace un año, pero sigue siendo la mejor alternativa.
- La prima de riesgo entendida como el cociente entre los beneficios y precio, ha caído notablemente y el gráfico muestra ese dato, menos los tipos de interés.
- Con tipos de interés al alza, beneficios a la baja y precios al alza, podría parecer que las perspectivas de la renta variable son poco atractivas.
- Con...
 - Mayor estabilidad de los tipos de interés (posiblemente)
 - Beneficios empresariales al alza (con certeza en 2021).
- ... la prima de riesgo pronto será atractiva o los precios de las acciones habrán subido.

RENDA VARIABLE

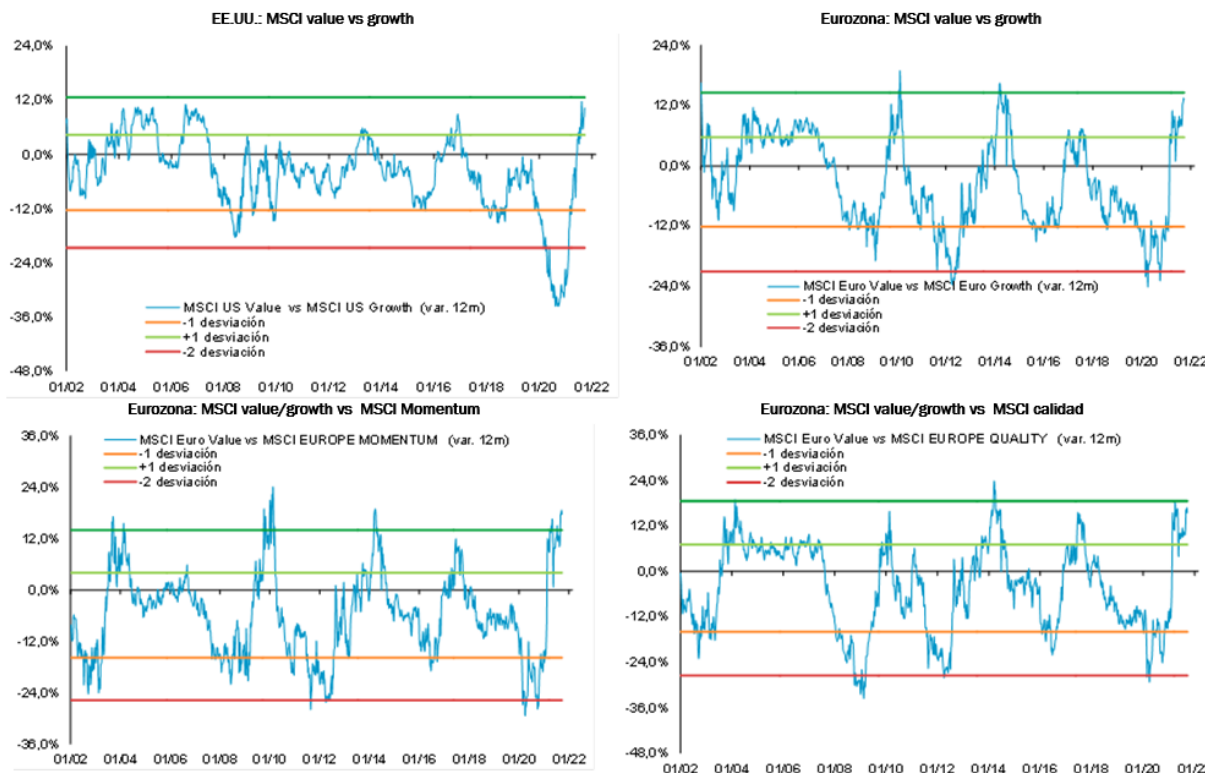
VALUE vs GROWTH ALGO AGOTADO DE C/P



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

EVOLUCIÓN RELATIVA MSCI EURO VALUE VS. GROWTH
(variación 12 meses)

NO TOCA CORRER
DETRÁS DEL TORO



Fuente: Banco Sabadell Análisis

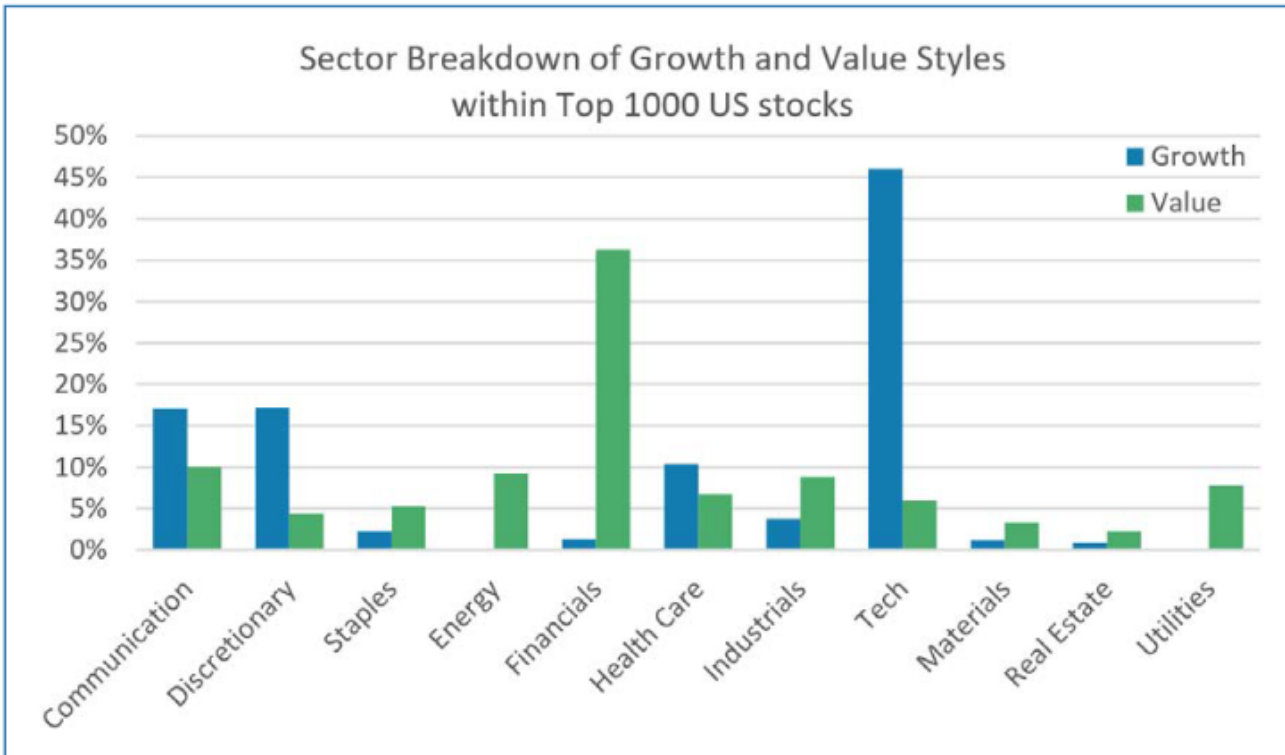
- Si bien el ciclo continuará y estratégicamente queda valor en acciones cíclicas de forma selectiva, la reacción de los últimos meses ha sido excesiva y tácticamente nos mantenemos algo más neutrales.

RENDA VARIABLE VALUE vs GROWTH



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

PESOS SECTORIALES EN EL S&P500 DE ÍNDICES VALUE Y GROWTH



Fuente: Morgan Stanley Research

VALUE VS. GROWTH EN EE.UU. ES FINANCIERAS CONTRA TECNOLOGÍA

- En la bolsa estadounidense, la diferencia entre el estilo Value y el estilo Growth, se explica fundamentalmente por la composición sectorial del índice y el peso relativo de financieras frente a tecnológicas.
- Las acciones bancarias han sido uno de los principales beneficiarios de la rotación de valores.
- Existen argumentos para que esa tendencia positiva pueda continuar: rendimientos reales en aumento (dudamos sobre este punto) una curva de tipos con mayor pendiente, valoraciones atractivas, perspectivas de ganancias y estimaciones de beneficios y posicionamiento de los inversores.

RENTA VARIABLE CALIDAD PARA LA PARTE MEDIA DEL CICLO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

RELATIVO ACCIONES DE MAYOR CALIDAD FRENTE A MENOR CALIDAD



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research.

Note: The index above shows an equal notional pair, rebalanced daily, on the top/bottom 15% of the Russell 3000 based on typical Quality measures like ROE and fundamental volatility.

ACCIONES DE BAJA CALIDAD SE HAN COMPORTADO EXCESIVAMENTE BIEN

- Un ciclo económico "más intenso pero más corto" tiene implicaciones para la asignación de activos así como para la construcción de carteras de renta variable.
- Es probable que salgamos del liderazgo del ciclo inicial hacia el ciclo intermedio, lo que debería venir acompañado de un buen comportamiento del factor calidad.
- Históricamente, con importancia estadística, el desempeño superior de Quality tiende a producirse con tasas de cambio más lentas en la inflación, los ingresos personales, los PMI y el PIB, todos los cuales podrían ver una desaceleración en sus tasas Y / Y y Q / Q de cambio al 2T21, todo ello consistente con "seguir subiendo, pero cambiando de marcha".

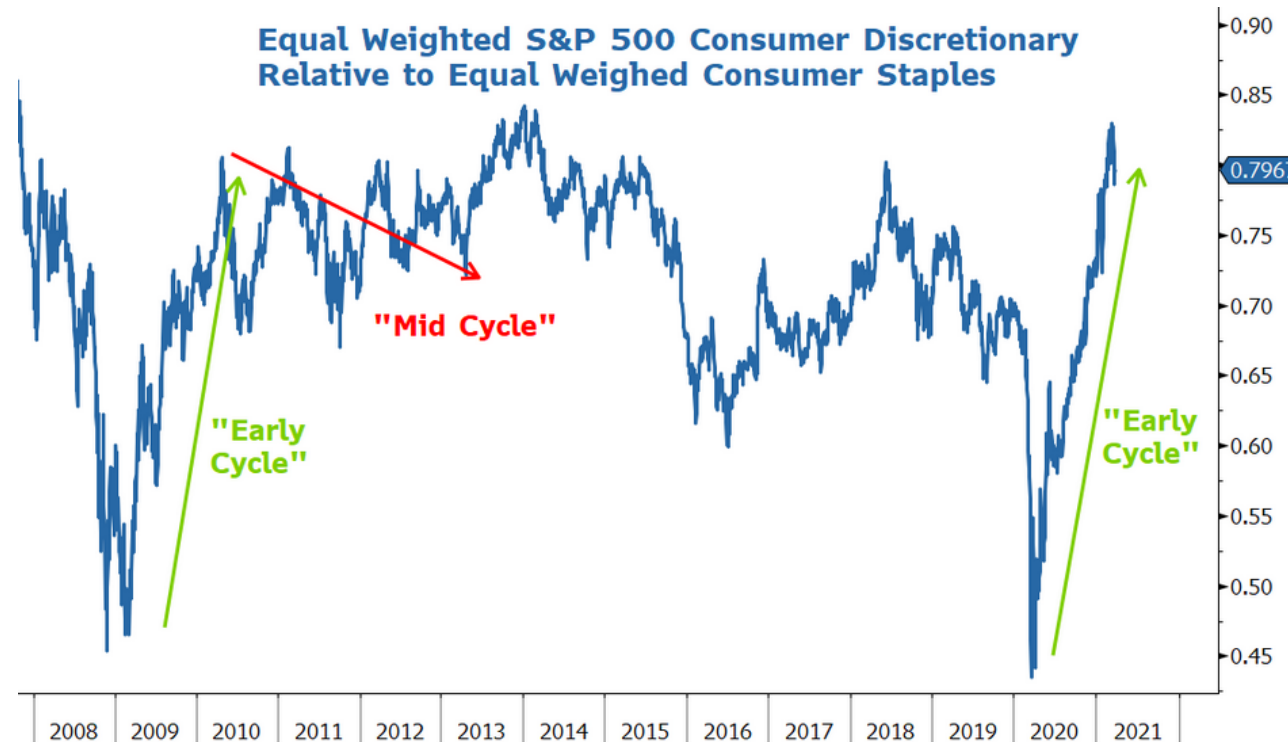
RENTA VARIABLE

ACCIONES DE CONSUMO EN DIF. FASES DEL CICLO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

COMPORTAMIENTO BURSÁTIL DEL CONSUMO DISCRECIONAL FRENTE AL CONSUMO ESTABLE



¿ROTACIÓN EN CONSUMO?

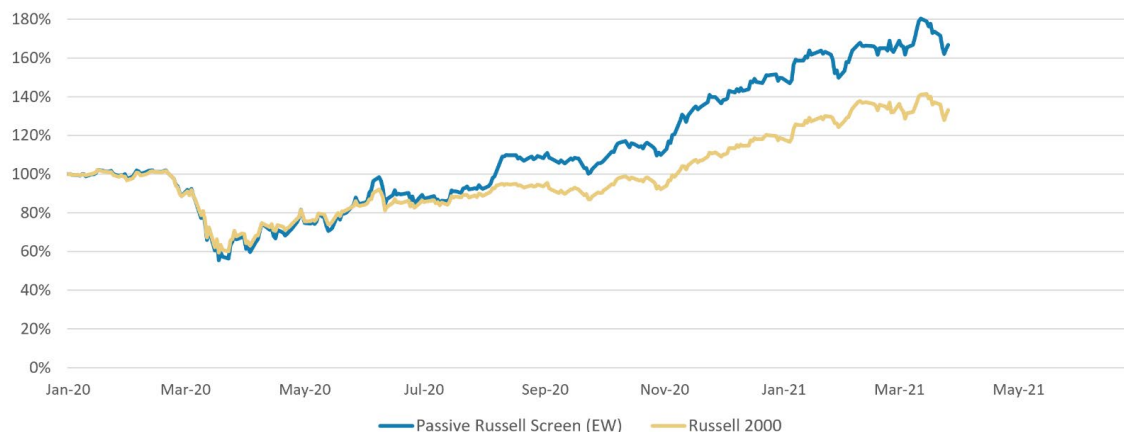
- Si termina la fase temprana del ciclo y pasamos a la fase intermedia, será una oportunidad de compra para consumo estable.
- El consumo discrecional se ha quedado muy rezagado en la recuperación y es uno de esos sectores en los que difícilmente se alcanzan valoraciones atractivas, pero el precio pagado por la calidad y la visibilidad de los beneficios se justifican.

RENTA VARIABLE LLEGA LA HORA DE LA GESTIÓN ACTIVA

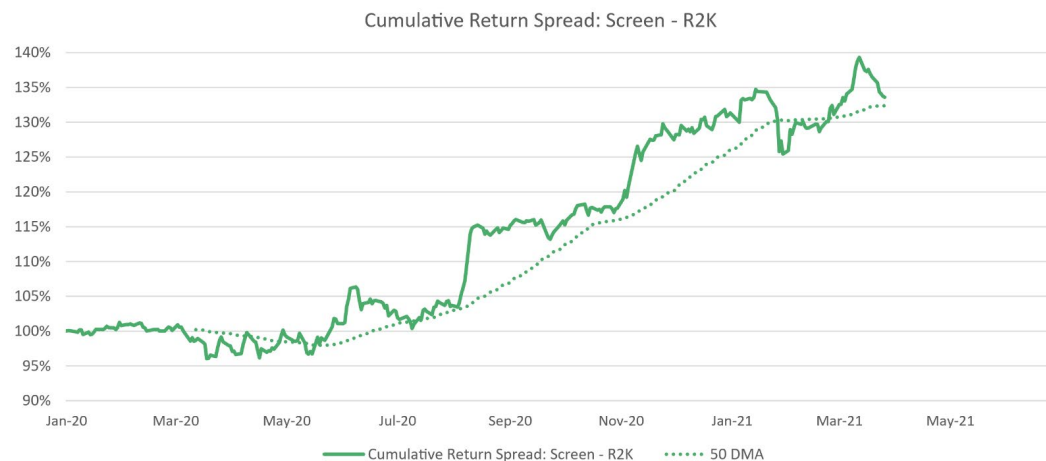


2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

RETORNO ACUMULADO MEJOR PARA LA GESTIÓN PASIVA...



... PERO LA DIFERENCIA ACUMULADA SE VA ESTRECHANDO



LLEGA LA HORA DE GESTIÓN ACTIVA

- Apoyada en los grandes flujos de entrada y las inyecciones masivas a los ciudadanos estadounidenses, que tienen a comprar ETF de renta variable, la gestión pasiva en general, acumula mejores rentabilidades que la activa en el pasado reciente.
- Esta tendencia ha comenzado a darse la vuelta y es pronto para sacar grandes conclusiones pero, en un ciclo, tanto económico como bursátil, menos explosivo al alza, la divergencia entre compañías aumenta y las oportunidades para añadir valor con la gestión activa también.
- Uno de los grandes retos a los que se ha enfrentado la gestión activa ha sido el liderazgo de unas compañías con grandes pesos en los índices.

Fuente: Morgan Stanley Research

RENTA VARIABLE: POSITIVOS

RESUMEN POSICIONAMIENTO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

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 la recuperación de los sectores más cíclicos ha sido explosiva, pero la valoración de los ganadores del covid es aún exigente. Somos compradores de cíclicos estratégicamente, pero tácticamente más cautos.



5. c.

OTROS ACTIVOS

DÓLAR

SOBREVALORADO PERO DEFENSIVO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DÓLAR



Fuente: Bloomberg

FIN DEL CICLO ALCISTA DEL DÓLAR

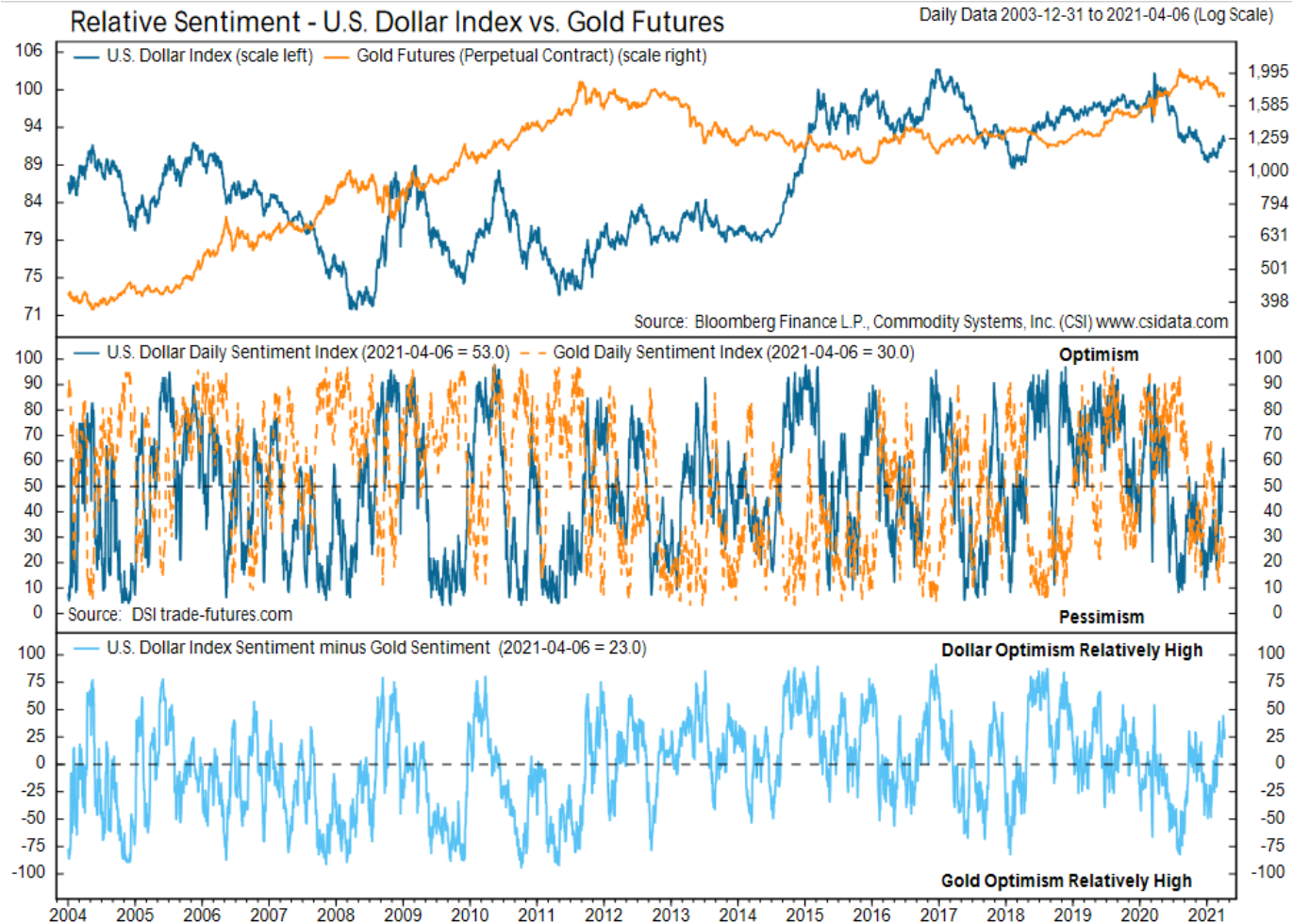
- Como ha ocurrido con todos los activos defensivos, la crisis había llevado al dólar a estar caro desde diferentes puntos de vista, pero ha corregido gran parte de ese recorrido contra el euro.
- La valoración, junto con la fuerte caída del carry asociado a la divisa estadounidense y los recortes de 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 euro.
- 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



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

Evolución precio del lingote de oro



OPTIMISTAS EN ORO Y METALES PRECIOSOS

- 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.
- La subida de los tipos de interés en EE.UU. y fortaleza del oro han lastrado el precio del metal precioso, pero con esos movimientos ya ofreciendo síntomas de agotamiento, surge una excelente oportunidad de entrada en el oro.
- El sentimiento actual es extremadamente pesimista sobre el oro y optimista sobre el dólar.

OTROS ACTIVOS: RESUMEN POSICIONAMIENTO



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

MATERIAS PRIMAS

- **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



2T21- Seguimos subiendo,
cambiamos de marcha

	ASSET ALLOCATION TÁCTICO					ASSET ALLOCATION ESTRATÉGICO				
	3 meses					12 meses				
	-			+	=	-			+	=
Renta Variable					=					=
Europa					=					=
EEUU					=					=
Emergentes					=					=
Europa vs. EEUU					=					=
Emerg. Vs. Desarrollados					=					=
Growth Vs. Value					=					=
Large vs. Small					=					=
Cíclicos vs. Defensivos					+					+
Renta Fija					-					+
Deuda Soberana					=					+
EEUU					=					+
Alemania					=					=
Periféricos					=					=
Deuda Corporativa					-					-
Investment Grade					-					-
High Yield					=					=
Deuda Suordinada Financ.					=					=
Bonos Emergentes										
Divisa fuerte										
Divisa Local										
Otros activos					+					+
Dólar										
Divisas Emergentes										
Alt. no correlacionados										
Alternativos tendenciales					+					+

POSICIONAMIENTO Y CAMBIOS EN EL TRIMESTRE

- Vamos poco a poco rotando las carteras hacia sectores más cíclicos, aunque ya se ha hecho una parte grande de camino en el mercado.
- Tácticamente nos parece pronto pero, tras la subida de la rentabilidad de los bonos, especialmente, del gobierno de EE.UU., puede comenzar a ser interesante comenzar a tomar posiciones estratégicas para los próximos años.
- El estrechamiento de los diferenciales de crédito, junto con un mayor riesgo de subida de tipos, nos hace dar un paso más hacia la cautela en crédito investment grade, donde el riesgo asumido no está correctamente remunerado.
- Tomamos posiciones en gestión alternativa tendencial, especialmente en fondos con una gestión activa de su exposición a renta variable, sustituyendo a inversiones puras de bolsa.

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

LEÓN

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

LOGROÑO

C/ Muro de la Mata 5 4ºD
26001 Logroño
94 156 00 77

MADRID

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

PAMPLONA

C/ Cortes de Navarra, 5,
3ºD
31002 Pamplona

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

LUXEMBURGO

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