a&g EFG International
Somos Banqueros Privados

Complacencia racional

Estrategia de inversión & Asset Allocation 3T21

Julio 2021

ÍNDICE

Complacencia racional

1. **Entorno económico:**
   a. Previsiones económicas
   b. ¿Dónde estamos en el ciclo económico?
   c. Divergencias en la recuperación
   d. La macro sigue batiendo expectativas
   e. Expectativas de crecimiento de BPA justificadas
   f. Buenas perspectivas para el consumo
   g. Deuda: la secuela más duradera del covid-19
2. **La clave de mercado: ¿inflación temporal o permanente?**
3. **¿Potencial de mejora o estamos en pico?**
4. **Evolución de los mercados en el 1S 2021**
5. **Asset Allocation**
   a. Renta Fija
   b. Renta Variable
   c. Otros activos
6. **Resumen de nuestro posicionamiento**

1.

ENTORNO ECONÓMICO

ENTORNO ECONÓMICO
COMPLACENCIA RACIONAL

- **La fuerte recuperación económica esperada para 2021 ha continuado ganando tracción, con constantes revisiones al alza de las estimaciones iniciales.**
- **La FED confirma la siguiente fase, poniendo la retirada de estímulos en la agenda.**
- Completada la recuperación en "V", característica de la fase inicial del ciclo, **pasamos a la fase intermedia, menos vertical en la subida pero más larga en el tiempo.**
- Se comienza a hablar de **pico en valoraciones, beneficios, márgenes, crecimiento, estímulos monetarios y fiscales…** Si todo eso ocurriera, sería **también con pico de contagios, de inflación y de cuellos de botella en la cadena de producción.**
- **El tapering no es el riesgo, sino un posible error de política monetaria**, estrangulando una economía que no pueda permitírselo.
- **Desequilibrios previsibles consecuencia de "apagar y reiniciar el mundo".**
- **La secuela más duradera del Covid-19 será la deuda** (280% PIB). Después de la fuerte recuperación inicial, **esperamos un ciclo alcista menos largo y menos intenso que ciclos anteriores.**

ENTORNO ECONÓMICO
PREVISIONES ECONÓMICAS - FMI

- En la primera semana de abril, el FMI revisó al alza por tercera vez en siete meses sus estimaciones de crecimiento para la economía global.
- El FMI espera un crecimiento del PIB Global del 6% en 2021 y del 4,4% en 2022, lo que implica revisiones al alza del +0,5% y +0,2%, respectivamente.
- El 30 de junio, volvió a revisar el dato de EE.UU. para 2021, incluyendo el plan de gasto de Biden, hasta el +7%.

EVOLUCIÓN DE LAS PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL FMI

		Projections		Difference from January 2021 WEO *Update*[1]		Difference from October 2020 WEO[1]	
	2020	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~~-7%	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

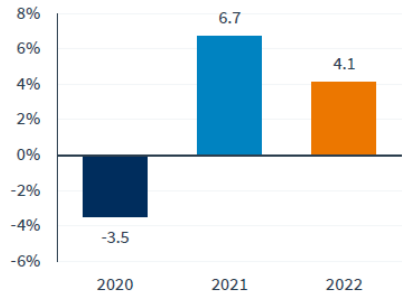
Fuente: FMI

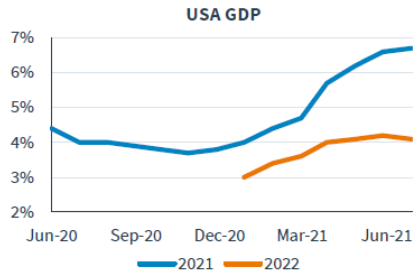
PREVISIONES ECONÓMICAS DEL FMI

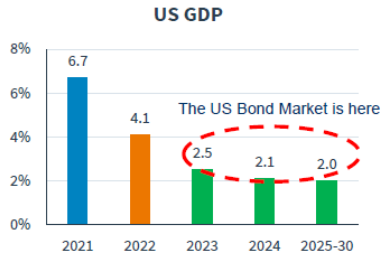
- En su informe semestral de previsiones económicas mundiales, que el FMI tituló "gestionando recuperaciones divergentes", revisó al alza su estimación del PIB global hasta el +6,0% para 2021 y el +4,4% para 2022.
- Con esas tasas de crecimiento, en verano de 2021 se habrá recuperado el nivel de actividad 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.

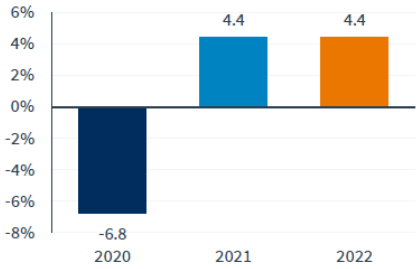
ENTORNO ECONÓMICO
PREVISIONES ECONÓMICAS - CONSENSO

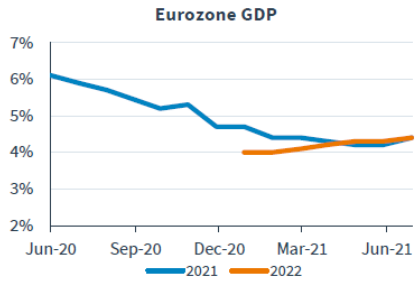
DATOS DE CONSENSO DE PIB DE EE.UU. Y LA EUROZONA

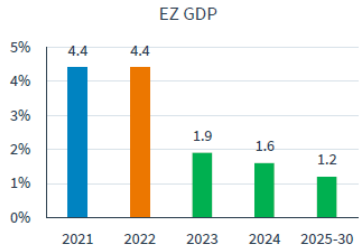












Fuente: Kepler Cheuvreux

2021 GRAN EXPANSIÓN, 2022 CONSOLIDACIÓN, 2023 NORMALIZACIÓN

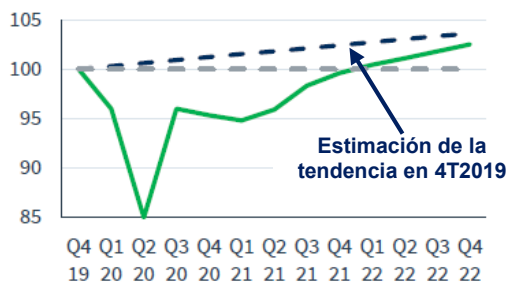
- El consenso de economistas tiene unas estimaciones más actualizadas que las del FMI, con la excepción de EE.UU., donde el organismo internacional revisó sus previsiones recientemente.
- En los últimos meses, se ha anticipado ligeramente la recuperación, esperando mejores datos de actividad económica en 2021, a cambio de ligeros recortes en 2022.
- En Europa, el consenso está por encima del FMI para 2022.
- La normalización comienza en 2023, cuando esperamos que la economía vuelva a esa situación de bajo crecimiento en la que lleva años inmersa, pero aún en expansión.

ENTORNO ECONÓMICO
¿DÓNDE ESTAMOS EN EL CICLO ECONÓMICO?

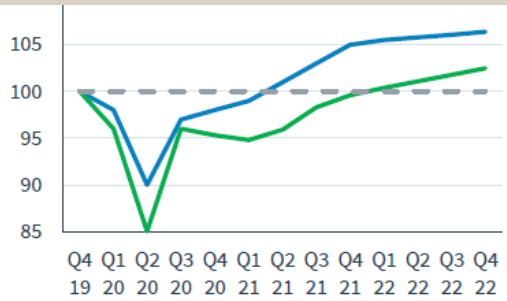
TODOS HAN COMPLETADO LA RECUPERACIÓN EN V.
SÓLO EE.UU. HA RECUPERADO LA TENDENCIA PREPANDEMIA

PIB EE.UU.

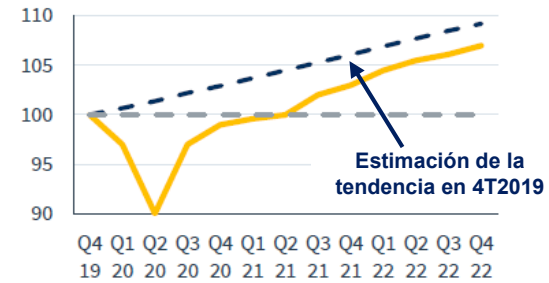
PIB EUROZONA



PIB EUROPA Y EE.UU.



PIB GLOBAL



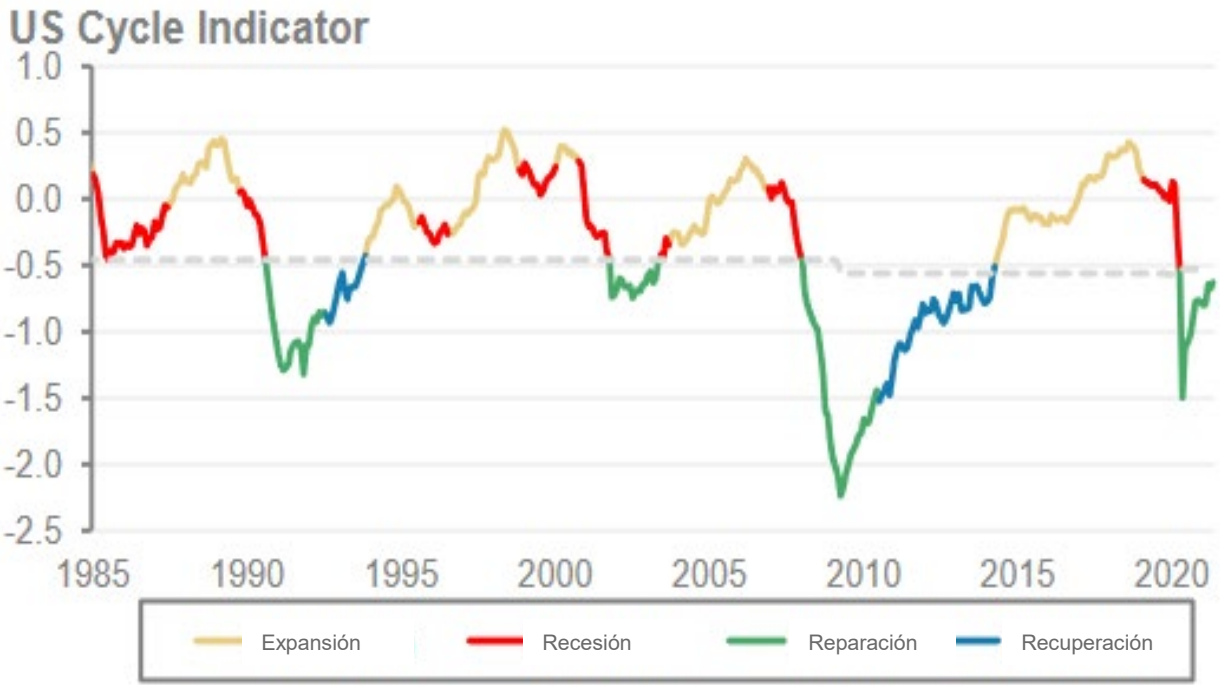
Fuente: Kepler Cheuvreux

RECUPERADO EL NIVEL DE PIB, FALTA RECUPERAR LA TENDENCIA PREPANDEMIA

- En casi la totalidad de los casos, el PIB recuperará los niveles anteriores a la pandemia entre el segundo y tercer trimestre de este ejercicio.
- En cualquier caso, el año y medio perdido deja a la economía global aún por debajo de su tendencia de crecimiento pre pandemia.
- La recuperación de los países desarrollados ha sido liderada por EE.UU. Que, según el consenso de analistas, recuperará esa tendencia ya en 2021.
- A nivel global, esa recuperación queda más lejos y está por ver que se cierre ese diferencial en el crecimiento esperado antes de 2023.

ENTORNO ECONÓMICO
¿DÓNDE ESTAMOS EN EL CICLO ECONÓMICO?

EVOLUCIÓN DEL CICLO ECONÓMICO DE EE.UU.



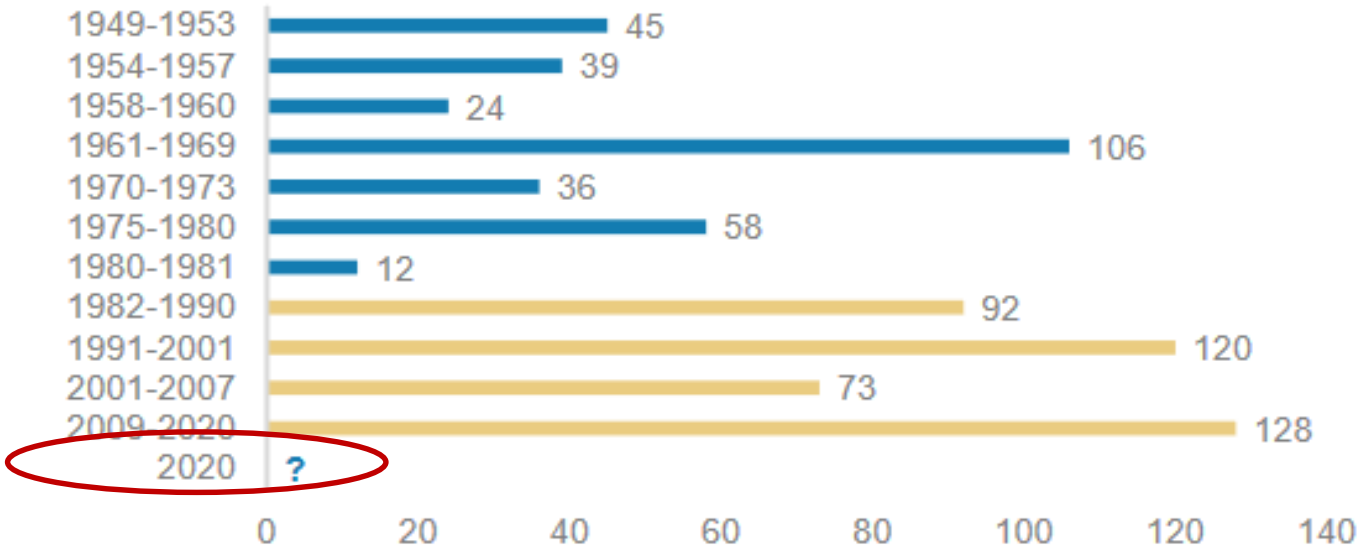
Fuente: Morgan Stanley Research

FASE DE REPARACIÓN AVANZADA HACIA LA EXPANSIÓN EN EE.UU.

- El indicador del ciclo americano de Morgan Stanley está en la fase temprana del ciclo (reparación) en la que los datos están por debajo de la tendencia y cayendo, pero esperan que pase la “recuperación” de la fase intermedia del ciclo en los próximos meses.
- 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
¿DÓNDE ESTAMOS EN EL CICLO ECONÓMICO?

DURACIÓN DE LOS CICLOS ECONÓMICOS EXPANSIVOS
(Meses de valle a pico)



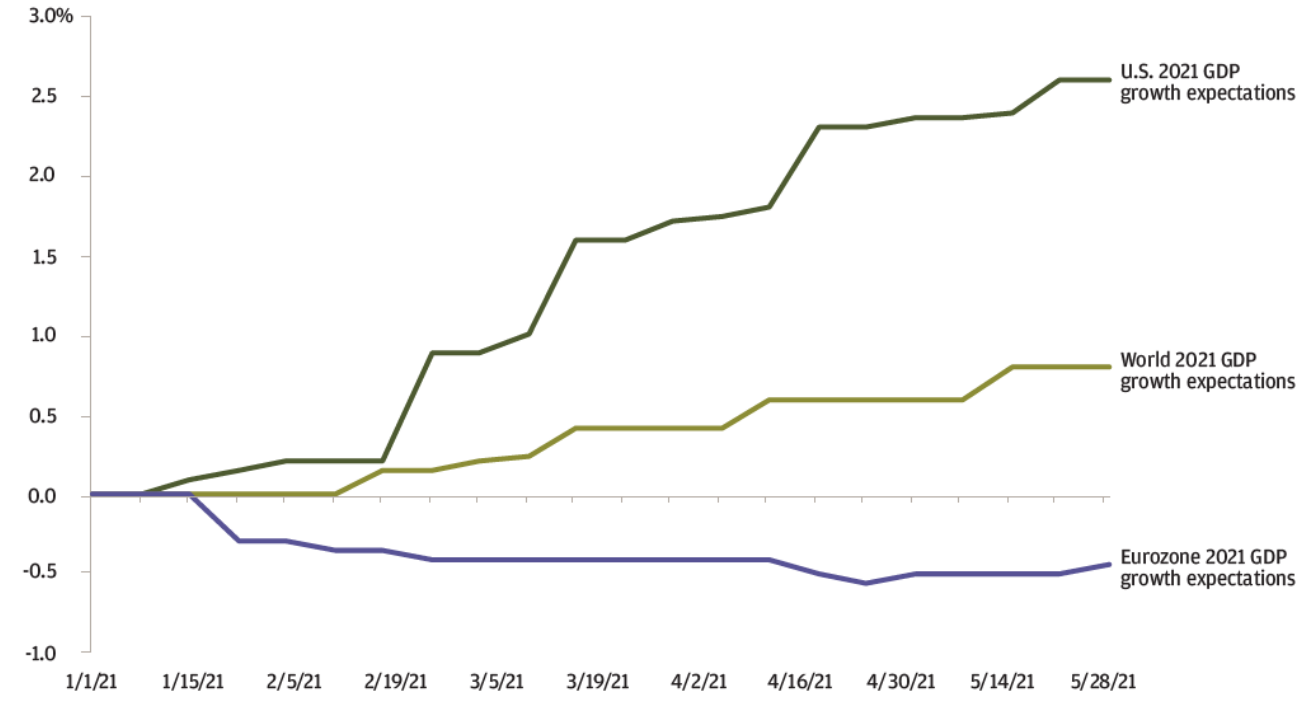
Fuente: Morgan Stanley Research

PRONTO PARA EL FINAL DE CICLO

- Como hemos expuesto en anteriores informes, pensamos que el ciclo actual será más corto y menos intenso que ciclos anteriores, pero ¿qué implica eso?
- En términos históricos, los últimos 4 ciclos expansivos han sido bastante más largos que los anteriores.
- No creemos que el ciclo esté cerca de su final, sino en la fase intermedia. El ciclo expansivo comenzó en el 3T de 2020 y sólo la expansión de 1980-1981 ha durado menos de 2 años.

ENTORNO ECONÓMICO
DIVERGENCIAS EN LA RECUPERACIÓN

GRANDES DIVERGENCEIAS EN LA RECUPERACIÓN



Source: Bloomberg Finance L.P. May 31, 2021.

Fuente: JP Morgan

ESPERAMOS UNA REDUCCIÓN DE LAS DIVERGENCIAS

- Esperamos que EE.UU. sea el motor de crecimiento durante los próximos meses, pero se irá incorporando el resto.
- La economía china ya se ha recuperado por completo de la crisis de COVID-19, y el crecimiento del PIB parece estar listo para volver a las tasas de tendencia más cercanas al 6% a finales de año.
- El éxito chino en la contención del virus resta importancia al proceso de vacunación masiva, pero mantienen el objetivo de tener inmunizado al 70% de la población a finales de 2021.
- En Europa, la vacunación comenzó más lenta, pero ya se han eliminado muchas restricciones a la movilidad.
- Aunque algunos datos concretos siguen deprimidos, los indicadores adelantados señalan a un optimismo justificado y los políticos y bancos centrales parecen comprometidos con no retirar estímulos de forma prematura, como ocurrió en crisis anteriores.

ENTORNO ECONÓMICO
LA MACRO SIGUE BATIENDO EXPECTATIVAS

ÍNDICE GLOBAL DE SORPRESAS ECONÓMICAS DE CITIGROUP

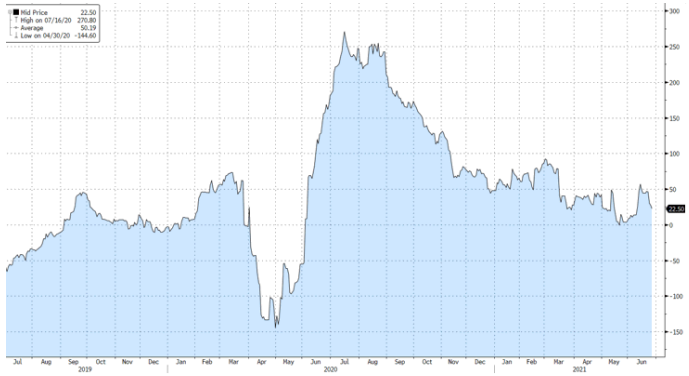
Fuente: Bloomberg

ÍNDICE SORPRESAS ECONÓMICAS AÚN MUY POSITIVO

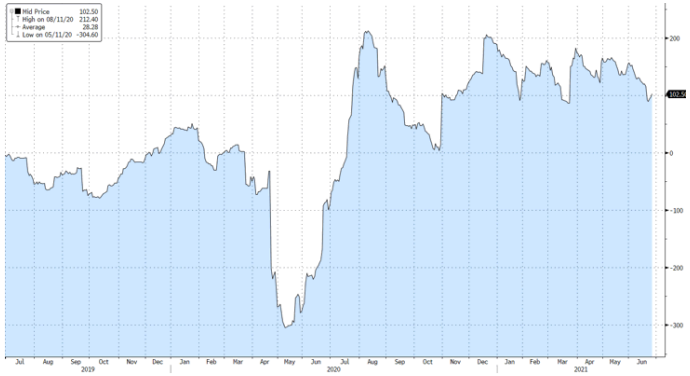
- El índice de sorpresas económicas de Citigroup mide las sorpresas de los datos económicos publicados respecto de las expectativas de Mercado. Una lectura positiva significa que los datos están siendo mejores de lo esperado y viceversa.
- A nivel global, dicho índice ha corregido desde sus niveles máximos, pero continúa situándose en terreno positivo y niveles muy altos (70).
- 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 se comienza a hablar de pico de crecimiento.

ENTORNO ECONÓMICO
LA MACRO SIGUE BATIENDO EXPECTATIVAS

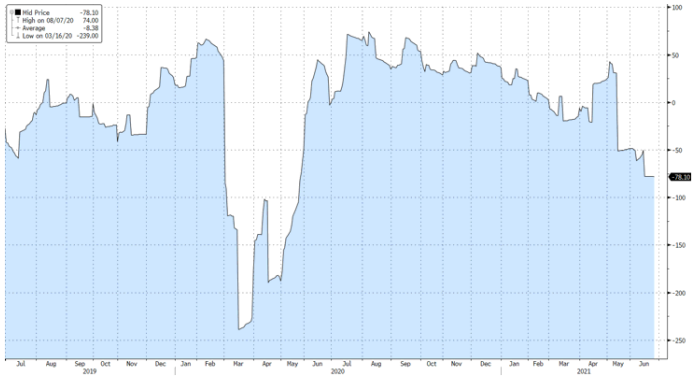
I.S.E. DE CITIGROUP PARA EE.UU.



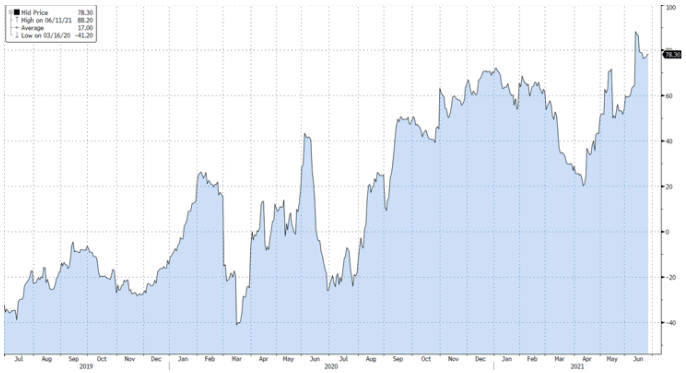
I.S.E. DE CITIGROUP PARA EUROZONA



I.S.E. DE CITIGROUP PARA CHINA



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



Fuente: Bloomberg

INDICE SORPRESAS ECONÓMICAS AÚN MUY POSITIVO

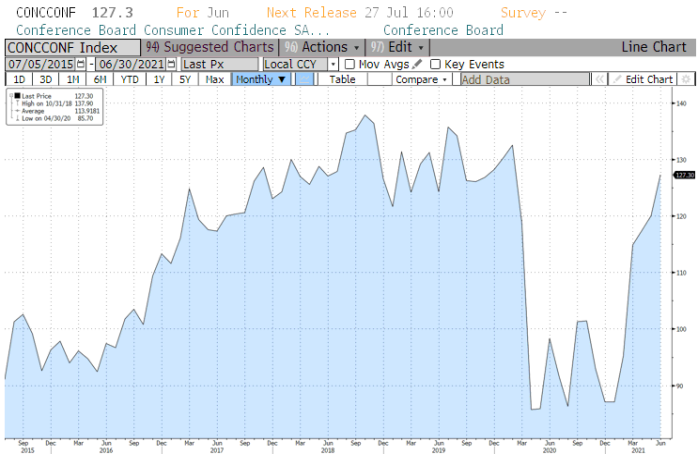
- Diferenciando entre regiones, en EE.UU. donde las expectativas eran muy altas, el índice de sorpresas económicas está muy por debajo del global, pero aún en positivo, lo que implica que los datos que vamos conociendo, continúan batiendo las expectativas del consenso.

- En lo que a sorpresas económicas se refiere, China ha sido la gran decepción. Los datos conocidos están siendo buenos, pero por detrás de las estimaciones. Surgen dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación pero, en nuestra opinión, China simplemente continúa con la transición ordenada de su modelo económico, al margen de alguna disrupción de corto plazo en la cadena de suministro, que ha lastrado los datos más recientes.

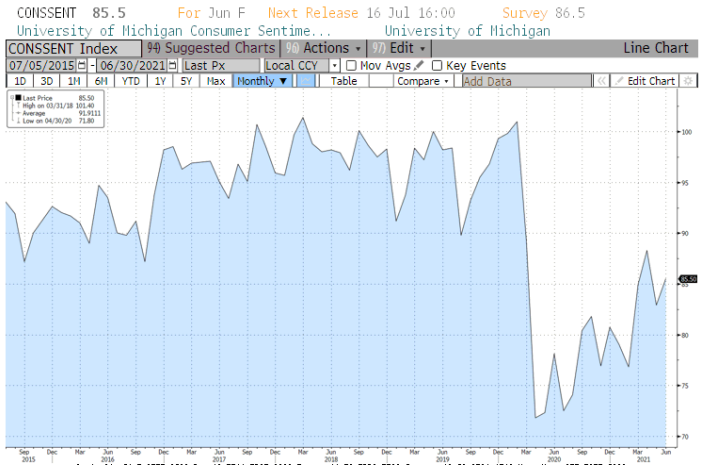
- La región en la que se esperaba peor desempeño económico es donde las sorpresas son más favorables: Europa.

ENTORNO ECONÓMICO
BUENAS PERSPECTIVAS PARA EL CONSUMO

CONFIANZA DEL CONSUMIDOR DEL CONF. BOARD



CONNFIANZA DEL CONSUMIDOR UNIV. MICHIGAN



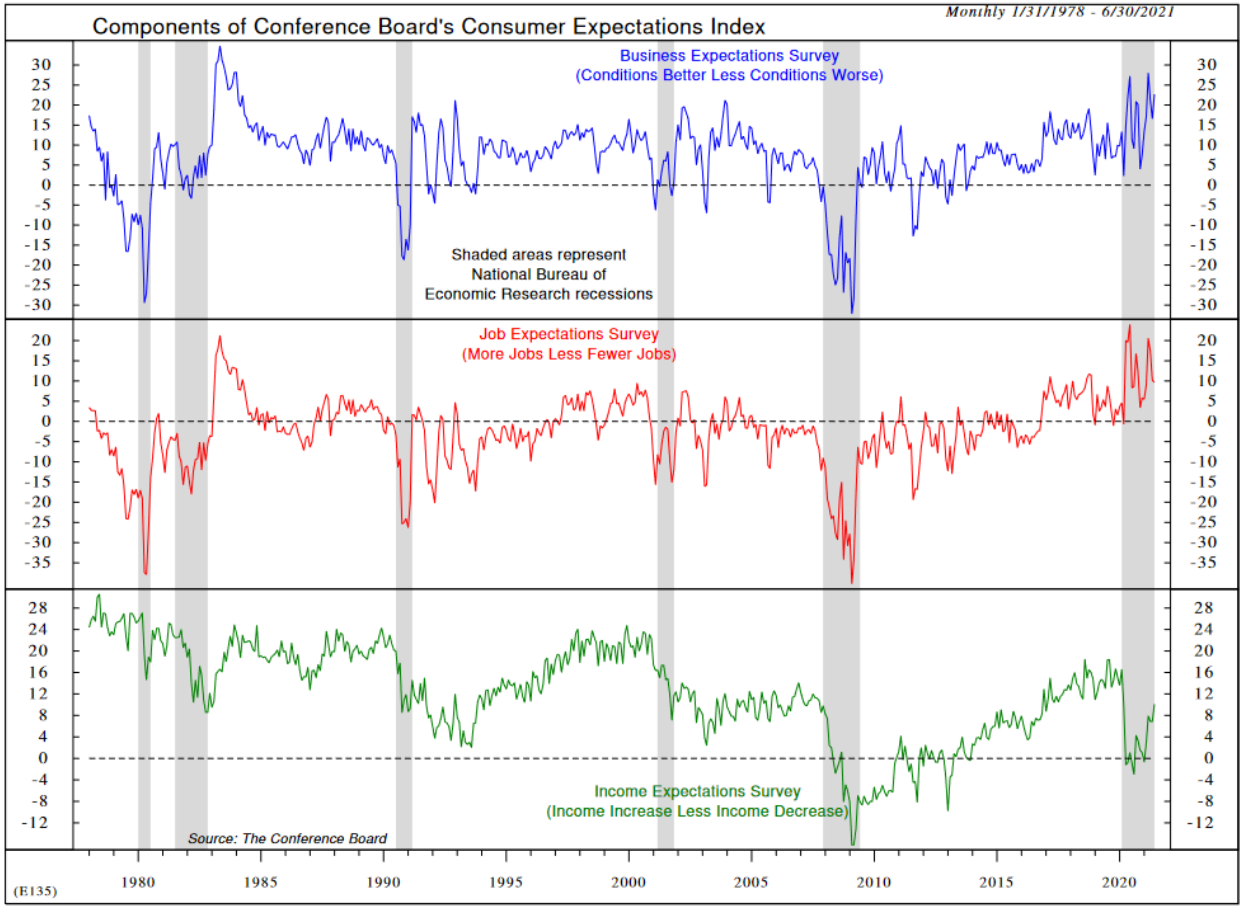
Fuente: Bloomberg

CONFIANZA DEL CONSUMIDOR CON MARGEN AL ALZA

- Diferentes indicadores de confianza del consumidor ofrecen conclusiones similares.
- Tanto el índice del Conference Board como el de la Universidad de Michigan han experimentado un fuerte rebote desde niveles mínimos de la pasada primavera, pero ambos tienen recorrido al alza.
- **La combinación de indicadores de confianza y alta tasa de ahorro terminará en un incremento significativo del consumo,** especialmente si tenemos en cuenta la **demanda acumulada** por las distorsiones generadas en el lado de la oferta durante la pandemia, muchas de las cuales persisten hoy en día y son, como veremos a continuación, variables con gran impacto en las últimas lecturas de inflación.

ENTORNO ECONÓMICO
DESGLOSE DE LA CONFIANZA DEL CONSUMIDOR EE.UU.

COMPONENTES DEL ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DE CONSUMO



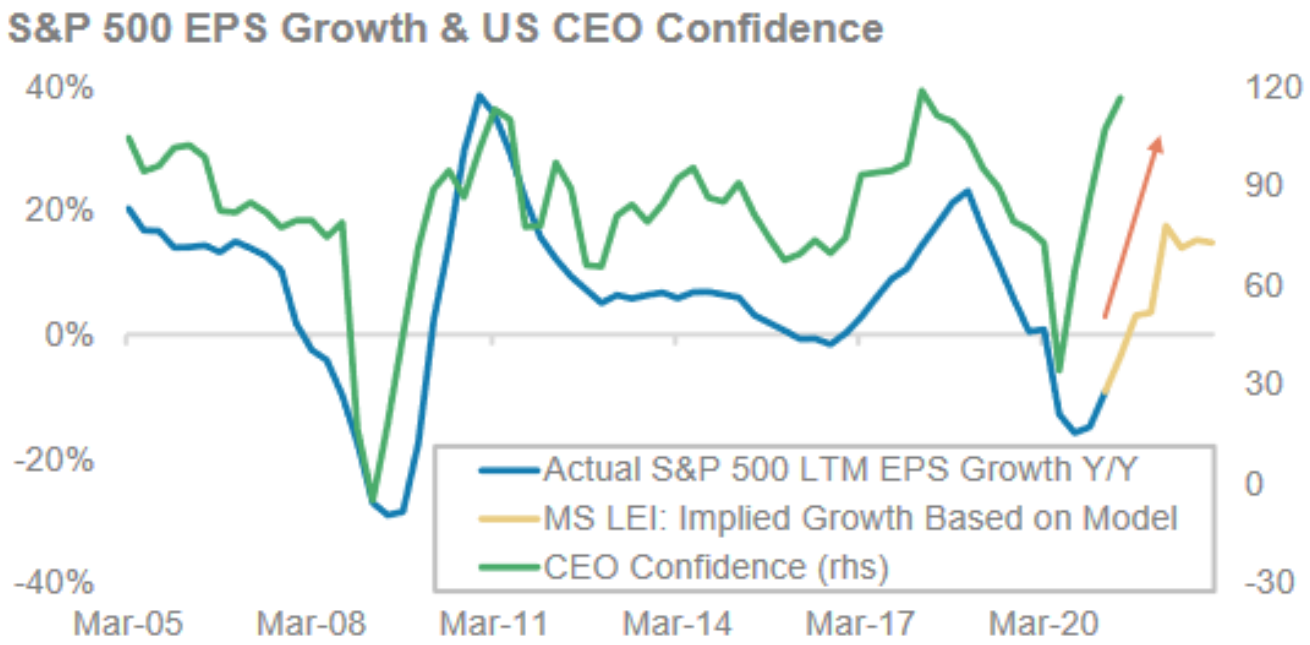
Fuente: Ned Davis Research

DESGLOSE DE LA CONFIANZA DEL CONSUMIDOR ALTA

- El índice de confianza del consumidor del Conference Board se sitúa en 127,3, siendo un nivel alto, pero aún por debajo de niveles pre pandemia.
- Por componentes:
  - Las expectativas empresariales son aún muy altas.
  - Las expectativas de ingresos han recuperado algo menos.
  - Las expectativas laborales han corregido ya desde niveles máximos.

ENTORNO ECONÓMICO
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE BPA JUSTIFICADAS

CRECIMIENTO DE BENEFICIOS DEL S&P 500 Y CONFIANZA DE CEOS



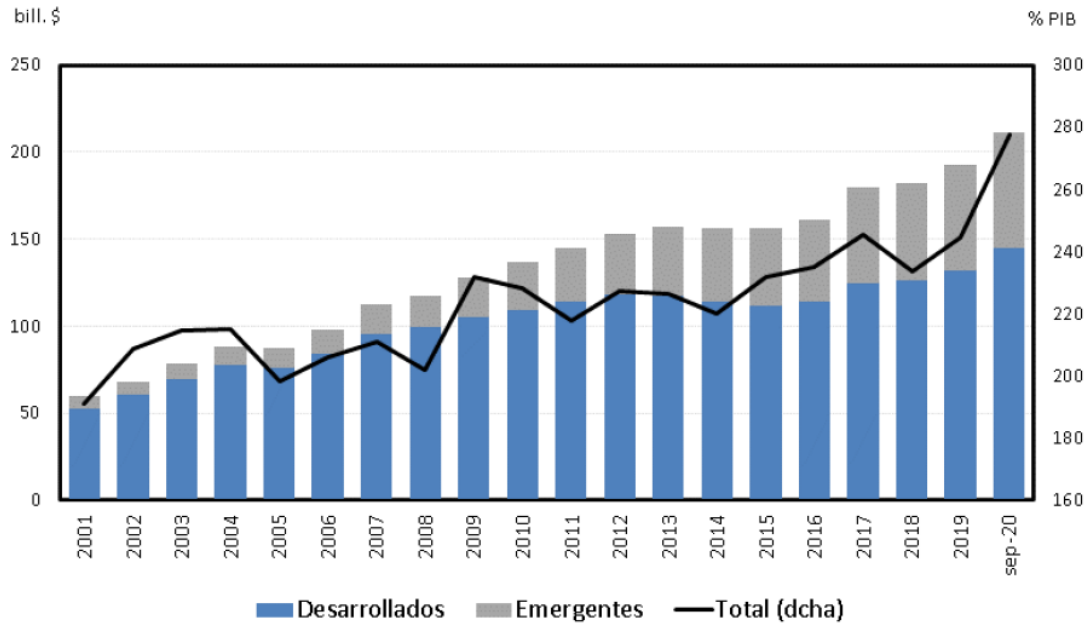
Fuente: Morgan Stanley Research

CRECIMIENTO DE BENEFICIOS POR LLEGAR

- Se espera un fuerte crecimiento de beneficios, pero la confianza de los CEO señala aún más alto que los indicadores económico adelantados.
- La combinación de una alta confianza entre los CEO de las compañías del S&P sobre la recuperación y la falta de inversión en tiempos de pandemia, tiene el potencial de originar una espiral de inversión muy positiva.
- Ese ciclo de CapEx, sólo se vería amenazada por un cambio repentino de sentimiento consecuencia de un deterioro de la pandemia, o una subida de tipos de interés que dificultara la financiación de dichos programas de inversión.

ENTORNO ECONÓMICO
DEUDA: LA SECUELA MÁS DURADERA DEL COVID-19

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



Fuente: Intermoney

EL CICLO SERÁ MENOS INTENSO

- 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

INDEX	Real GDP YoY (%) Now	Real GDP YoY (%) Δ1y on 20yr Range	Core CPI (%) Now	Core CPI (%) Δ1y on 20yr Range	Policy Rate (%) Now	Policy Rate (%) Δ1y on 20yr Range	Unemployment Rate (%) Now	Unemployment Rate (%) Δ1y on 20yr Range	Current Account (%) Now	Current Account (%) Δ1y on 20yr Range
G10										
US	0.4		3.0		0.125		6.1		-3.0	
Eurozone	-1.8		0.7		-0.50		8.1		2.3	
Japan	-1.9		-0.1		-0.10		2.8		3.4	
UK	-6.1		1.3		0.10		4.8		-2.1	
Canada	-3.2		1.8		0.25		8.1		-1.9	
Australia	-1.1		1.2		0.10		5.5		3.1	
New Zealand	1.2		1.6		0.25		4.7		-1.6	
Norway	-0.2		2.0		-		4.6		1.9	
Switzerland	-1.7		0.0		-0.75		3.1		3.8	
Euro Area										
Germany	-3.1		1.8		-		4.5		7.1	
France	1.2		1.3		-		7.7		-1.8	
Italy	-1.4		0.3		-		10.1		3.6	
Spain	-4.3		0.0		-		16.0		0.5	
AXJ										
India	1.6		5.4		4.00		8.0		-0.8	
China	18.3		0.8		1.50		3.7		2.4	
Indonesia	-0.7		1.2		3.50		6.3		-0.2	
Taiwan	8.2		1.5		1.13		3.6		14.7	
SouthKorea	1.8		1.4		0.50		4.0		4.4	
Thailand	-2.6		0.1		0.50		1.5		5.4	
CEEMEA										
Poland	-1.3		3.7		0.10		6.3		3.5	
Russia	-1.0		5.5		5.00		5.2		3.0	
Turkey	7.0		17.8		19.00		13.1		-5.0	
SouthAfrica	-4.1		3.0		3.50		32.5		2.0	
Latam										
Brazil	-1.1		3.5		3.50		14.7		-0.7	
Mexico	-3.6		4.1		4.00		4.7		2.3	

Fuente: Morgan Stanley con datos a 30 de junio de 2021

ENTORNO ECONÓMICO
CUADRO DE MANDOS II

INDEX	Mfg. PMI Now	Mfg. PMI Δ1y on 20yr Range	Industrial Production YoY (%) Now	Industrial Production YoY (%) Δ1y on 20yr Range	Retail Sales YoY (%) Now	Retail Sales YoY (%) Δ1y on 20yr Range	House Prices YoY (%) Now	House Prices YoY (%) Δ1y on 20yr Range	Producer Prices YoY (%) Now	Producer Prices YoY (%) Δ1y on 20yr Range
G10										
US	60.7		17.6		51.2		13.3		9.5	
Eurozone	62.9		10.7		13.0		5.9		4.3	
Japan	53.0		14.1		12.1		3.4		4.9	
UK	60.9		3.6		43.4		7.1		4.0	
Canada	57.2		-3.7		23.7		10.4		14.3	
Australia	61.8		-3.0		25.1		4.3		0.2	
New Zealand	58.4		1.0		8.2		15.5		1.2	
Norway	59.1		0.7		0.6		10.9		22.5	
Euro Area										
Germany	66.2		5.3		7.4		9.4		5.2	
France	58.9		13.7		25.7		5.9		7.3	
Italy	60.7		37.4		22.7		1.6		7.9	
Spain	57.7		12.4		47.1		1.5		12.8	
AXJ										
India	55.5		22.4		-		1.1		10.5	
China	51.0		9.8		17.7		-		6.9	
Indonesia	54.6		2.0		9.8		1.1		-	
Taiwan	62.0		13.6		18.3		8.6		9.6	
SouthKorea	53.7		12.4		12.6		10.3		5.6	
Thailand	47.8		18.4		0.3		1.9		5.8	
CEEMEA										
Poland	53.7		44.4		25.7		8.3		5.4	
Russia	50.4		7.3		-3.3		11.1		28.0	
Turkey	50.4		19.9		40.2		32.0		35.2	
SouthAfrica	56.2		-3.2		-0.2		4.5		6.7	
Latam										
Brazil	52.3		10.4		13.8		-		33.5	
Mexico	48.4		1.7		1.9		5.4		4.9	

Fuente: Morgan Stanley con datos a 30 de junio de 2021

2.

LA CLAVE DE MERCADO: ¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?

¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?
RELEVANCIA DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

EVOLUCIÓN SECTORIAL DEL S&P500 CON EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LA BAJA

View ◉ Members ◉ Groups Period Cust 12/31/18 - 04/30/20 ☐ Total Return Currency LCL

Movers All

Negative Price Return	Groups (11)	Return	Positive Price Return
	S&P 500 ECO SECTORS IDX	16.18%	
	1) S&P 500 INFO TECH INDEX	47.81%	
	2) S&P 500 COMM SVC	22.97%	
	3) S&P 500 CONS DISCRET IDX	22.30%	
	4) S&P 500 HEALTH CARE IDX	16.07%	
	5) S&P 500 CONS STAPLES IDX	14.50%	
	6) S&P 500 REAL ESTATE IDX	9.49%	
	7) S&P 500 UTILITIES INDEX	8.23%	
	8) S&P 500 MATERIALS INDEX	3.14%	
	9) S&P 500 INDUSTRIALS IDX	0.04%	
	10) S&P 500 FINANCIALS INDEX	-4.44%	
	11) S&P 500 ENERGY INDEX	-31.70%	

EVOLUCIÓN SECTORIAL DEL S&P500 CON EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN AL ALZA

View ◉ Members ◉ Groups Period Cust 04/30/20 - 06/30/21 ☐ Total Return Currency LCL

Movers All

Negative Price Return	Groups (11)	Return	Positive Price Return
	S&P 500 ECO SECTORS IDX	47.56%	
	1) S&P 500 FINANCIALS INDEX	61.39%	
	2) S&P 500 INFO TECH INDEX	61.29%	
	3) S&P 500 INDUSTRIALS IDX	59.72%	
	4) S&P 500 MATERIALS INDEX	58.33%	
	5) S&P 500 COMM SVC	54.90%	
	6) S&P 500 CONS DISCRET IDX	49.80%	
	7) S&P 500 ENERGY INDEX	40.64%	
	8) S&P 500 REAL ESTATE IDX	31.72%	
	9) S&P 500 HEALTH CARE IDX	26.41%	
	10) S&P 500 CONS STAPLES IDX	20.76%	
	11) S&P 500 UTILITIES INDEX	10.62%	

Fuente: Bloomberg

RELEVANCIA DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

- Las expectativas de inflación están marcando la pauta, además del mercado de renta fija, en las bolsas, dado su impacto sobre los tipos de interés.
- Ante subidas de las expectativas de inflación, el mercado descuenta un escenario de tipos de interés más altos, lo que penaliza en general a los sectores de mayor duración.
- Desde principios de 2019 hasta finales de abril de 2020, las expectativas de inflación no pararon de caer, primero, de forma progresiva y después, con una pendiente mayor consecuencia de la pandemia. El gráfico superior muestra el comportamiento sectorial del índice S&P500 en ese periodo: excelente comportamiento de tecnología, servicios de comunicación y consumo discrecional.
- Sin embargo, al recuperarse las expectativas de inflación, son los sectores más cíclicos los que lideraron las subidas: financiero, materiales e industriales …aunque tecnología sigue en la lista.

¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

TIPOS A 10 AÑOS EE.UU. (azul) Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 10 AÑOS (negro)

Fuente: Bloomberg

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN HACIENDO TECHO:

- La preocupación sobre la inflación ha aumentado tras la fuerte subida del IPC del mes de mayo en EE.UU, que alcanzó el 5% a/a, siendo el registro más alto desde 2008. El dato de PCE publicado el 25 de junio fue en la misma línea: +3,9% anual.
- El mercado está dividido y este es posiblemente el debate más relevante del momento:
  - Unos piensan que la inflación se mantendrá en persistente e incómodamente alta y que, por tanto, la FED va por detrás de la curva en su retirada de estímulos…
  - …Otros **pensamos que el reciente repunte de los precios se debe fundamentalmente al efecto base y, aunque la inflación permanecerá alta algunos meses, terminará cerca del objetivo de la FED del 2% en la segunda mitad de 2021.**

¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?
LAS 4 D'S DEFLACIONISTAS SIGUEN PRESENTES

Las fuerzas deflacionistas estructurales siguen presentes

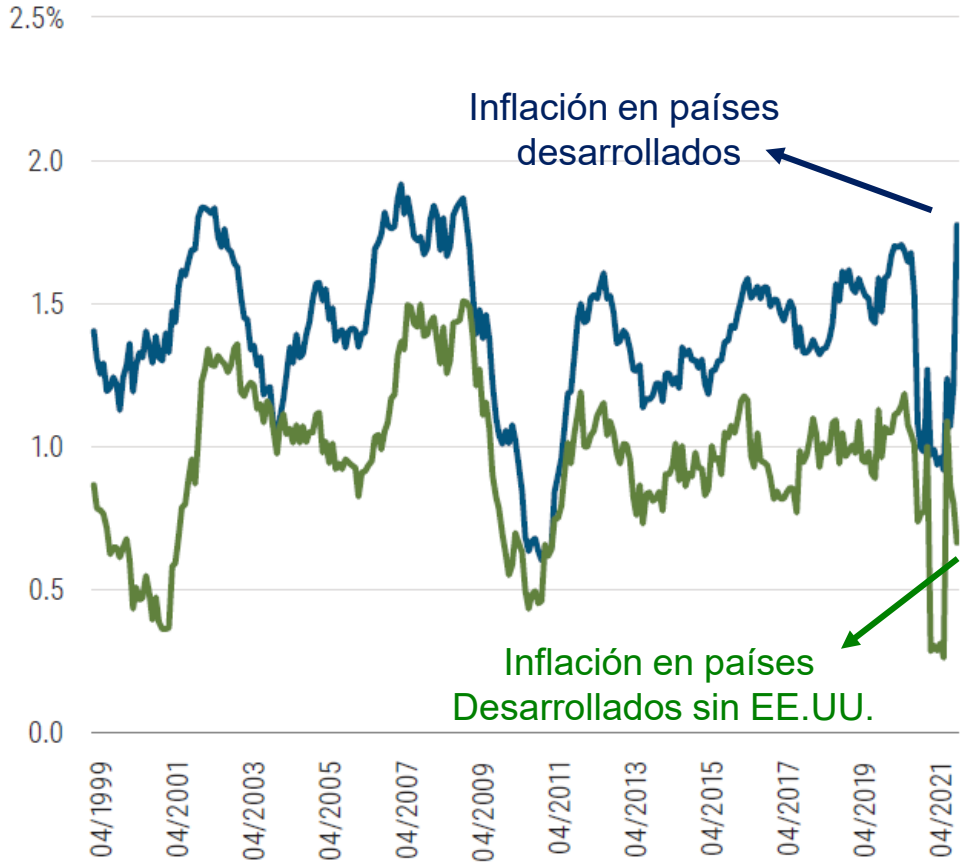
- DEUDA
- DIGITALIZACIÓN
- DEMOGRAFÍA
- DESLOCALIZACIÓN

FUERZAS DEFLACIONSITAS ESTRUCTURALES

- Las fuerzas deflacionistas estructurales del ciclo anterior siguen presentes después de la pandemia.
- La deuda no ha hecho más que crecer en los últimos trimestres y lastrará crecimiento futuro e inflación.
- La digitalización sólo ha avanzado en periodo de pandemia y es una macro tendencia estructural, en nuestra opinión, imparable.
- La demografía se está comenzando a poner en duda en determinados círculos, pero el envejecimiento de la población continúa si bien es cierto que en algunos casos la emergencia de una clase media podría resultar en un contexto menos deflacionistas de lo que lo era en el pasado.
- La globalización (deslocalización) quizás ocurra a menor ritmo y es posible que sea una consecuencia de la pandemia.

¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?
RIESGO FOCALIZADO EN EE.UU.

INFLACIÓN SUBYACENTE EN PAÍSES DESARROLLADOS



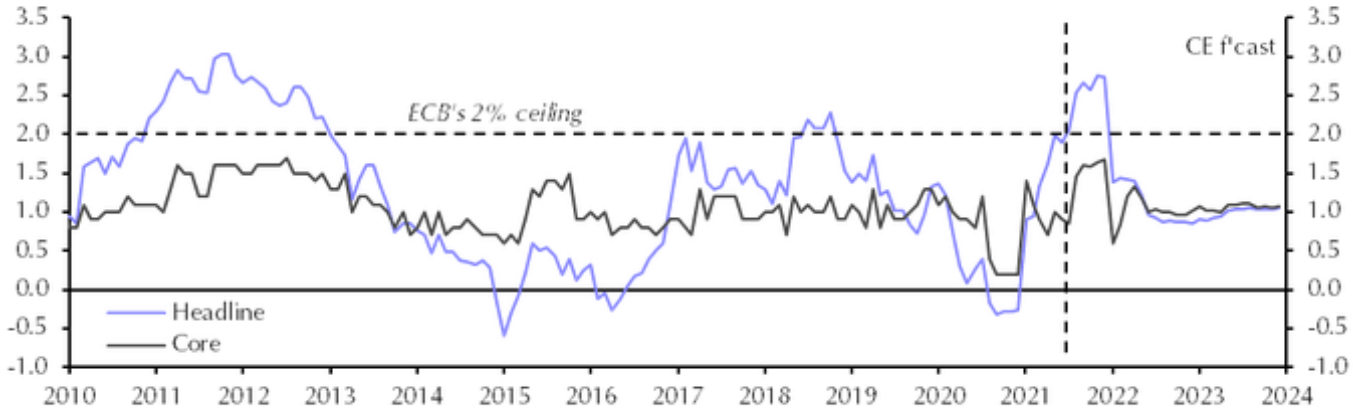
Fuente: Pimco, mayo de 2021

LA INFLACIÓN VIENE DE EE.UU. Y NO ES AÚN UN FENÓMENO GLOBAL

- Los últimos datos de inflación subyacente muestran una enorme divergencia entre EE.UU. y el resto de economías desarrolladas, siendo la economía estadounidense la principal causa del repunte de inflación.
- La inflación subyacente de los países desarrollados, si no tuviéramos en cuenta los EE.UU., caería desde niveles cercanos al 1,8% hasta casi el 0,7%.
- Desde esos datos de mayo, la lectura de inflación ha subido notablemente, pero el diferencial entre EE.UU. y el resto, se mantiene constante.

¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?
EN EUROPA, NINGUNA DE LAS DOS

IPC ARMONIZADO DE LA EUROZONA (A/A)



EVOLUCIÓN MENSUAL DE LOS COMPONENTES DEL IPC

	2020							2021				
	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May
Headline inflation	0.3	0.4	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	0.9	0.9	1.3	1.6	2.0
Food, alcohol, & tobacco	3.1	2.0	1.7	1.8	2.0	1.9	1.3	1.5	1.3	1.1	0.6	0.5
Energy	-9.3	-8.4	-7.8	-8.2	-8.2	-8.3	-6.9	-4.2	-1.7	4.3	10.4	13.1
Non-energy industrial goods	0.2	1.6	-0.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.5	1.5	1.0	0.3	0.4	0.7
Services	1.2	0.9	0.7	0.5	0.4	0.6	0.7	1.4	1.2	1.3	0.9	1.1
Core (ex.energy,food,alc.,tob.)	0.8	1.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	1.4	1.1	0.9	0.7	1.0

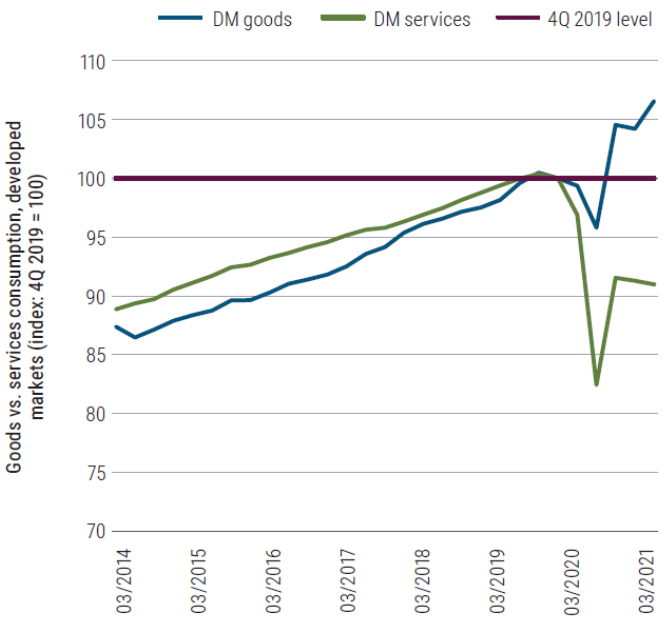
Fuente: Capital Economics

LA INFLACIÓN DE LA EUROZONA APENAS HA TOCADO UN MES EL 2%

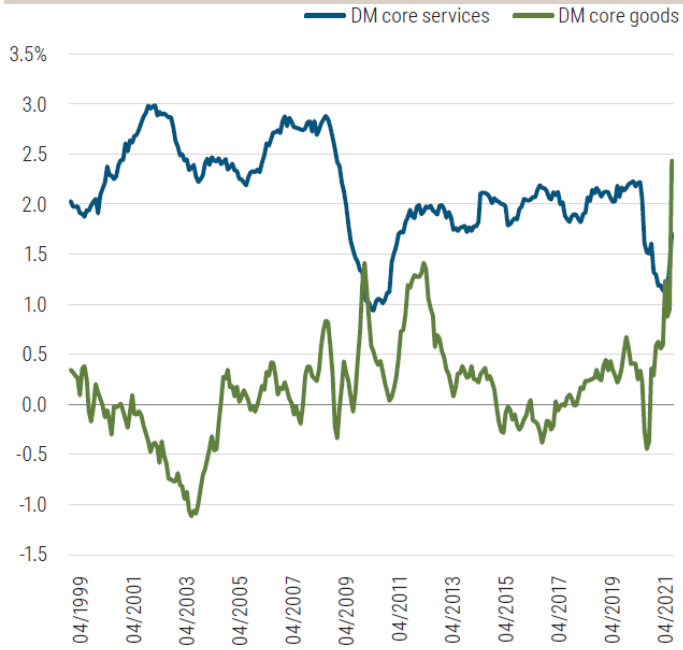
- El dato del IPC del mes de junio en la EZ se saldó con un ligero descenso del índice general, desde el 2% de mayo hasta el 1,9%.
- El dato subyacente, también disminuyó una décima, hasta el 0,9%.
- La diferencia entre ambas referencias pone de manifiesto que el componente energía (+12,5% a/a) continúa teniendo un peso muy relevante en la lectura del índice agregado.
- La referencia de junio pone de manifiesto que en la inflación de la Eurozona, a pesar del efecto base y de la comparativa con el peor momento de la pandemia, apenas ha alcanzado durante un mes el objetivo del BCE del 2%.
- Otro argumento para pensar que la inflación actual será temporal y no permanente.

¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?
HASTA AHORA, INFLACIÓN DE BIENES

Desde que comenzó la pandemia, el consumo de bienes ha superado ampliamente el de servicios.



La inflación subyacente, sin embargo, ha sido principalmente consecuencia de las subida del precio de los bienes.



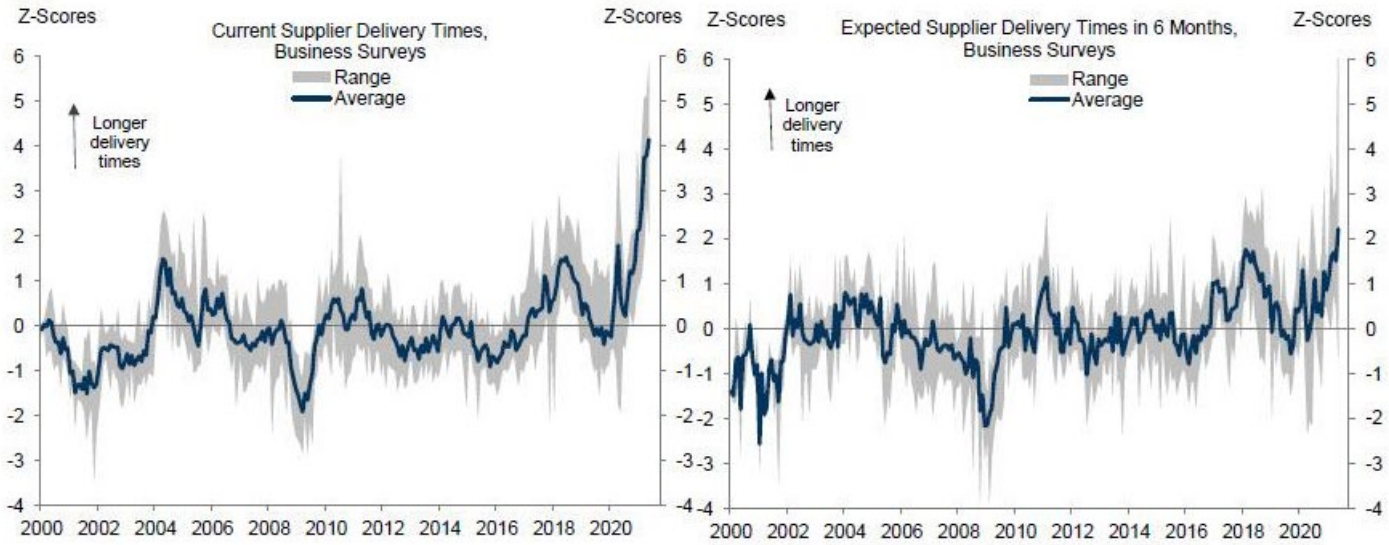
Fuente: Pimco

HASTA AHORA, INFLACIÓN DE BIENES

- Desde que comenzó la pandemia, el consumo de bienes ha superado ampliamente el de servicios. Es razonable pensar que ese proceso revierta en la segunda mitad de 2021.
- La inflación subyacente, sin embargo, ha sido principalmente consecuencia de las subida del precio de los bienes.

¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?
CUELLOS DE BOTELLA EN LA CADENA DE PRODUCCIÓN

TIEMPOS DE ENTREGA DE PROVEEDORES ACTUALES Y ESPERADOS



Fuente: Goldman Sachs Global Investment Research

RETRASOS DE PROVEEDORES

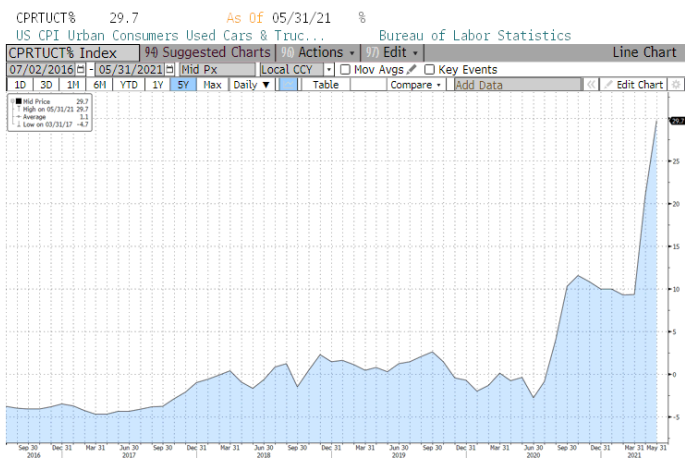
- Como muestran los gráficos de la izquierda, los cuellos de botella en la cadena de producción han llevado a los tiempos de envío de proveedores a máximos de muchos años, pero se espera que, poco a poco, estos tiempos se vayan normalizando.
- No es fácil “reiniciar” el mundo, pero la oferta cubrirá la demanda a pasar de la falta de inversión en los últimos trimestres.
- Ese déficit de capacidad productiva, quizás no se cierre en el corto plazo y se generarán ciertas dudas sobre la temporalidad de la inflación que esto genera, pero vemos pocas razones por las que pensar que pudiera no restituirse.

¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?
EVIDENCIAS DE LA TEMPORALIDAD

"Nuestra expectativas es que esas altas lecturas de inflación que estamos viendo actualmente, comenzarán a reducirse, como ha ocurrido con el precio de la madera y esperamos que ocurra pronto con los coches usados"

Jerome Powell 16/06/21

Evolución anual del precio de los coches y camiones de 2ª mano



Evolución del precio de los tablones de madera

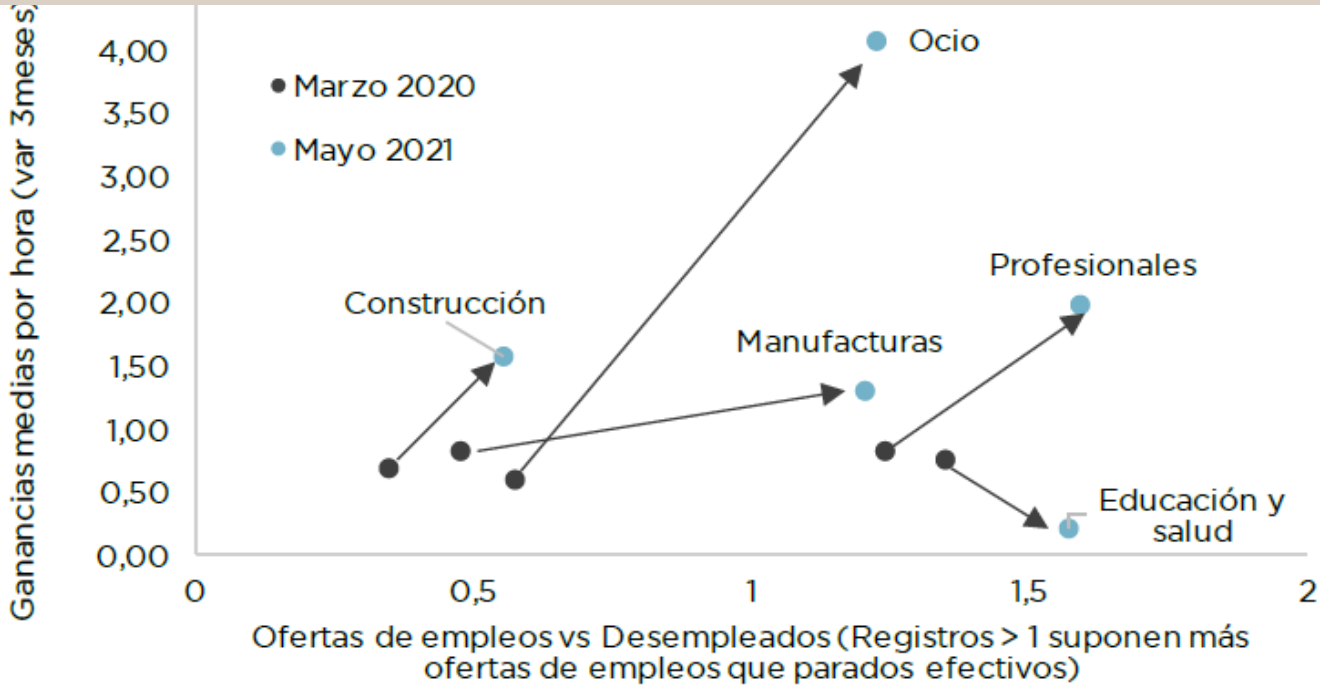
Fuente: Bloomberg

LA FED PIENSA QUE LA INFLACIÓN ES TEMPORAL

- Y los dos ejemplos que mencionó el presidente Powell en la rueda de prensa posterior a la reunión de la FED del 16 de junio, son tremendamente ilustrativos.
- La cadena de suministros ha sufrido una gran disrupción por la pandemia pero, poco a poco, la capacidad productiva se va reinstalando.
- Los precios de coches y camiones de segunda mano han subido un 29% en los últimos 12 meses. Este ritmo de subida es, por definición, insostenible. Con stock disponible, el techo del precio siempre estará algo por debajo del de los coches nuevos equivalentes.
- Ese fenómeno ya se ha visto reflejado en el precio de la madera, que hizo pico en $1,700 el 10 de mayo, para caer hasta los $700 actuales, habiendo cerrado 2019 por debajo de los $400.

¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?
LA INFLACIÓN ESTRUCTURAL ES LA DE SALARIOS

EVOLUCIÓN MERCADO LABORAL EN EE.UU. POR SECTORES



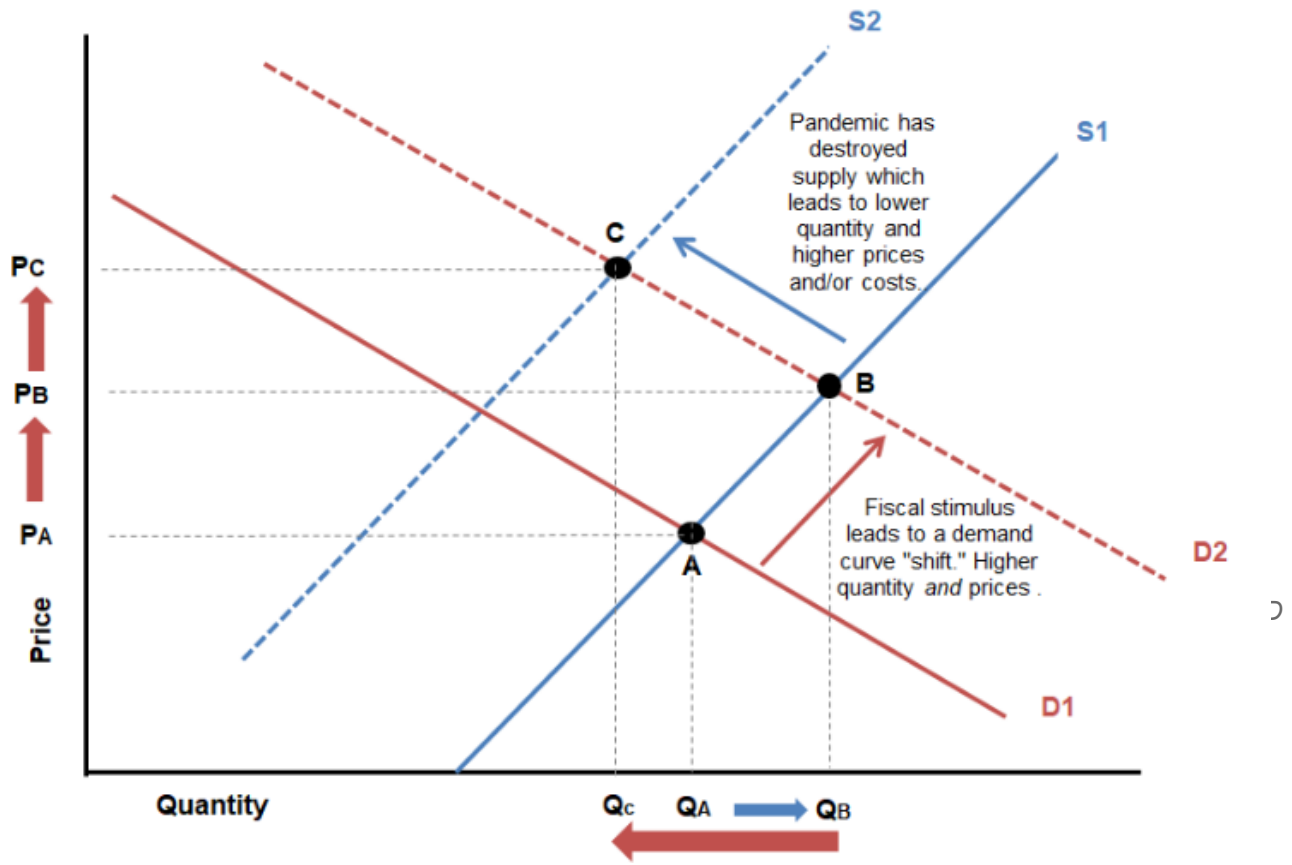
Fuente: Inverseguros

INFLACIÓN DE SALARIOS NO DEMOSTRADA AÚN

- El salario medio por hora en EE.UU. ha crecido a una tasa del 3,6% en los últimos 12 meses.
- El dato anterior se construye con una gran divergencia pero, una vez más, pensamos que está absolutamente distorsionado por la anómala situación actual.
- Las dificultades para contratar en el entorno actual llevan a los empleadores a subir la remuneración ofrecida.
- La tasa de desempleo de EE.UU., aún en el 5,9%, y lejos de sus niveles mínimos anteriores a la pandemia, junto con una tasa de participación a la baja, apuntan en la dirección anterior.

¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?
DESMONTANDO LAS TESIS INFLACIONISTAS MICRO

EXPLICACIÓN DE LA TEORÍA DE LA INFLACIÓN

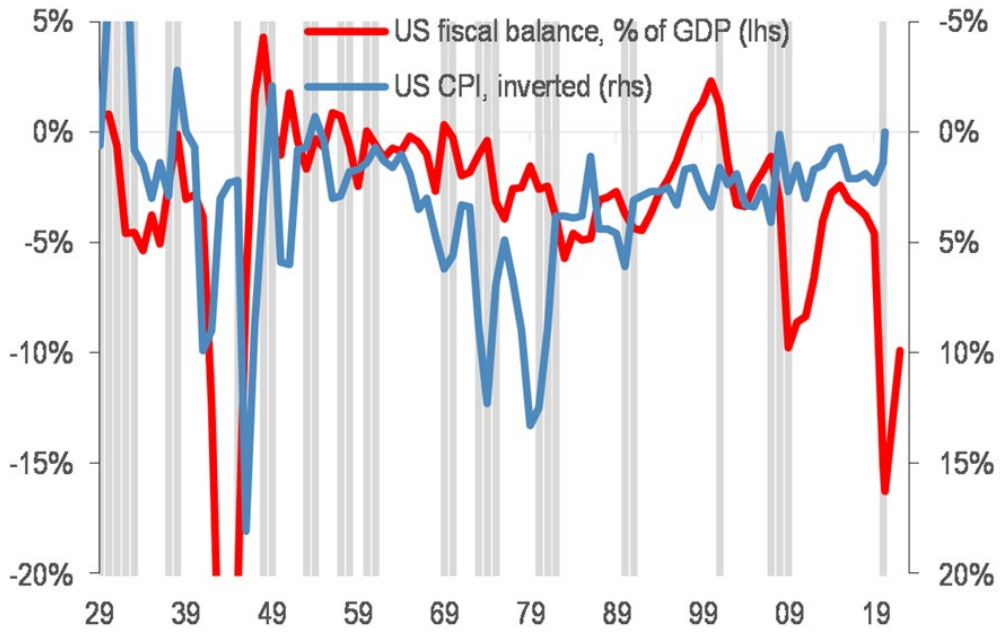


FACTORES TEMPORALES

- 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 en el largo plazo.
- El riesgo a nuestro escenario es que persistan los cuellos de botella en la cadena de producción y no se reestablezca la oferta, lo que es poco probable.

¿INFLACIÓN TEMPORAL O PERMANENTE?
DESMONTANDO LAS TESIS INFLACIONISTAS MACRO

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 izquierda 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 se 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.

3.

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO?

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO? PICOS NEGATIVOS, PERO TAMBIÉN POSITIVOS

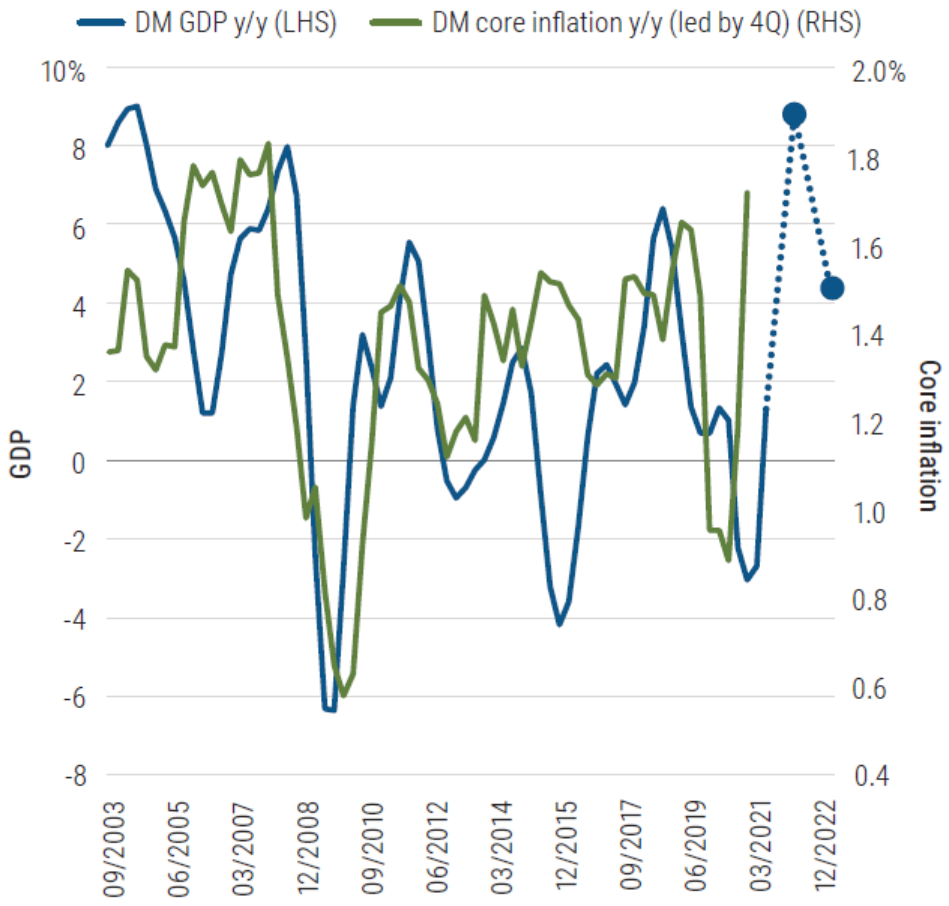
COORDILLERA DEL HIMALAYA

LA CORDILLERA NO TIENE SÓLO PICOS NEGATIVOS

- Con el ciclo avanzando, los riesgos de pico incrementan.
- Vigilamos el riesgo de estar en pico de crecimiento, pico de beneficios, pico de márgenes, pico de estímulos y pico de valoraciones…
- …pero hay variables positivas que no están en pico como el empleo, con sus derivadas sobre el consumo (recordamos que es más del 70% de la economía de EE.UU.) y la inversión privada, que ya ha comenzado a repuntar. Por esas razones, sí pensamos que la tasa de cambio ha llegado al pico, como ocurre en la fase inicial del ciclo, pero no el ciclo en sí.
- Adicionalmente, pensamos haber alcanzado pico de pandemia y de pico de inflación, ambos factores positivos para el mercado.

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO?
CON PICO DE CRECIMIENTO HABRÍA PICO DE INFLACIÓN

PIB E INFLACIÓN SUBYACENTE DE PAÍSES DESARROLLADOS
(Estimaciones de PIMCO)



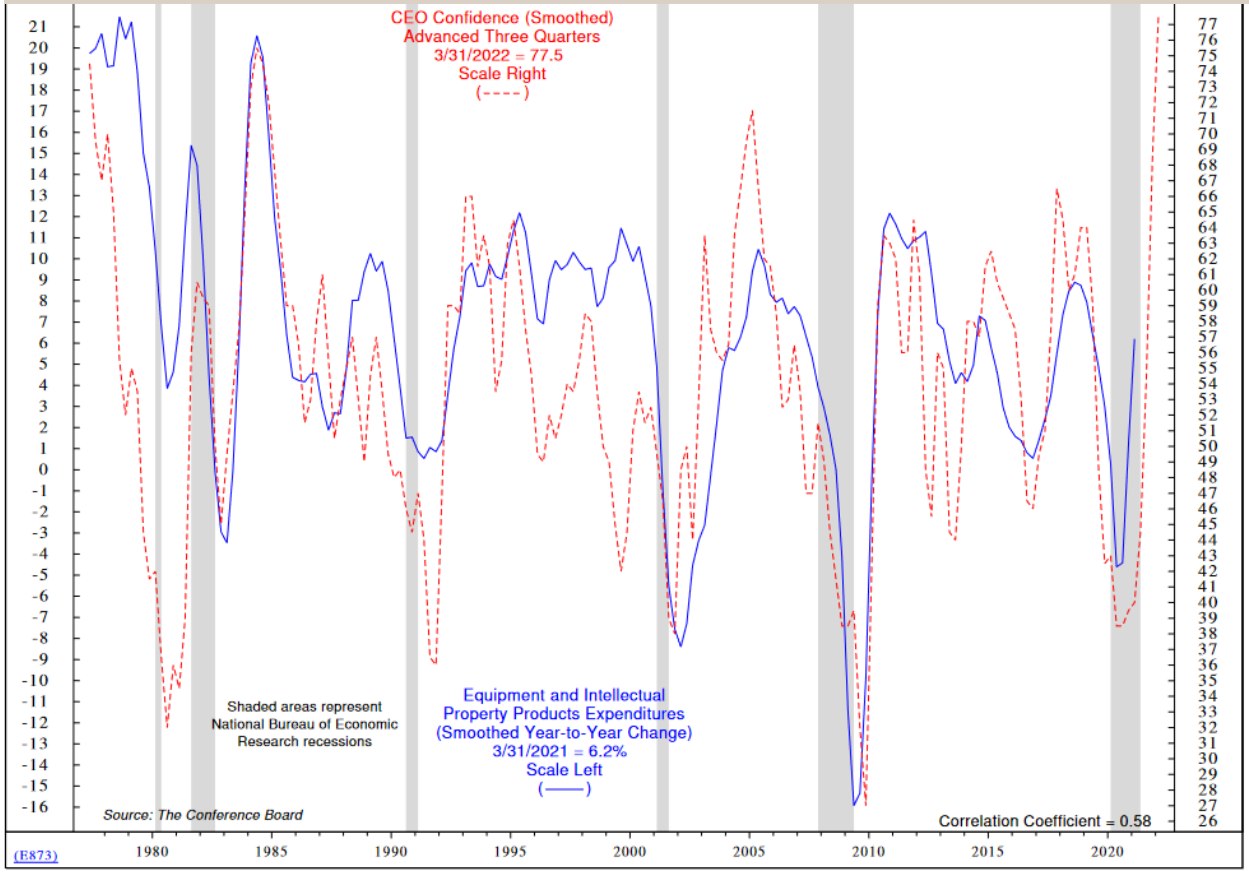
Fuente: Pimco

NO PENSAMOS QUE LA INFLACIÓN VAYA A SER UN PROBLEMA

- La inflación en países desarrollados es, generalmente, una consecuencia del crecimiento, siendo este un buen indicador adelantado de los precios.
- Por esa razón, si hacemos pico de crecimiento, como es razonable pensar, también veríamos pico de inflación.

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO?
EL CAPEX TOMARÁ EL RELEVO DEL SECTOR PÚBLICO

GASTO EN BIENES DE EQUIPO Y PROPIEDAD INTELECTUAL VS. CONFIANZA DE LOS CEOS EN EE.UU.



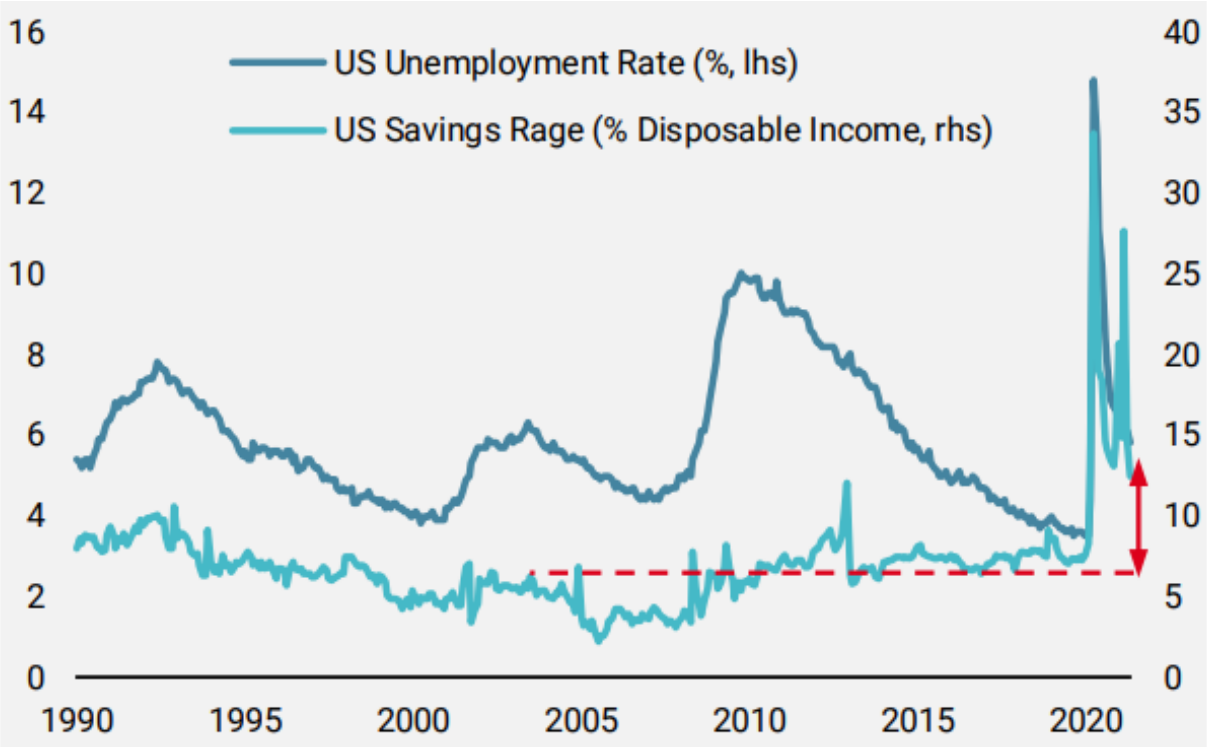
Fuente: Ned Davis Research

EL CAPEX TOMA EL RELEVO DEL GASTO PÚBLICO

- Buenas noticias para la Inversión. La confianza de los CEOS está en niveles máximos y ha sido históricamente un muy buen indicador adelantado de la inversión privada.
- 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.

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO?
CAPACIDAD DE MEJORA DEL MERCADO LABORAL

DESEMPLEO Y TASA DE AHORRO



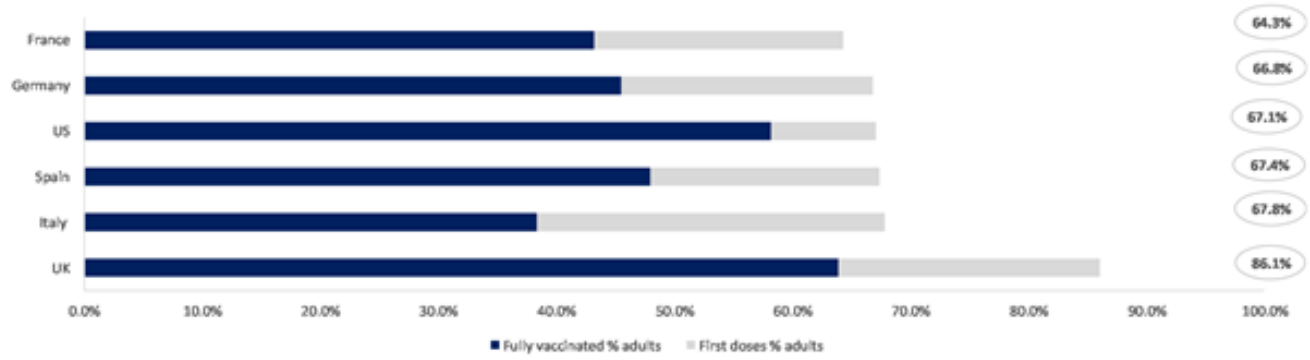
Fuente: Unigestion

POTENCIAL EN EL MERCADO LABORAL

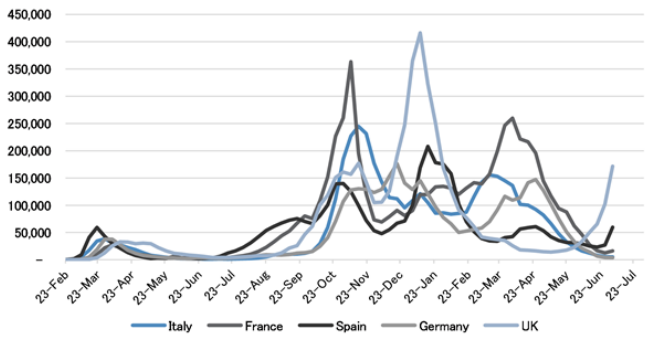
- A pesar del empleo creado desde el inicio de la recuperación y de haber logrado reducir la tasa de desempleo desde el 13% hasta el 5,9%, queda margen para la creación de empleo.
- A finales de 2019 la tasa de desempleo en EE.UU. alcanzó el 3,6%, muy por debajo de la tasa natural de desempleo que enseñan los libros de economía.

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO?
PICO DE PANDEMIA

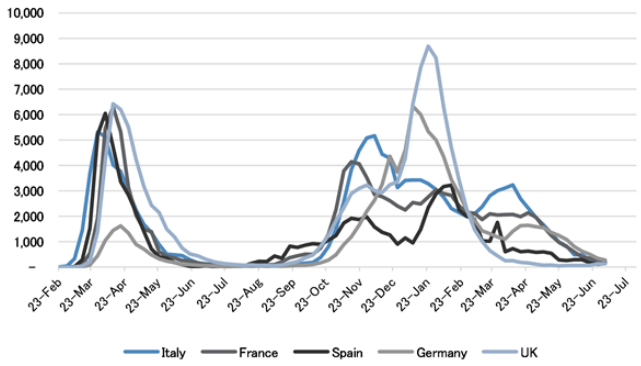
VACUNACIÓN EN EUROPA Y EE.UU.



NUEVAS INFECCIONES SEMANALES EN EUROPA



NUEVOS FALLECIMIENTOS SEMANALES EN EUROPA



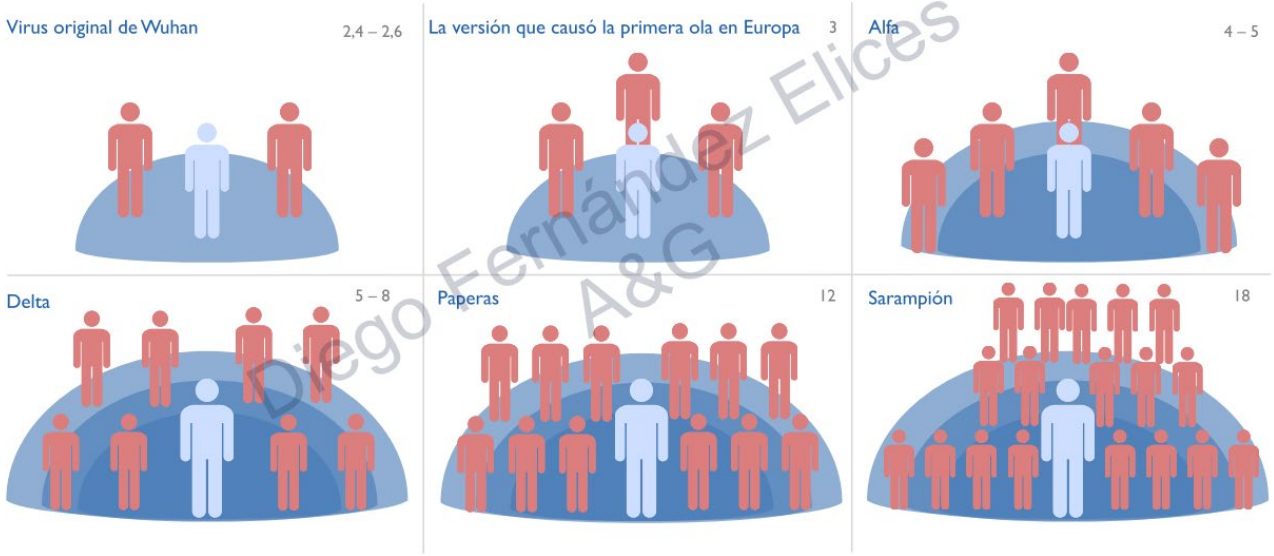
Fuente: JP Morgan Research

LAS RESTRICCIONES CONTINUARÁN REDUCIÉNDOSE

- La principal razón por la que tenemos una alta convicción sobre la reducción de las restricciones a la movilidad y distanciamiento social, es el proceso de vacunación.
- En las principales economías se alcanzará la inmunidad de grupo a lo largo de este 3T21 y la población de riesgo ya está vacunada prácticamente en su totalidad.
- Es prematura dar la pandemia por finalizada y la tasa de infecciones sigue muy por encima de lo deseable. Sin embargo, las restricciones económicas se implementan principalmente teniendo en cuenta fallecimientos y hospitalizaciones, siendo la situación de estas dos últimas variables ya muy favorable.
- El riesgo de nuevas cepas con un impacto diferente al descrito, es limitado y la variante delta, que se ha mostrado tremendamente contagiosa, ha tenido impacto limitado en fallecimientos y hospitalizaciones.

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO?
LA VARIANTE DELTA NO PONE EN RIESGO LA RECUPERACIÓN

CAPACIDAD DE INFECCIÓN (R0) DE COVID Y OTRAS ENFERMEDADES



Diego Fernández Elices
A&G

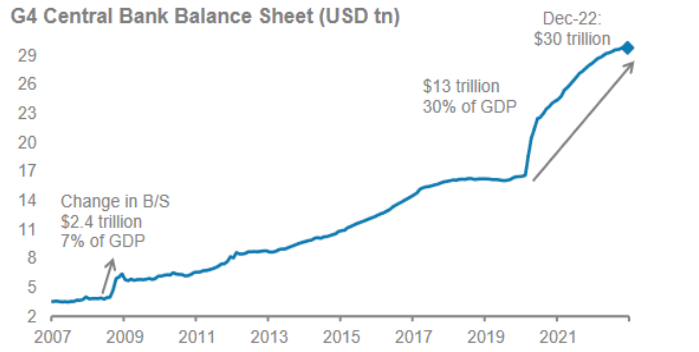
Fuente: Arcano Economic Research

VARIANTE DELTA NO CAMBIA EL PROCESO

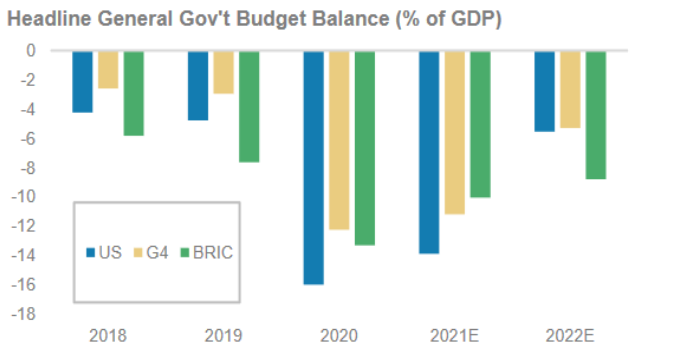
- La variante delta (antes llamada India) es más trasmisible y cabe esperar que se vuelva dominante a nivel global.
- Ha provocado un **incremento de casos en Reino Unido, pero eso no se ha visto reflejado ni en un mayor número de hospitalizaciones, ni en un mayor número de fallecimientos**, que son las variables que afectan a la economía.
- A pesar de ese incremento de los contagios **en RU, el PMI de junio se mantiene en 62**. Récord histórico e igual que en mayo.
- Nada hace pensar que las vacunas pudieran tener una eficacia menor de la que tienen con otras variantes del Covid.
- El final definitivo de la Pandemia no es inminente y por enésima vez surgen piedras en el camino, pero el escenario principal no cambia y la reapertura, que ya es un hecho, se completará en los próximos meses.

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO?
PICO DE ESTÍMULO MONETARIO

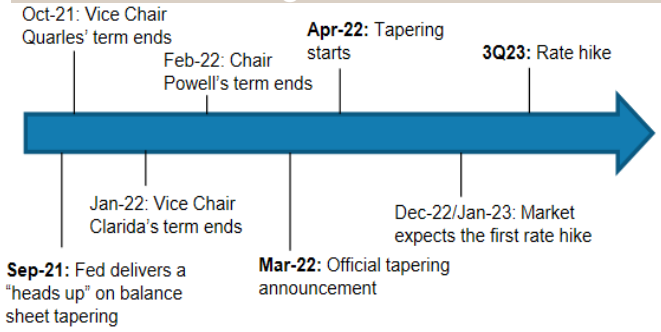
El balance de los bancos centrales continúa expandiéndose



En G4 y BRIC, se espera incremento de déficit fiscal en 2021



La normalización de la FED será muy gradual …



… aunque otros BC comenzarán antes a subir tipos

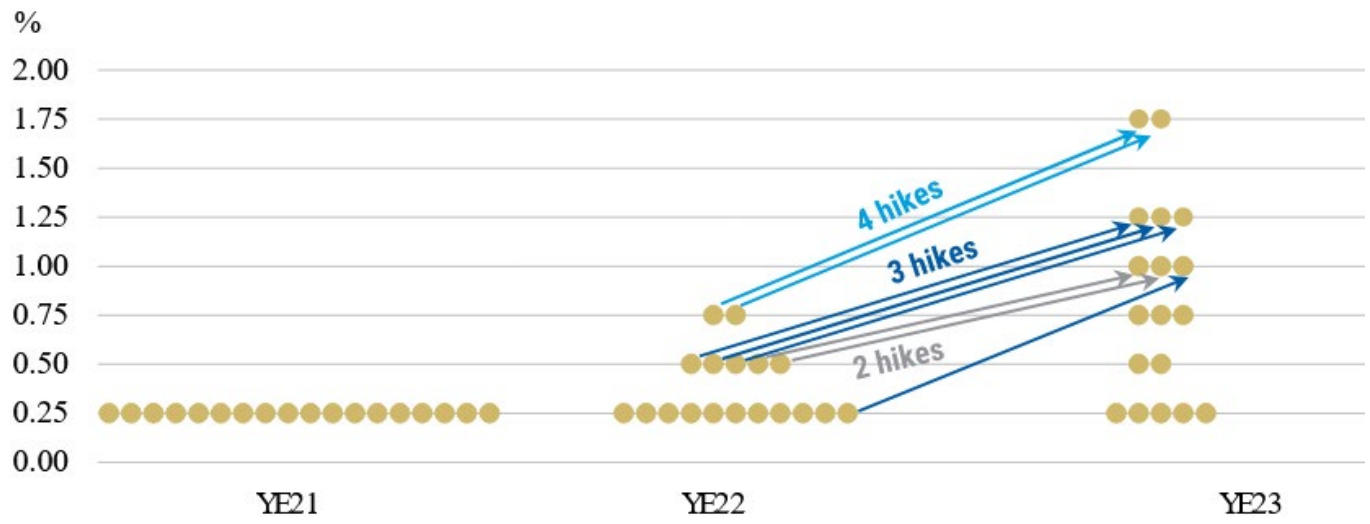
Fuente: Morgan Stanley Research

TAPERING DE BAJO RIESGO

- El balance de los bancos centrales continúa expandiéndose.
- Tanto en el G4, como en los países BRIC, se espera que el déficit fiscal incremente en 2021.
- La normalización de la FED será muy gradual y absolutamente anticipada con una comunicación al mercado transparente.
- Algunos países comenzarán antes a subir tipos y se podrá generar volatilidad, pero eso sólo ocurrirá cuando los datos de crecimiento sean lo suficientemente sólidos y exista gran visibilidad sobre su continuidad en el futuro próximo.

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO?
PICO DE ESTÍMULO MONETARIO

EVOLUCIÓN DE LOS DOTS O EXPECTATIVAS DE SUBIDAS DE TIPOS



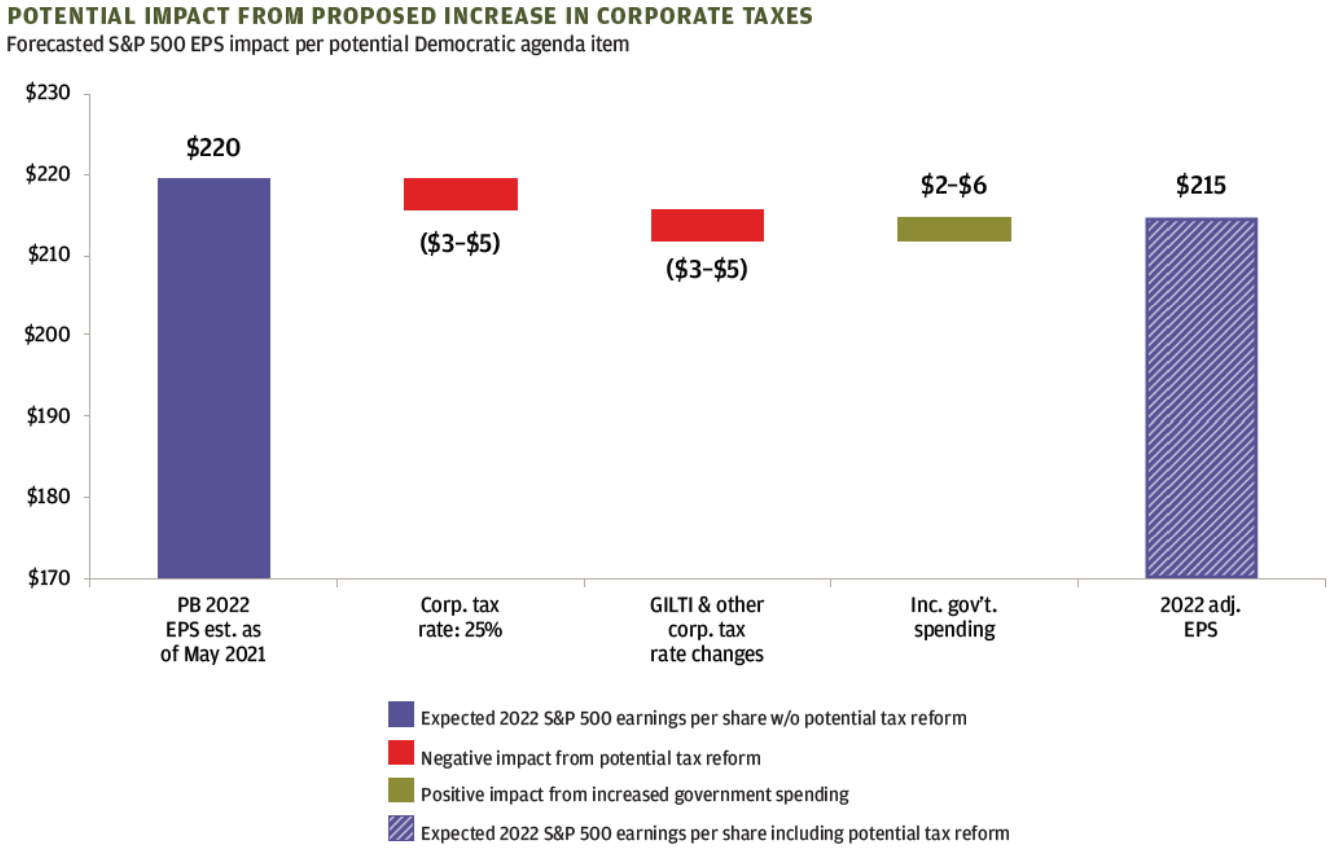
Fuente: Morgan Stanley Research

PICO DE ESTÍMULO MONETARIO

- La política monetaria hace mucho tiempo que es mucho más que los tipos de interés.
- El hecho de que los tipos de interés de los principales bancos centrales sólo tenían una dirección posible es por todos conocido desde hace tiempo, pero el momento de la primera subida, aún es lejano.
- El BCE no habla de subidas de tipos y la FED espera dos subidas en 2023.
- Continuamos, por tanto, ante un contexto de tipos de interés extremadamente bajos durante un largo periodo de tiempo.
- Pensamos que hemos visto “pico” de expansión monetaria, pero nos mantendremos mucho tiempo “caminando por la cresta” antes de iniciar un descenso seguro.

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO?
PICO DE ESTÍMULO FISCAL

POTENCIAL IMPACTO DE LAS SUBIDAS DE IMPUESTOS PROPUESTAS EN EE.UU.



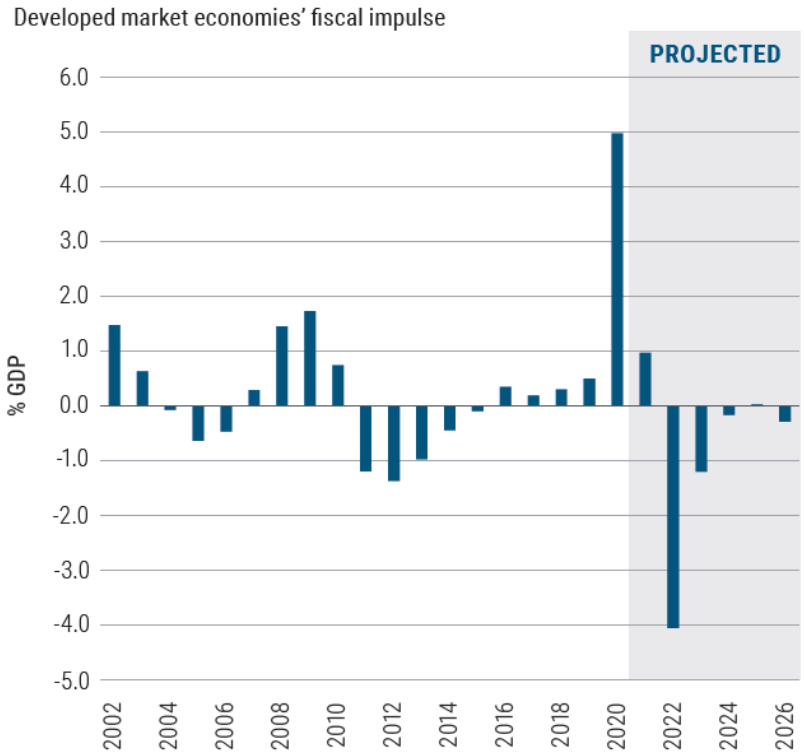
Fuente: JP Morgan Research

LAS SUBIDAS DE IMPUESTOS NO SUPONEN UNA AMENAZA PARA LAS BOLSAS

- Un tasa impositiva del 25% (subida desde el 21% actual) restaría en torno a $3–$5 de BPA al S&P 500 y el impuesto a beneficios globales a las multinacionales podrían restar otros $3–$5.
- En el peor de los casos, la suma de los dos efectos anteriores restaría $10 de BPA en 2020, pero no podemos parar aquí.
- El gasto gubernamental incremental sumará entre $2 y $6 de BPA en el mismo periodo, sobre unos resultados ya muy buenos publicados en el 1T21 y cerca de la publicación de otros buenos resultados para el 2T21.
- El efecto negativo de la subida de impuestos será compensado por una expansión de los márgenes y gasto gubernamental.
- Más importante, las subidas de impuestos ni se acercan a anular el crecimiento de beneficios esperado para 2022.
- Un mayor impuesto a las rentas del capital o dividendo podrían causar cierta presión vendedora y presión sobre las valoraciones, pero esperamos que ese sea un impacto temporal.

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO?
PICO DE ESTÍMULO FISCAL

IMPULSO FISCAL EN PAÍSES DESARROLLADOS



Source: Haver Analytics, PIMCO calculations as of April 2021. Developed market (DM) fiscal impulse is the GDP-weighted change in the structural primary balance of U.S., U.K., EU, Canada, and Japan.

Fuente: Pimco

PICO DE ESTÍMULO FISCAL YA EN 2020

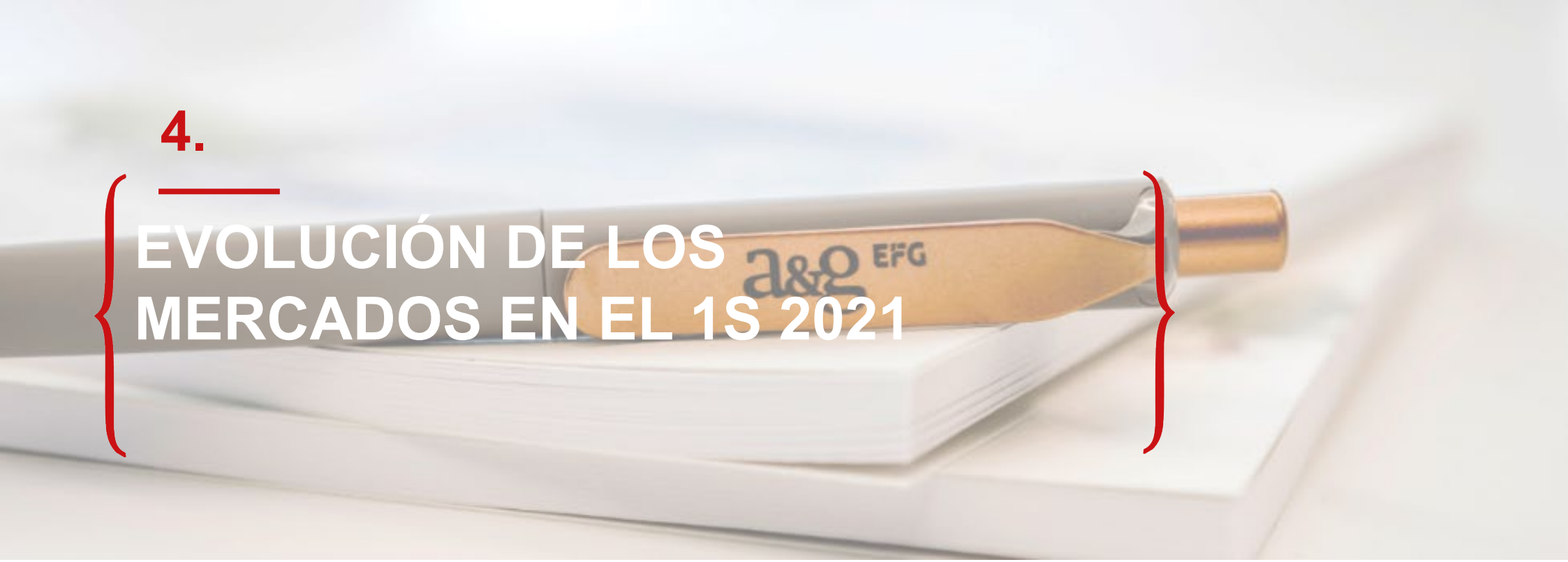
- El impulso fiscal, o el cambio en los déficits gubernamentales estructurales, está disminuyendo y se convertirá en un lastre absoluto para el crecimiento en los próximos meses.
- Esto ocurrirá a pesar de cualquier nuevo gasto en infraestructura de EE. UU., pero el impacto será muy diferente.
- La legislación adicional de alivio de la pandemia aprobada en marzo de 2021 impulsó la economía de los EE. UU., con efectos positivos en el resto del mundo. Sin embargo, los controles de estímulo de los hogares de EE. UU., que impulsaron en gran medida el impulso fiscal de DM en el 1T21 no se repetirán, y los beneficios mejorados por desempleo del gobierno federal expirarán por completo en 2021.
- Esperamos que el repunte dé paso a una moderación del crecimiento sincronizado en 2022, aunque el ritmo siga por encima de la tendencia.

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO?
CATALIZADORES DE LA REAPERTURA POR LLEGAR

- **Demanda contenida** no ha sido liberada ni mucho menos.
- Efecto sería aún mayor si el rally de las **materias primas** aflojase, mejorando el poder adquisitivo de los consumidores
- Se espera que la **Fed suba dos veces** tipos. ¿**Y si** la Fed **no** lo hiciera?
- Los **mercados laborales siguen mejorando** y el **soporte fiscal** debería continuar, posiblemente en diferentes formas (economía sostenible), aunque haya hecho pico.

CATALIZADORES DE LA REAPERTURA AÚN POR LLEGAR

- Pensamos que el crecimiento global está haciendo pico, pero no es una causa de preocupación.
- La mayoría de los canalizadores de la reapertura están por llegar y enumeramos posibles escenarios positivos que, creemos, hoy no descuenta el mercado:
    - Demanda contenida
    - Descanso de las MMPP
    - FED más dovish
    - Mejora del mercado laboral
    - Soporte fiscal se extiende en el tiempo de diferentes formas. Infraestructuras y economía sostenible tienen un papel relevante



4.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS EN EL 1S 2021

BREVE REPASO DE MERCADOS EN 1S 2021
RENTABILIDAD DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS

RENTABILIDADES DE DIFERENTES ACTIVOS EN 1S 2021

GLOBAL EQUITIES	GLOBAL FIXED INCOME	FX/COMMODITIES
15.2% S&P 500 total returns	**-3.4%** UST 10Y total returns	**0.9%** Trade-weighted USD rallied by…
15.0% MSCI Europe total returns (local ccy)	**-2.2%** Bund 10Y total returns	**7.1%** JPY depreciated against USD by…
8.7% TOPIX total returns	**4.7%** US HY excess returns	**4.5%** BRL appreciated against USD by…
7.6% MSCI EM total returns (USD)	**3.8%** EUR HY excess returns	**56.3%** Brent rallied by…

Fuente: Morgan Stanley con datos a 30 de junio de 2021

SE EXTIENDEN LAS SUBIDAS DEL 1T21

- 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.

BREVE REPASO DE MERCADOS 1S 2021
SE ACABÓ EL CICLO DE LOS BONOS

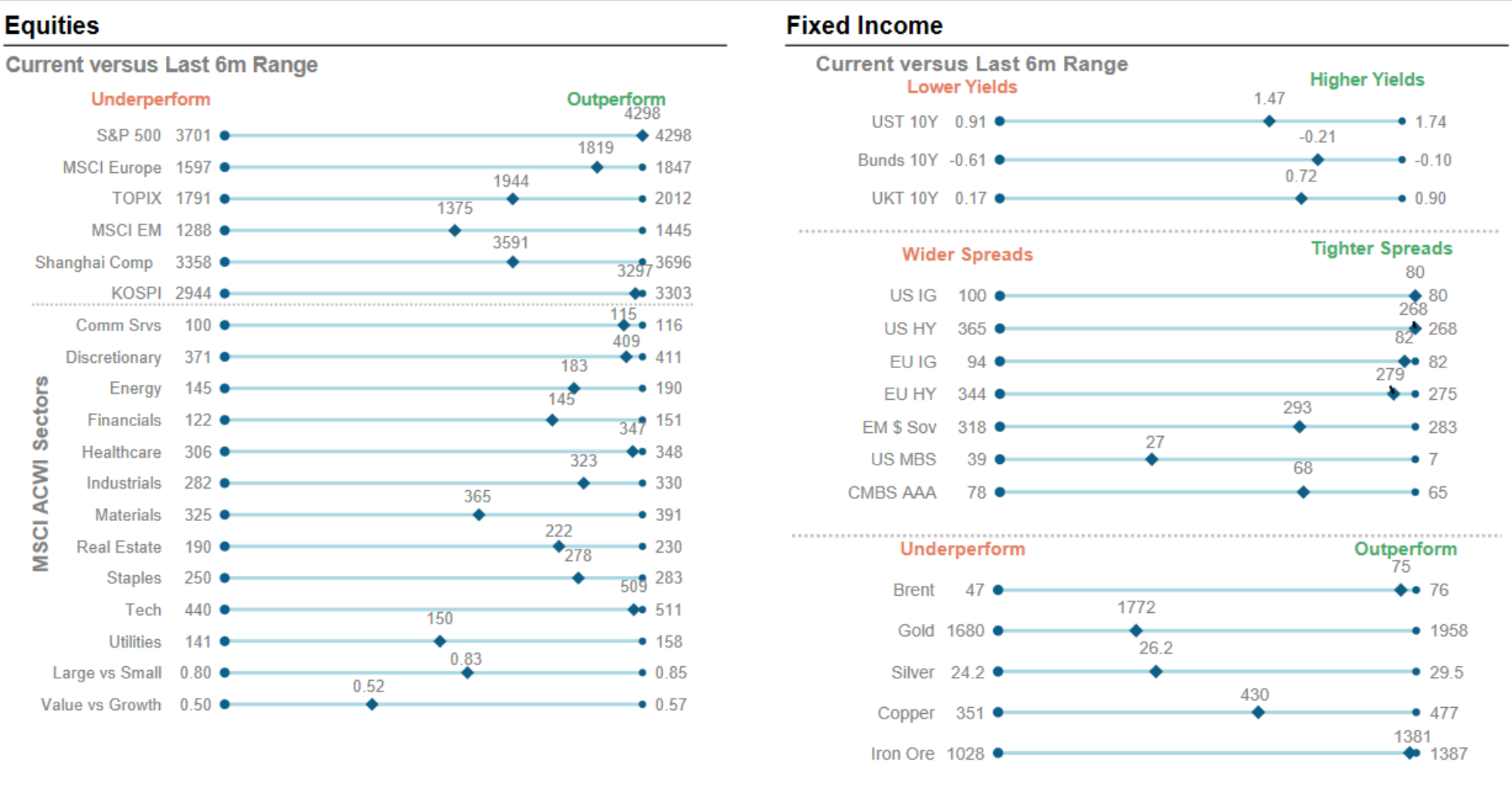
EVOLUCIÓN ANUAL DE DIFERENTES CLASES DE ACTIVO ORDENADAS POR RENTABILIDAD
(verde significa que bate a la inflación)

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	REITS
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	Commodities
3	Global HY	Commodities	EM$Sov Credit	Global HY	MSCI Japan	US 10yr	US 10yr	US HY	MSCI Europe	US Agg. Bond	Russell 2000	MSCI EM	Russell 2000
4	US HY	MSCI EM	US IG	REITS	MSCI Europe	MSCI China	EM$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	US HY
8	REITS	Global HY	Global HY	S&P 500	REITS	Russell 2000	US IG	REITS	Global HY	REITS	US IG	US 10yr	Global HY
9	Russell 2000	EM Local Debt	S&P 500	US HY	US 2yr	Inflation Bonds	MSCI Europe	US IG	EM$Sov Credit	Inflation Bonds	US HY	US IG	MSCI China
10	S&P 500	EM$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 Japan
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	US 2yr
12	EM Local Debt	US IG	Russell 2000	Inflation Bonds	MSCI EM	Global HY	US HY	MSCI Japan	Commodities	Commodities	Commodities	Global HY	Inflation Bonds
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	EM Local Debt
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	US IG
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$Sov Credit	EM$Sov Credit
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	US Agg. Bond
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 1S 2021 ¿QUÉ COTIZA MÁS EXTREMO EN EL CORTO PLAZO?

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



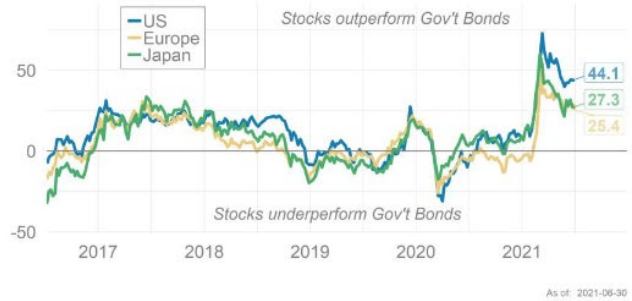
Fuente: Morgan Stanley con datos a 30 de junio de 2021

BREVE REPASO DE MERCADOS 1S 2021
RADIOGRAFÍA DE LA RECUPERACIÓN

RENTABILIDADES RELATIVAS – DIFERENCIA DE RETORNO TOTAL (12 meses)

Equities versus Govt. Bonds (%)

Stocks less Bonds 12M TR (%)



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

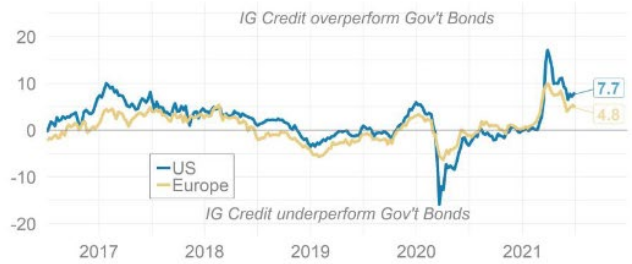
Regional Equities vs. MSCI ACWI (%)

Stocks less ACWI 12M TR (%)

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

Investment Grade Credit versus Govt. Bonds (%)

IG Credit less Bonds 12M TR (%)



Equities versus High Yield (%)

Stocks less HY 12M TR (%)

Fuente: Morgan Stanley con datos a 30 de junio de 2021

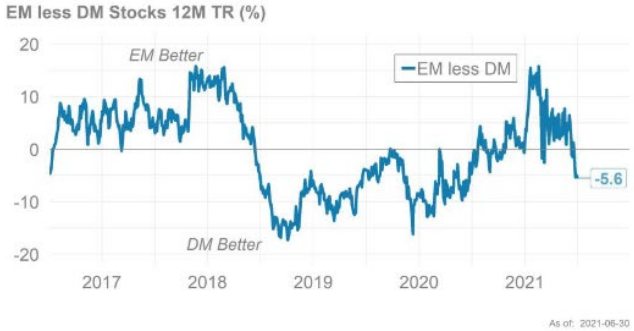
COMPORTAMIENTO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS (12 M)

- 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, pero Europa ha recuperado una parte grande del terreno perdido.
- El crédito Investment grade, como cabría esperar, se ha comportado mejor que los bonos gubernamentales.
- 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 1S 2021
RADIOGRAFÍA DE LA RECUPERACIÓN (II)

RENTABILIDADES RELATIVAS – DIFERENCIA DE RETORNO TOTAL (12 meses)

EM versus DM Equities (%)



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

Cyclical versus Defensive Equities (%)

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Small-Cap versus Large-Cap Equities (%)

Value versus Growth Equities (%)

Fuente: Morgan Stanley con datos a 30 de junio de 2021

COMPORTAMIENTO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS DE RV (12 M)

- 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 2T21.
- Emergentes ceden la ventaja que tenían frente a desarrollados tras un peor comportamiento en el último semestre.
- Las pequeñas compañías han tenido excelente comportamiento a pesar de la corrección relativa en último trimestre.
- El rebote relativo del estilo Value ha sido muy fuerte, para situarse a cierre del 2T con rentabilidades iguales que las acumuladas por el estilo Growth a 12 meses.

5.

ASSET ALLOCATION

ASSET ALLOCATION
EL ACTIVO QUE MARCA LA PAUTA AL RESTO

TIPOS A 10 AÑOS EE.UU. (azul) Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 10 AÑOS (negro)

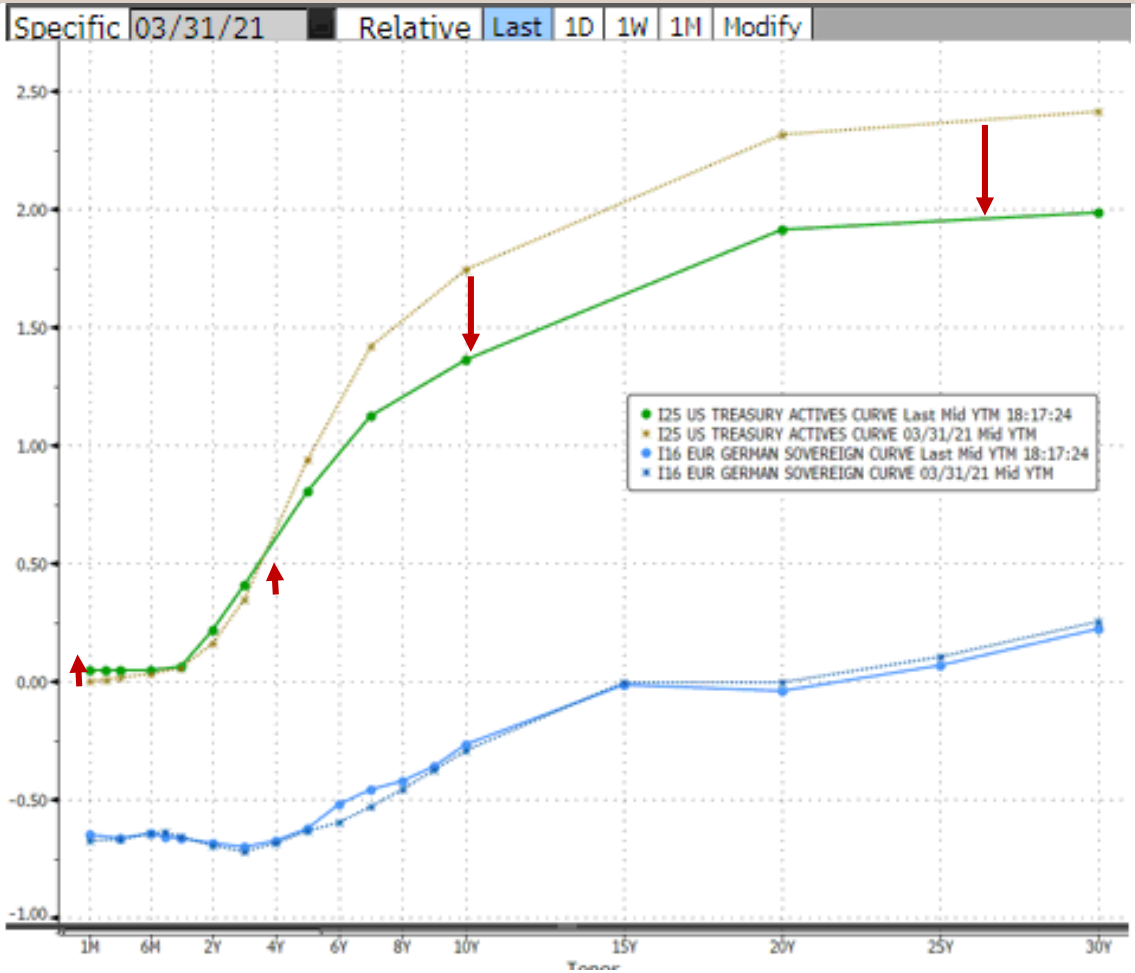
Fuente: Bloomberg

CUESTIÓN DE TIPOS DE INTERÉS

- Los tipos de interés y expectativas de inflación están marcando la pauta del mercado, en todos los activos.
- Mayor inflación implicaría subidas de tipos de interés, lo que penaliza a activos de larga duración en los que la tasa de descuento tiene mayor impacto.
- El incremento de expectativas de inflación:
- Beneficia a las bolsas frente a los bonos
- Beneficia a sectores cíclicos vs. defensivos
- Beneficia a las materias primas industriales y energía
- Beneficia al USD
- Como hemos desarrollado en la sección 2, pensamos que **las expectativas de inflación cederán** a partir de ahora y eso **condiciona nuestro posicionamiento general, excepto la renta fija de gobiernos**, en la que no vemos valor salvo para diversificar carteras con un enfoque táctico.

ASSET ALLOCATION
EL MENSAJE DEL MERCADO DE BONOS

EVOLUCIÓN DE LA CURVA DE TIPOS DESDE 31/03/2021



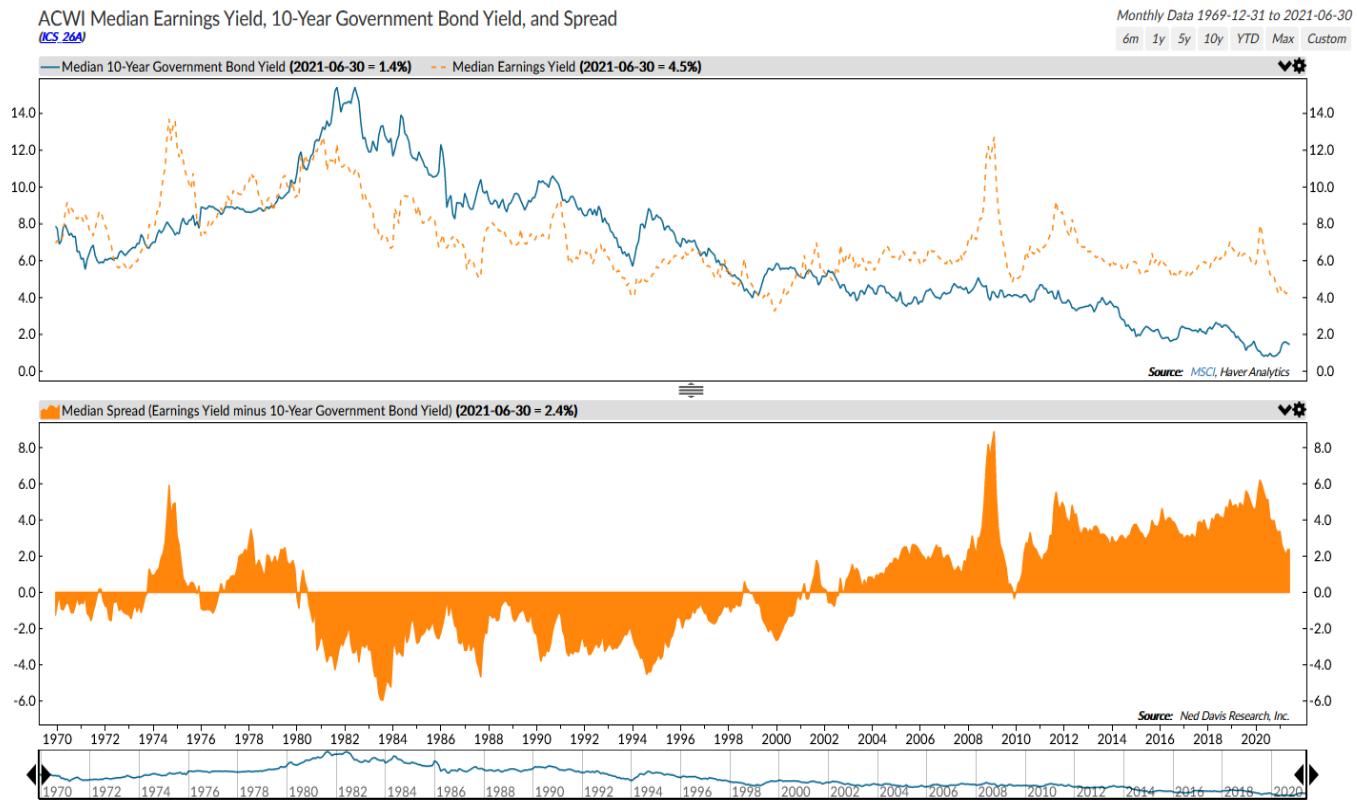
Fuente: Bloomberg

EL MENSAJE DEL MERCADO DE BONOS

- El aplanamiento de las curvas de los últimos meses da un mensaje consistente con nuestro escenario: **bajo crecimiento y bajos tipos de interés tras la normalización de la pandemia**
- La ligera subida de los tipos a corto plazo refleja el repunte de la inflación, pero interpretando que ésta será temporal.
- Bajan los tipos a largo plazo, cotizando posiblemente el pico de crecimiento y la vuelta a un escenario de bajo crecimiento en el largo plazo, lastrado por la deuda.
- Esta no es una señal de final de ciclo, sino de vuelta a la situación anterior a la pandemia y de fin de la fase inicial del ciclo causado por el covid.

ASSET ALLOCATION
ACCIONES MÁS ATRACTIVAS QUE BONOS

EARNINGS YIELD FRENTE A TIPOS DE INTERÉS



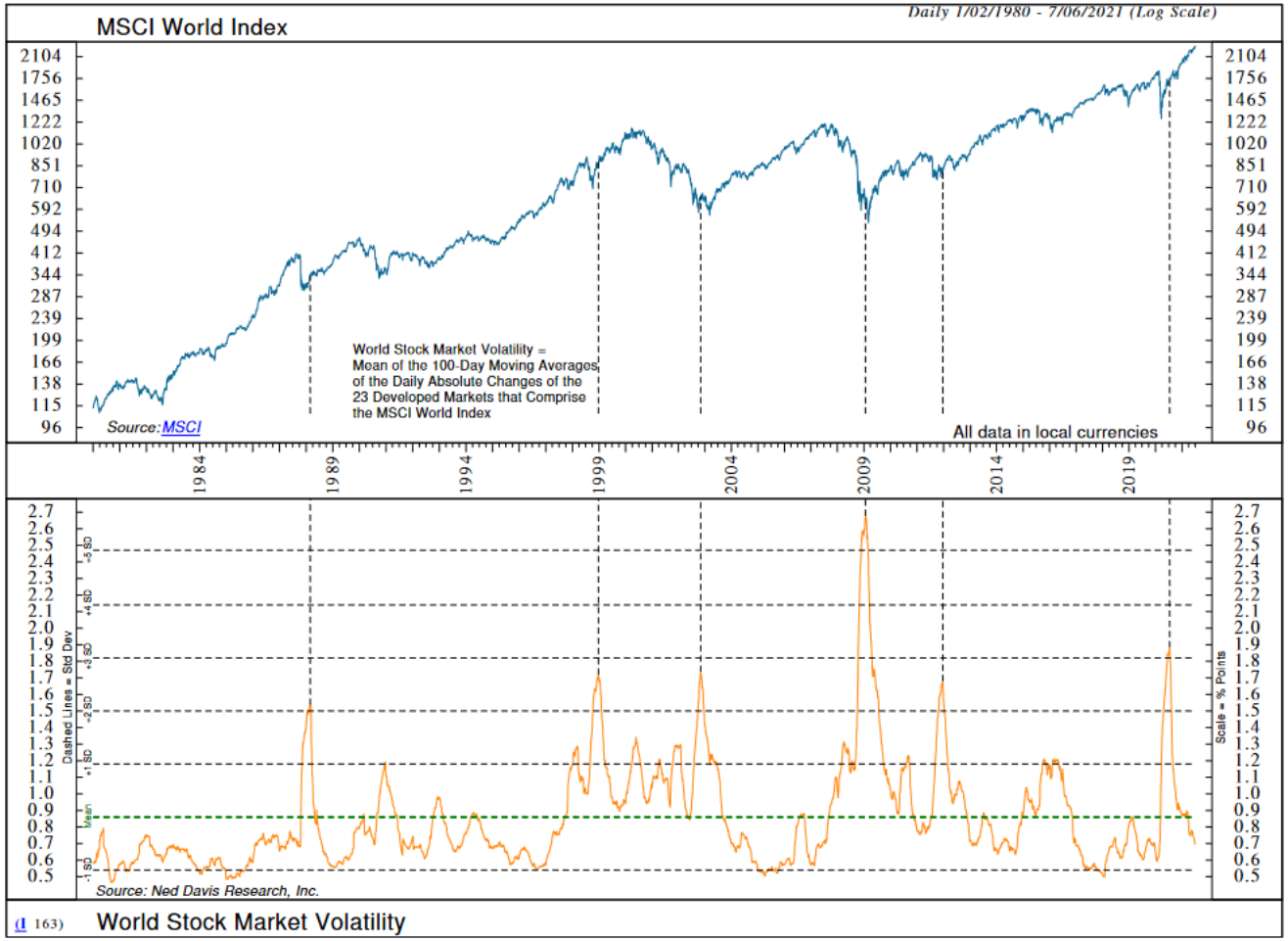
Fuente: Ned Davis Research

ACCIONES MEJOR QUE BONOS

- En términos relativos, a pesar de las fuerte subidas, las bolsas siguen siendo más atractivas que los bonos.
- El Earnings Yield, definido como la inversa del P/E, continúa muy por encima de los tipos de interés de los bonos.

ASSET ALLOCATION
VOLATILIDAD BAJA PERO NO EN MÍNIMOS

EVOLUCIÓN DEL MSCI WORLD Y SU VOLATILIDAD



Fuente: Ned Davis Research

VOLATILIDAD

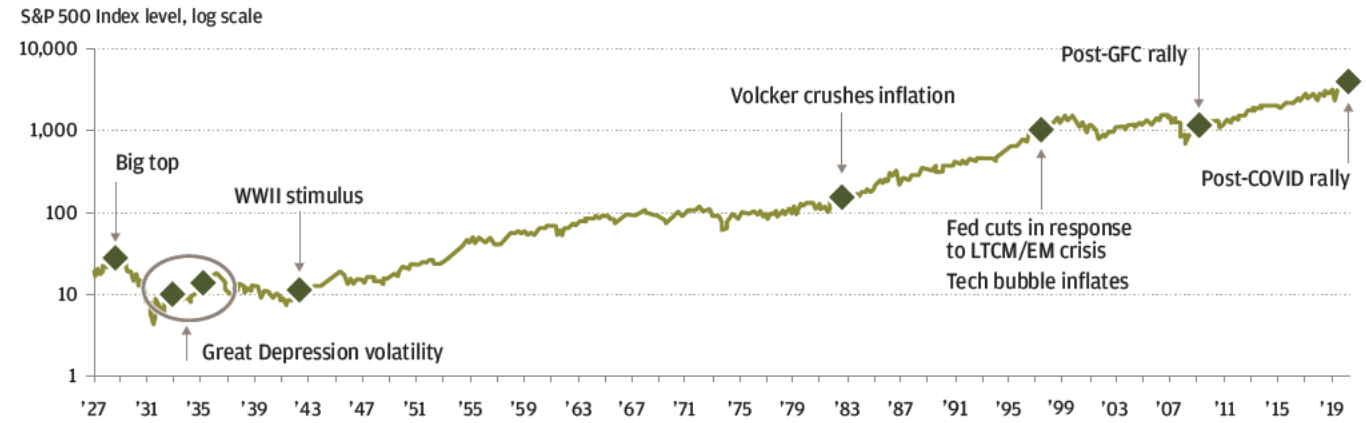
- El gráfico a continuación deja espacio para el optimismo, pero a la vez evidencia la complacencia.
- El compuesto de volatilidad del mercado de valores mundial ha caído drásticamente con el regreso de la confianza.
- El movimiento actual recuerda al de 1987, lo que fue en medio de un mercado alcista secular.
- Sin embargo, la volatilidad del índice de volatilidad compuesto se mantiene muy por encima de los mínimos alcanzados en 2017.

ASSET ALLOCATION

¿QUÉ HA OCURRIDO DESPUÉS DE TAN FUERTES SUBIDAS EN EL PASADO?

FUERTES SUBIDAS TRAS GRANDES DEPRESIONES NO HAN SIDO GRANDES TECHOS PARA LOS MERCADOS

POST GREAT DEPRESSION, STRONG RALLIES HAVE NOT INDICATED "BIG TOPS"



Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Private Bank Market and Asset Class Strategy. April 30, 2021.

Fuente: JP Morgan

ESPERAMOS QUE LAS SUBIDAS CONTINÚEN, PERO A OTRO RITMO

- Desde 1928, el índice S&P 500 ha subido un 50% o más, en un periodo de 12 meses, sólo un 1,5% de veces con observaciones semanales. Si eliminamos la era de la Gran Depresión, ese 1,5% baja hasta el 0,4%.
- Siendo absolutamente excepcional, ésa era la situación entre abril de 2020 y abril de 2021, periodo de 12 meses en el que el S&P ha acumulado una subida del 61%, sólo comparable a 1943 (post 2ª GM), 1983 (tras inflaciones de doble dígito de la era Volcker, llega la expansión de Reagan), 1998 (Burbuja .com) y 2010 (recuperación de la gran crisis financiera).
- Sin embargo, que el ritmo de subidas sea más lento, no implica que estas deban darse por finalizadas.
- Dentro del escenario principal de entrar es esa fase avanzada del ciclo, aunque a ritmo menor, las subidas de las bolsas se extienden, lo que encaja con el patrón histórico representado a la izquierda.

ASSET ALLOCATION
CONSOLIDAR LAS SUBIDAS PARA SEGUIR AVANZANDO

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

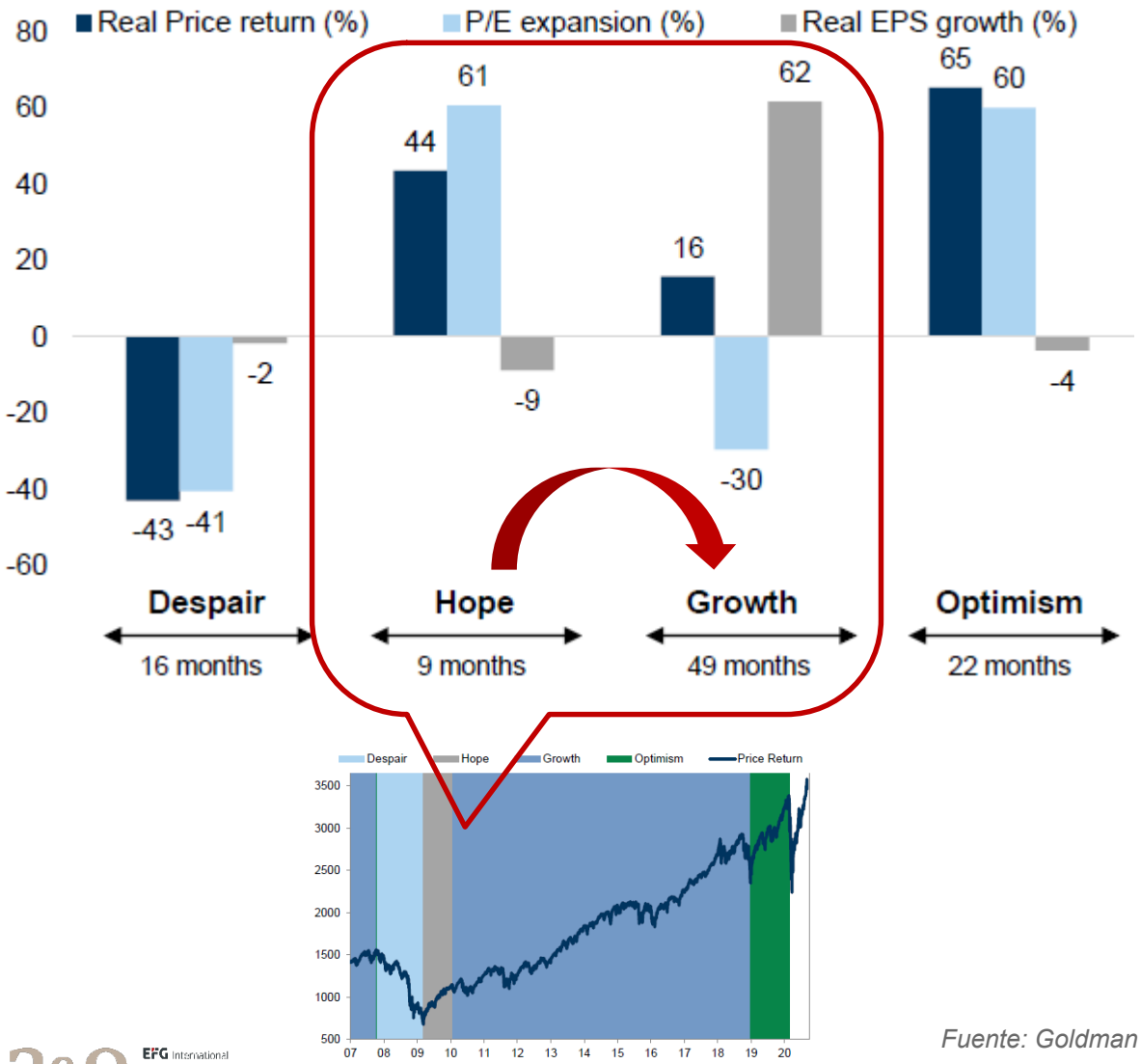
Como puede esperar, el ritmo de las rentabilidades después de subidas superiores al 50% tiende a desacelerarse en los 12 meses siguientes (2% frente al 7,5% de cualquier periodo)	2%	Ritmo de rentabilidades en periodo de 12 meses después de grandes subidas (>50%)
En cualquier caso, en el medio plazo, después de estos periodos de fuertes subidas el S&P ha logrado mejores rentabilidades: de media, una rentabilidad anualizada en los 3 siguientes años del +42% frente a una media del +23% en cualquier periodo	+42%	Rentabilidad media del S&P500 en periodos de 3 años
La rentabilidad pasada no es indicativa de los resultados futuros, pero estos números apoyan nuestra tesis de que estamos en una fase de transición a la fase de crecimiento del ciclo, en la que es el crecimiento de beneficios el que marca la pauta de las bolsas. Históricamente, subidas del 50% en el precio de las acciones han sido indicativas del principio de un ciclo positivo para las bolsas, no del final.	50%	Los cambios de precio son indicativos del inicio de periodos de fuertes rentabilidades para las acciones

Fuente: JP Morgan

CONTINUIDAD Y NO VÉRTIGO

- Como se puede esperar, el ritmo de las rentabilidades después de subidas superiores al 50% tiende a desacelerarse en los 12 meses siguientes (2% frente al 7,5% de cualquier periodo).
- En cualquier caso, en el medio plazo, después de estos periodos de fuertes subidas el S&P ha logrado mejores rentabilidades: de media, una rentabilidad anualizada en los 3 siguientes años del +42% frente a una media del +23% en cualquier periodo.
- La rentabilidad pasada no es indicativa de los resultados futuros, pero estos números apoyan nuestra tesis de que estamos en una fase de transición a la fase de crecimiento del ciclo, en la que es el crecimiento de beneficios el que marca la pauta de las bolsas. Históricamente, subidas del 50% en el precio de las acciones han sido indicativas del principio de un ciclo positivo para las bolsas, no del final.

ASSET ALLOCATION
EL CICLO AVANZA Y SE CUMPLE EL GUIÓN



Fuente: Goldman Sachs

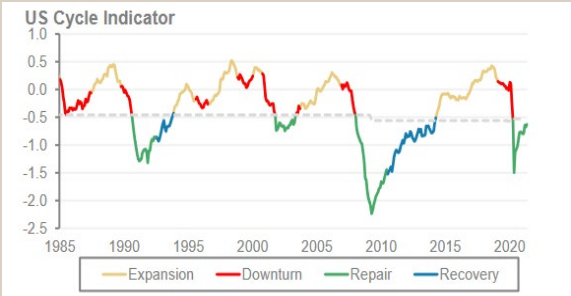
MENOR INTENSIDAD EN LA RECUPERACIÓN

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

ENTORNO ECONÓMICO
EL CICLO ECONÓMICO EN EE.UU.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO DE DIFERENTES ACTIVOS EN LAS DIFERENTES FASES DEL CICLO

	N12M Returns (vs Avg)	
Asset	Current 'Early'-Cycle Phase	Next 'Mid'-Cycle Phase*
S&P 500	6.7%	2.5%
US IG XS	3.1%	0.5%
US HY XS	10.1%	0.9%
UST 10Y	1.0%	-1.6%



Fuente: Morgan Stanley Research

*Nota: Datos de 1985 para acciones y tipos y 1988 para crédito. * El ciclo temprano se define como una reparación posterior al mínimo en el indicador de ciclo de EE. UU., Mientras que el ciclo medio se define como una fase ponderada por probabilidad que asigna dos tercios a la fase de recuperación y un tercio a la fase de expansión.*

MENORES RETORNOS ESPERADOS

- Los ciclos expuestos en el gráfico de la izquierda (EE.UU. desde 1985) se han visto reflejados en el siguiente comportamiento relativo de los principales activos:
- **Renta variable:** rendimientos aún por encima de la media según entramos en la fase intermedia del ciclo, aunque las subidas son menos explosivas que en la fase inicial.
- **Crédito**: la deuda corporativa tiene un comportamiento cercano a su media histórica, perdiendo fuerza en esta fase especialmente la deuda Investment Grade.
- **Deuda Gubernamental:** el retorno de los bonos pasa de estar cerca de la media a estar muy por debajo en esta fase intermedia del ciclo.

ASSET ALLOCATION
VALORACIONES EXIGENTES, NO DISPARATADAS

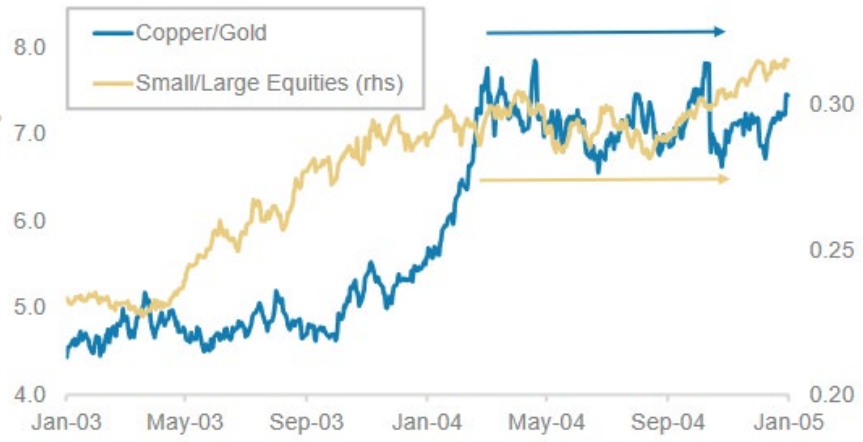
Market	Cyclically Adj. E/P	20y Z-Score	Real 10Y Ylds	20y Z-Score	ERP (%)	20y Z-Score	IG Credit Sprd^	20y Z-Score	FX REER	20y Z-Score	Composite PMI Period	Composite PMI Latest	Composite PMI 12m Trend
US	3.0		-2.3		5.3		80		113		Jun-21	63.9	
Europe	4.3		-1.2		5.5		82		96		Jun-21	59.2	
Japan	4.3		0.2		4.1		n/a	n/a	71		Jun-21	47.8	
EM	6.0		-2.3		8.3		n/a	n/a	n/a	n/a	May-21	52.8	
Germany	4.3		-1.2		5.5		n/a	n/a	96		Jun-21	60.4	
Italy	4.1		0.5		3.5		110		96		May-21	55.7	
Spain	9.5		0.2		9.3		98		96		May-21	59.2	
Sweden	4.1		-1.8		5.9		89		90		Apr-21	66.4	
Switzerland	3.4		-0.4		3.8		89		105		May-21	69.9	
UK	5.0		-1.3		6.3		116		103		Jun-21	61.7	
China	5.8		2.2		3.6		159		127		May-21	53.8	
Korea	5.1		0.9		4.2		60		108		May-21	53.7	
Australia	4.2		0.3		3.8		n/a	n/a	88		Jun-21	58.4	
Brazil	7.8		4.1		3.7		165		61		May-21	53.7	
Mexico	5.7		2.6		3.1		93		83		May-21	47.6	
Indonesia	6.9		5.2		1.7		74		89		May-21	55.3	
Russia	14.4		1.1		13.3		84		76		May-21	56.2	
South Africa	5.8		4.2		1.6		186		77		May-21	53.2	

Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 30 de junio de 2021

ASSET ALLOCATION
SIMILITUDES CON 2004

La renta variable se movió lateralmente tras las fuertes subidas de 2003

En 2004, el rally cíclico tuvo una pausa



Fuente: Morgan Stanley Research

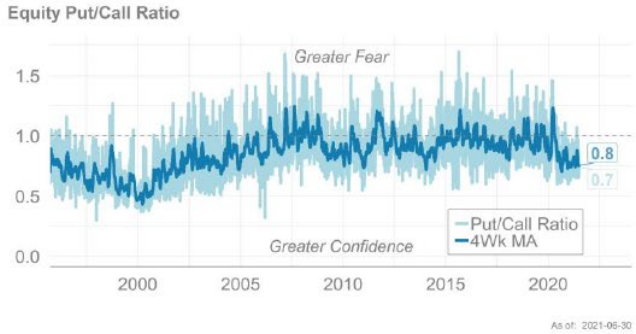
DESCANSO DEL MERCADO

- En 2004, el mercado pasó muchos meses de lateralidad, tras las fuertes subidas de 2003, para terminar con grandes subidas tanto en renta variable como en crédito.
- Ambas fueros lideradas por activos cíclicos de ciclo temprano según el optimismo mejoraba. Las acciones globales disfrutaron de un re-rating significativo.
- 2004 marcó un punto de inflexión entre la política extraordinariamente agresiva del banco central (según los estándares del día) y la reversión de esa política.
- Se ubicó dentro del ciclo económico más corto de los últimos 40 años y, por lo tanto, fue coherente con un entorno económico y de mercado más "de ciclo medio".

ASSET ALLOCATION
SENTIMIENTO POSITIVO, NO EUFORIA

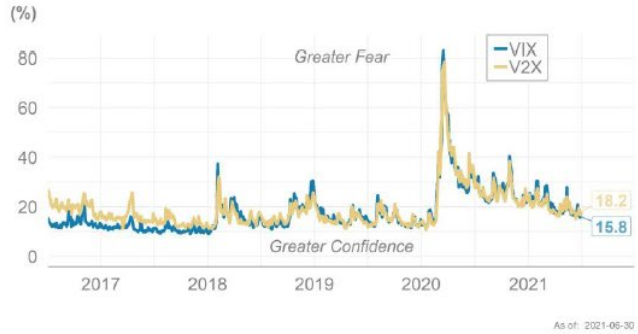
DIFERENTES INDICADORES DE SENTIMIENTO

US Equity Put/Call Ratio



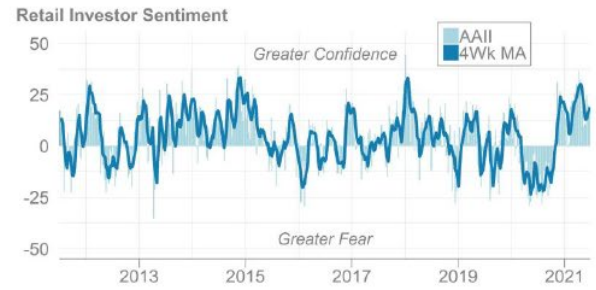
Source: CBOE, Bloomberg, Morgan Stanley Research

VIX and EURO STOXX V2X



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

AAII Bulls-Bears



Morgan Stanley Standardized Global Risk Demand Index

Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 30 de junio 2021

SENTIMIENTO POSITIVO SIN ALCANZAR LA EUFORIA

- Los indicadores de sentimiento están en terreno positivo pero no han alcanzado, en líneas generales, los niveles de euforia extrema en los que históricamente el mercado se ha dado la vuelta.
- La relación entre puts y calls del S&P está cerca de la media histórica.
- La volatilidad está en niveles muy bajos, indicando cierta complacencia, pero sin haber alcanzado los mínimos anteriores.
- La relación entre inversores profesionales alcistas y bajistas muestra un posicionamiento favorable a los activos de riesgo, aunque ya han comenzado a reducir exposición.

ASSET ALLOCATION
FLUJOS ETFS

FLUJOS ACUMULADOS EN EE.U. EN ETFS DE RENTA VARIABLE ($ MM)

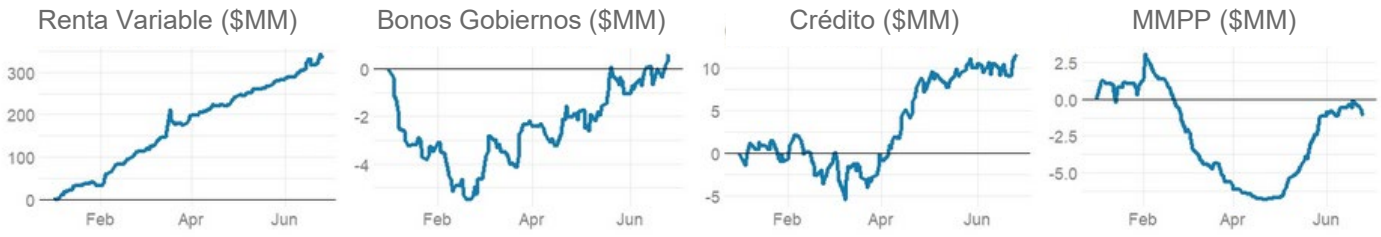
Fuente: Morgan Stanley

FUERTES ENTRADAS EN RENTA VARIABLE

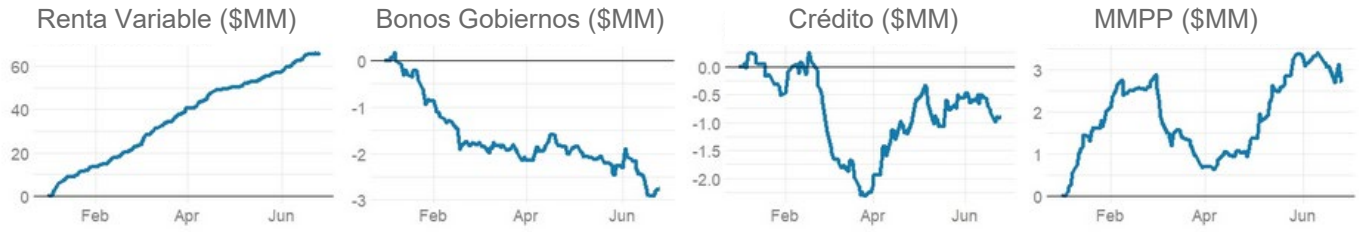
- Los flujos en EE. UU. en ETF de acciones americanas han alcanzado los $338 mil millones, superando ya, por mucho, a los flujos de todo 2020.
- Los flujos europeos en ETF de acciones de US $68 mil millones también han sido excepcionalmente fuertes en comparación con años anteriores.
- Los flujos de ETF sectoriales y regionales sugieren una alta convicción en la rotación de la reflación y en Europa, ya que los ETF de energía y finanzas han registrado flujos de US $12 MM y $18 MM, el más alto desde al menos 2005, con un panorama similar para los flujos del sector europeo.
- Los flujos desde EE. UU. a renta variable europea han ido en aumento y ahora constituyen la mayor parte de los flujos de 3MM centrados en la región.

ASSET ALLOCATION
FLUJOS EN ETFS EN EL AÑO POR CLASE DE ACTIVO

Flujos acumulados en ETFS americanos YTD



Flujos acumulados en ETFS europeos YTD



Fuente: Morgan Stanley Research, 25 de junio de 2021
Renta Variable incluye doméstica e internacional

TODOS EN MÁXIMOS. LA MAREA DE LIQUIDEZ

- Los flujos de ETF de renta fija apuntan a una fuerte demanda en el primer semestre de TIP y Munis, pero no tanto de crédito corporativo.
- Los ETF de ESG registraron flujos de entrada récord en el 1S21. YTD, los ETF de ESG de EE. UU. registraron entradas acumuladas de US $ 21.000 millones. Esta es la tasa de ejecución más alta en los últimos cinco años y alrededor de US $ 6 MM más que en 2020 en esta etapa del año.
- Todos estos números, junto con el argumento ya desarrollado de la temporalidad de la inflación, nos llevan a tomar un posicionamiento de cautela ante un posicionamiento extremo a favor de la reflación, que ha comenzado a ceder en estos primeros días de 3T21.

ASSET ALLOCATION:
RESUMEN POSICIONAMIENTO

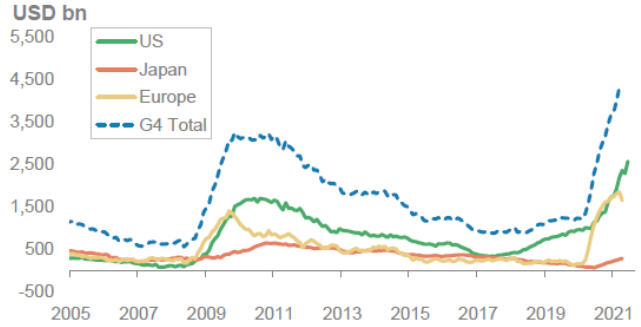
- SOBREPONDERADOS EN **RENTA VARIABLE**
  *Tácticamente algo más **neutrales***
- INFRAPONDERAMOS LA **RENTA FIJA**
- POSICIONES TÁCTICAS EN **LIQUIDEZ**
- OTROS ACTIVOS
  - **GESTIÓN ALTERNATIVA**
  - **MATERIAS PRIMAS**
  - **METALES PRECIOSOS**
  - **DIVISAS EMERGENTES (ASIA)**
  - **DÓLAR**
  - **PETRÓLEO**

5. a.

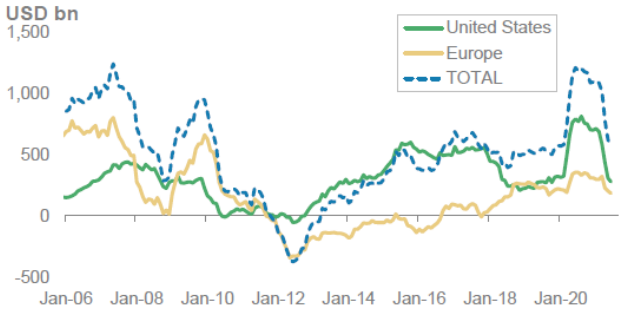
RENTA FIJA

RENTA FIJA
EMISIONES NETAS RF GLOBAL

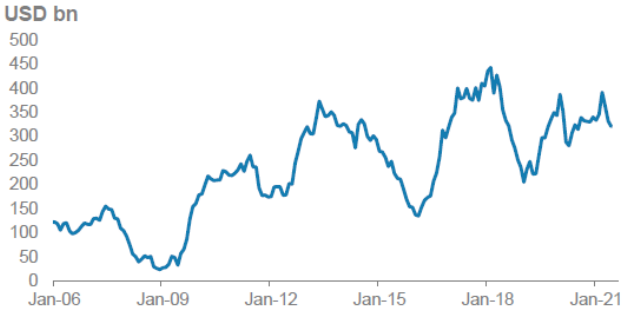
Gobiernos desarrollados



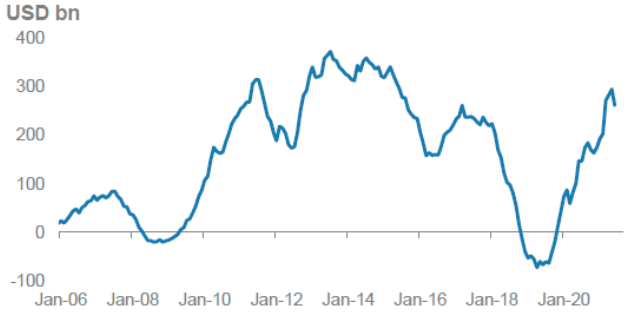
Bonos IG desarrollados



Deuda Emergente



High Yield



Fuente: ICI, Morgan Stanley Research

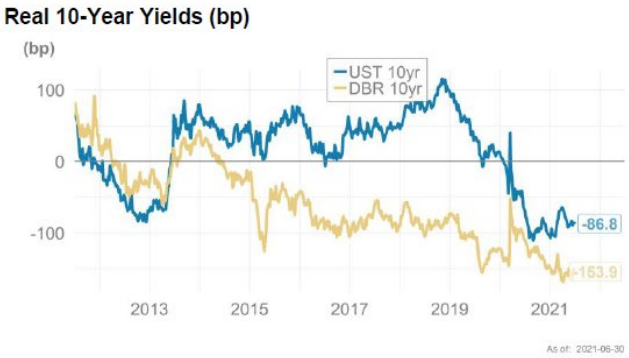
LA OFERTA DE GOBIERNOS CONTINÚA. EL RESTO SE RALENTIZA.

- 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.

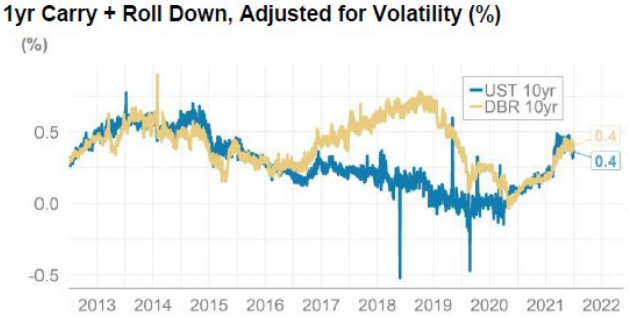
RENTA FIJA GOBIERNOS
RIESGO SIN REMUNERAR

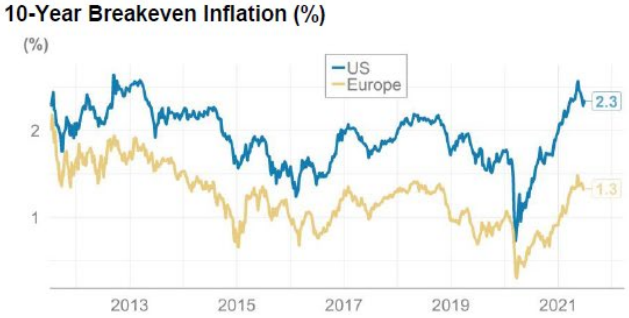
TIPOS DE INTERÉS NOMINALES, REALES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Source: Morgan Stanley Research, Bloomberg



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





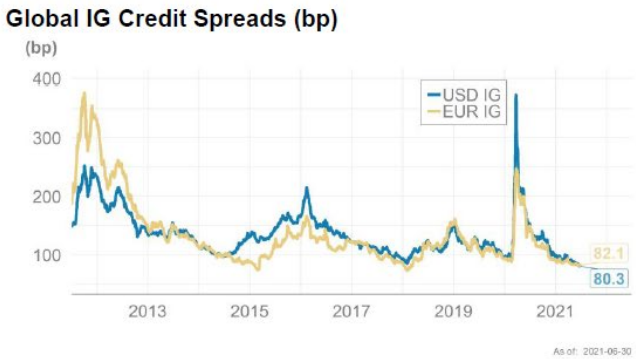
Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 30 de junio

VALORACIÓN EXCESIVA DE LA RF GUBERNAMENTAL

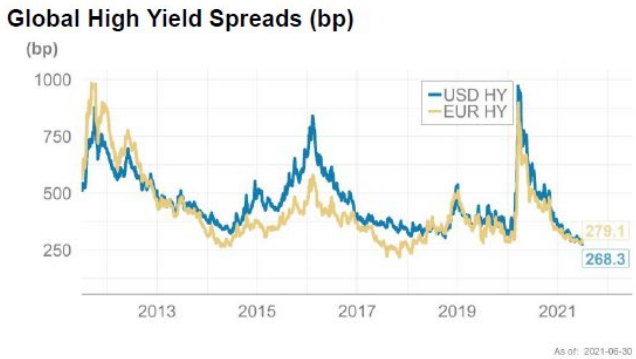
- El antiguo activo libre de riesgo ya es, desde hace tiempo, activo libre de retorno. Los tipos de interés nominales del bono a 10 años del gobierno de EE.UU. tras repuntar hasta el 1,8% han vuelto a ceder, como anticipamos.
- No esperamos fuertes repuntes adicionales de tipos en EE.UU. y apenas ningún repunte en Europa.
- Los tipos reales han caído fuertemente, consecuencia principalmente del repunte de la inflación.
- 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.

RENTA FIJA CORPORATIVA
VALORACIÓN

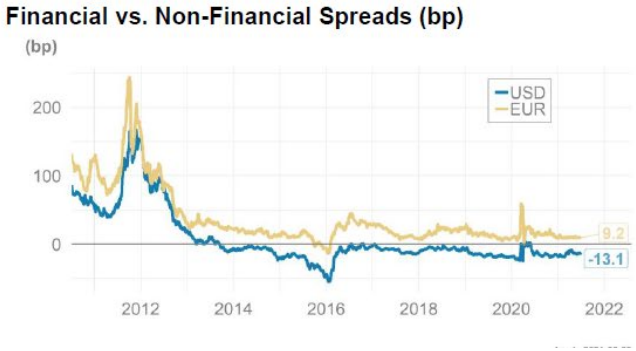
TIPOS DE INTERÉS NOMINALES, REALES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

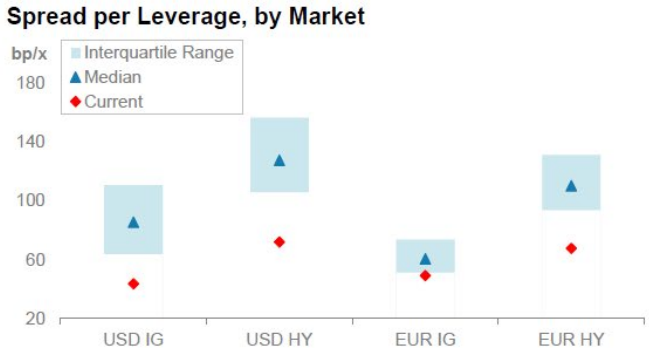


Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research





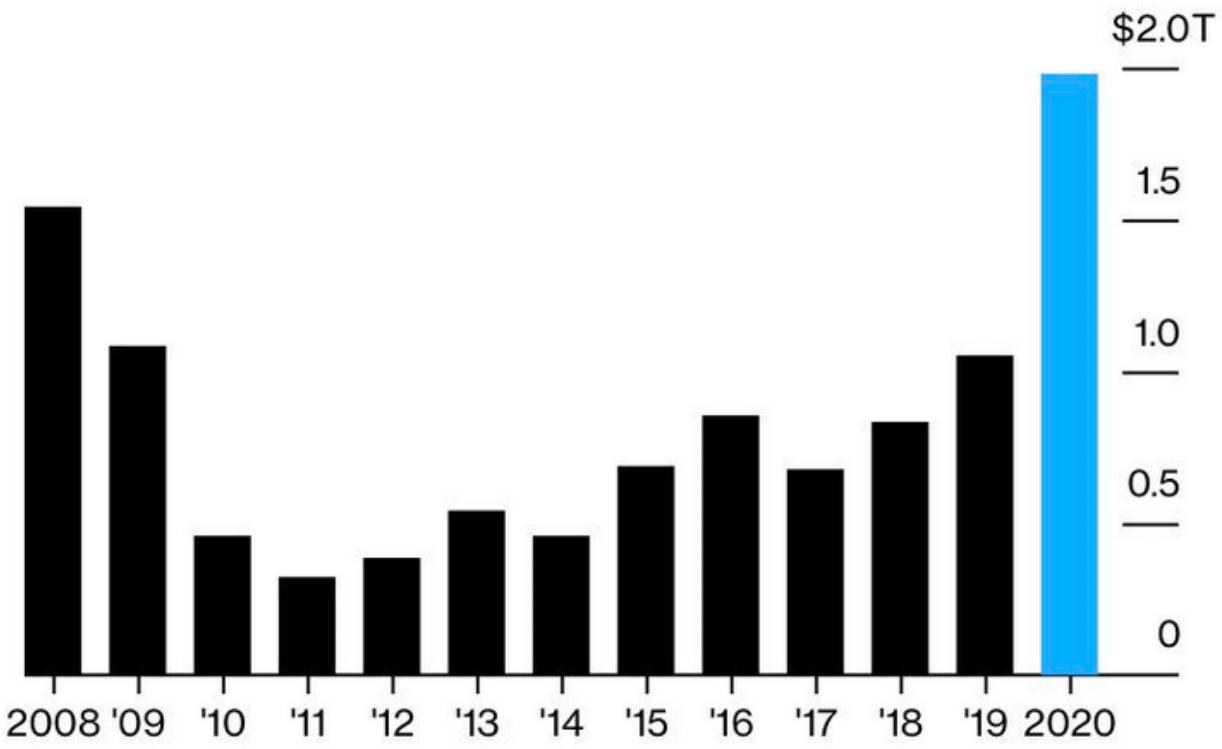
Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 30 de junio

NEGATIVOS EN CRÉDITO EN GENERAL

- 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 HIGH YIELD
NEUTRALES POR CICLO, PRUDENTES POR VALORACIÓN

DEUDA DE EMPRESAS ZOMBI



Fuente: Bloomberg y hive blog

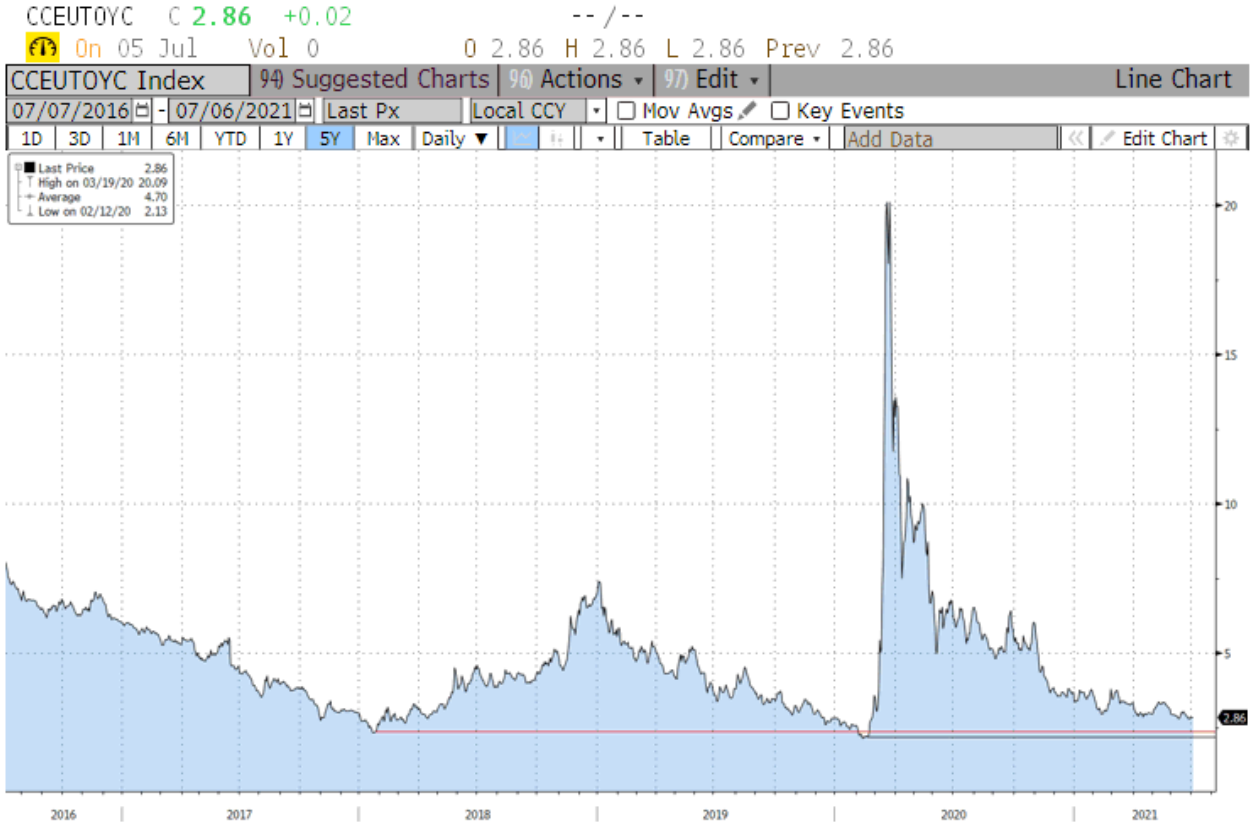
CUIDADO CON EL HIGH YIELD, PERO QUEDAN OPORTUNIDADES

- En un contexto de recuperación cíclica, con incremento de la demanda y, a pesar de la posibilidad de reducción de estímulos, tipos bajos durante mucho tiempo, el High Yield continúa siendo, a pesar de la exigencia de su valoración, uno de los activos en los que nos posicionamos neutrales, y no negativos, en el universo de la renta fija.
- Las compañías zombi son aquellas que no generan beneficio suficiente para repagar su deuda. Sólo son capaces de pagar los intereses de esta deuda en el contexto de tipos de interés actual.
- Se les llama zombies, porque no están vivas ni muertas. No pueden llevar a cabo el menor plan de crecimiento y no tienen capacidad de inversión adicional, pero no mueren mientras puedas pagar el coste de su deuda.
- El importe no ha parado de crecer y ha alcanzado los 2 billones de dólares.

RENTA FIJA

DEUDA SUBORDINADA FINANCIERA

YTC DEL ÍNDICE DE AT1 DE CREDIT SUISSE



Fuente: Bloomberg

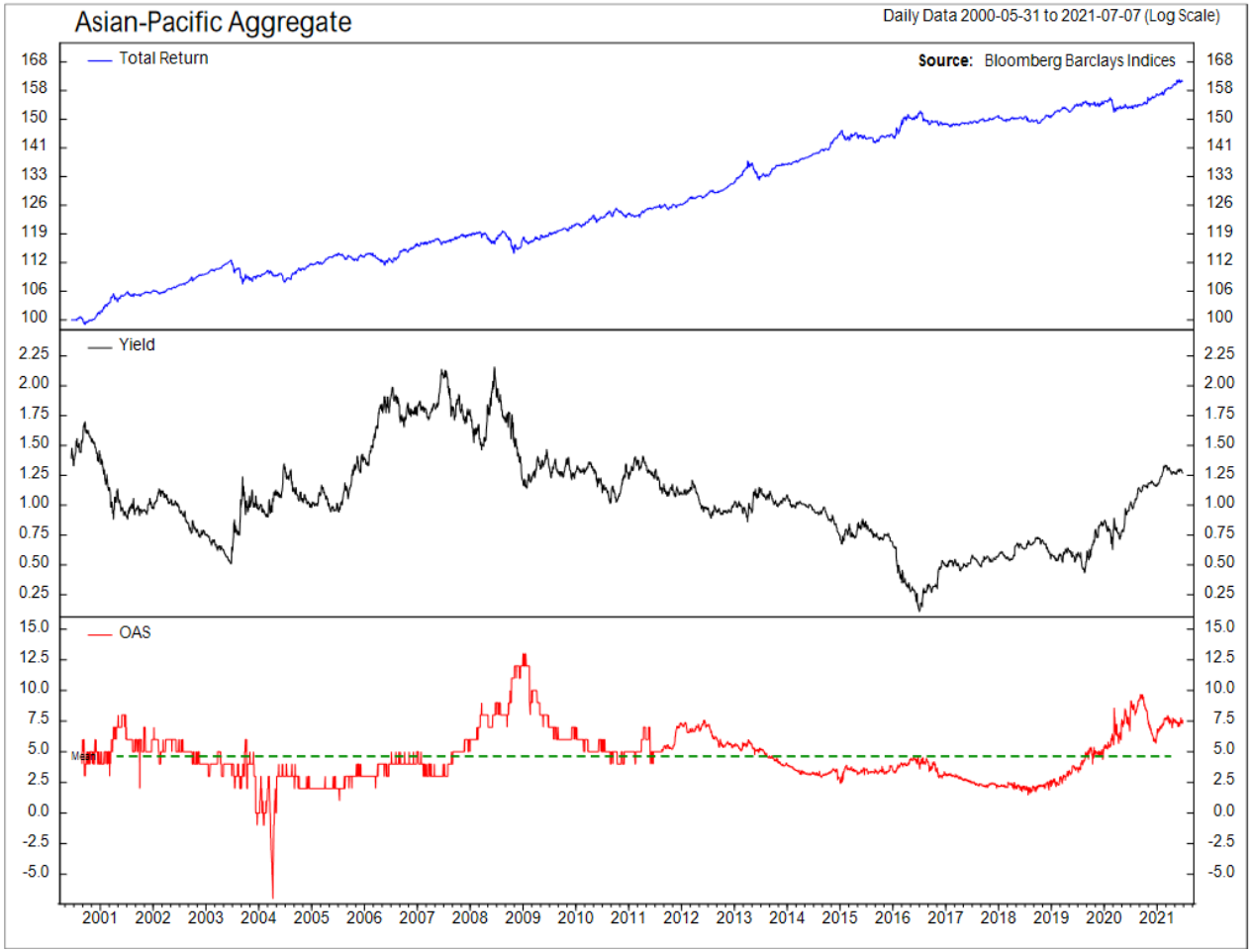
CONTINUAMOS POSITIVOS EN DEUDA SUBORDINADA FINANCIERA

- 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 (ASIA)

Rentabilidad a vencimiento y diferencial de los bonos asiáticos



Fuente: Ned Davis Research

POSITIVOS EN BONOS ASIÁTICOS

- Los bonos emergentes son de los pocos activos en los que queda algo de carry, pero la parte de Latam y Europa del Este continúan pareciéndonos excesivamente vulnerables.
- Asia, sin embargo, presenta una situación de mayor estabilidad, está más avanzada en la salida de la pandemia y en algunos países como China, se habla ya de bajada y no de subida de tipos de interés. En Asia, quizás la rentabilidad es menor, pero los fundamentales son más favorables.
- Rentabilidad a vencimiento y diferencial de crédito por encima 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.

RENTA FIJA
VALORACIÓN DIFERENTES REGIONES E INSTRUMENTOS

RATES

Market	Rating	10yr Yld	1yr Range	20y Z-Score	Breakeven	20y Z-Score	Real Yld	20y Z-Score	2s10s	20y Z-Score	10s30s	20y Z-Score	1yr Vol (bp)	20y Z-Score	Carry+Roll / Vol	20y Z-Score
United States	Aaa	1.47			2.34		-0.87		1.22		0.62		59		0.4	
United Kingdom	Aa3u	0.72			3.47		-2.75		0.66		0.52		52		0.3	
Germany	Aaau	-0.21			1.33		-1.54		0.46		0.50		40		0.4	
Italy	Baa3u	0.82			1.28		-0.46		1.19		1.02		57		n/a	n/a
Spain	Baa1	0.41			1.35		-0.94		0.92		0.99		43		n/a	n/a
Portugal	Baa3	0.39			n/a	n/a	n/a	n/a	0.99		0.96		44		n/a	n/a
Japan	A1	0.05			0.32		-0.26		0.17		0.63		14		0.3	
South Korea	Aa2	2.10			1.11		0.99		0.80		0.10		45		0.3	
Australia	Aaa	1.53			2.06		-0.53		1.47		0.75		74		0.4	
Brazil	Ba2	8.32			5.03		4.11		0.62		n/a	n/a	261		n/a	n/a
Mexico	Baa1	6.97			n/a	n/a	2.60		1.41		0.58		98		0.2	
Indonesia	Baa2	6.57			n/a	n/a	5.20		2.23		0.33		80		0.7	
Russia	Baa3	7.20			n/a	n/a	1.13		0.37		n/a	n/a	86		0.1	
South Africa	Ba2	7.35			5.76		4.21		2.64		1.07		102		0.3	

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	80			0.16%		65		1.8		10.1		21		3.8	
EU Inv. Grade	A3	82			0.17%		65		1.7		11.9		18		4.6	
US High Yield	B1	268			2.27%		41		3.7		4.2		115		2.3	
EU High Yield	Ba3	279			1.60%		119		4.2		4.0		85		3.3	
EM Sovereign^																
Brazil	Ba2	165			0.70%		96						86		1.9	
Mexico	Baa1	93			0.15%		79						63		1.5	
Indonesia	Baa2	74			0.15%		60						88		0.8	
Russia	Baa3	84			0.15%		69						61		1.4	
South Africa	Ba2	186			0.70%		116						92		2.0	

Fuente: Morgan Stanley Research con datos de 30 de junio de 2021

RENTA FIJA
RESUMEN POSICIONAMIENTO

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**

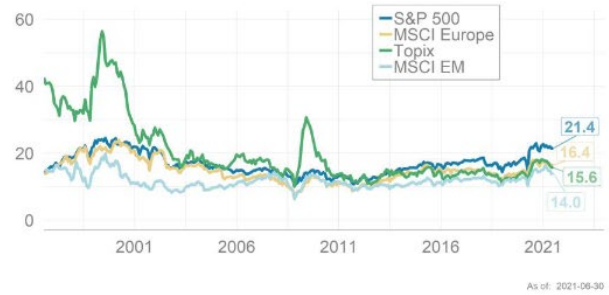
5. b.

RENTA VARIABLE

RENTA VARIABLE
VALORACIONES EXIGENTES NO DISPARATADAS

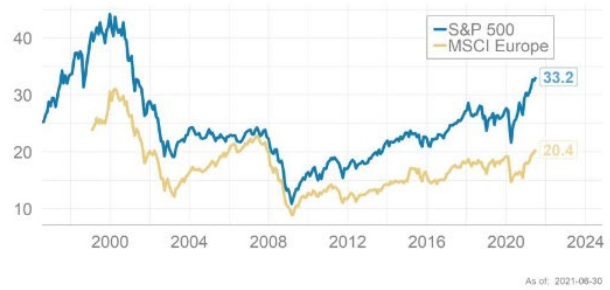
EVOLUCIÓN DE DIFERENTES RATIOS DE VALORACIÓN DE LAS BOLSAS

Forward Price/Earnings



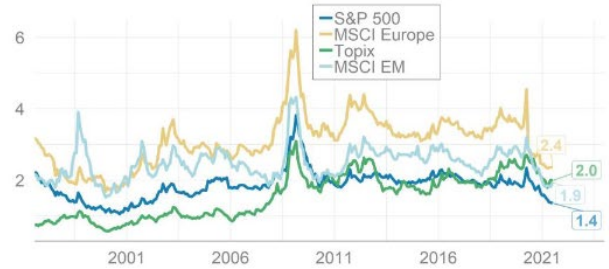
Source: Datastream, IBES, Morgan Stanley Research

Cyclically Adjusted P/E



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Dividend Yield (%)



Price/Book

Fuente: Morgan Stanley Research, con datos de 30 de junio

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.
- Con los **tipos de interés en los niveles actuales**, el mercado está dispuesto a **pagar múltiplos más altos** que en otros entornos de tipos.
- La contracción de múltiplos ha comenzado y, a 30 de junio, las bolsas, a pesar de las subidas de las cotizaciones, ya cotizan a múltiplos ligeramente más bajos que a cierre del 1T21.

RENTA VARIABLE
VALORACIÓN POR REGIONES Y SECTORES

Index	Level	1yr Range	Forward		Trailing						Composite Value	
			Fwd 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	720		18.8		3.0		2.3		1.7		n/a	n/a
S&P 500	4,298		21.4		4.6		3.1		1.4		134%	
MSCI Europe	1,819		16.4		2.1		1.7		2.3		79%	
EuroStoxx 50	4,064		17.1		2.1		1.7		2.1		81%	
CAC 40	6,508		16.5		1.9		1.5		2.2		76%	
DAX 30	15,531		14.3		1.8		1.2		2.4		68%	
FTSE 100	7,037		13.2		1.9		1.5		3.4		66%	
FTSE MIB (Italy)	25,102		13.4		1.3		0.9		3.3		57%	
Swiss Market Index	11,943		18.6		3.2		2.9		2.7		102%	
TOPIX	1,944		15.6		1.3		0.9		2.0		63%	
Hang Seng	28,828		13.1		1.2		1.8		2.2		55%	
MSCI Australia	1,438		17.4		2.4		3.0		2.9		86%	
MSCI EM	1,375		14.0		2.1		1.6		1.8		72%	
Brazil	2,025		8.9		2.4		2.1		2.9		64%	
China	110		15.8		2.2		1.5		1.4		79%	
India	1,821		22.4		3.6		2.9		1.0		120%	
Korea	1,014		11.6		1.5		1.1		1.4		56%	
Mexico	5,150		14.5		2.1		1.4		2.3		74%	
Russia	785		6.7		1.2		1.5		4.9		37%	
S&P Fins.	611		14.0		1.7		2.6		1.7		65%	
EU Fins.	94		9.8		0.6		1.5		1.4		36%	
US Growth	9,623		34.2		11.9		6.7		0.4		288%	
US Value	3,246		16.7		3.0		2.1		2.3		94%	
EU Growth	188		25.5		4.9		3.0		1.4		149%	
EU Value	112		12.2		1.3		1.1		3.3		54%	
US Large Cap	2,897		22.5		5.1		3.4		1.4		145%	
US Small Cap	1,375		20.1		2.3		1.3		1.2		92%	
EU Large Cap	1,036		15.9		2.1		1.7		2.4		77%	
EU Small Cap	471		20.2		1.7		1.1		1.8		82%	

Fuente: Morgan Stanley Research con datos de 30 de junio de 2021

RENTA VARIABLE
VALORACIONES LIMITAN UPSIDE EN EE.UU.

NIVEL DEL S&P 500 Y ESTIMACIONES PARA FINAL DE AÑO DE ESTRATEGAS

S&P 500 Year-end 2021 Analyst Targets

ANALYST	AFFILIATION	TARGET 2021
Dubravko Lakos-Bujas	JPMorgan Chase	4,400
Kristina Hooper	Invesco	4,350
David Kostin	Goldman Sachs	4,300
John Stoltzfus	Oppenheimer	4,300
Craig Johnson	Piper Sandler Companies	4,225
Brian Belski	BMO	4,200
Keith Parker	UBS	4,100
Maneesh Deshpande	Barclays	4,000
Julian Emanuel	BTIG	4,000
Sam Stovall	CFRA	4,080
Binky Chadha	Deutsche Bank	3,950
Mike Wilson	Morgan Stanley	3,900
Darrel Cronk	Wells Fargo Investment Institute	3,900
Tobias Levkovich	Citigroup	3,800
Savita Subramanian	BofA	3,800
Barry Bannister	Stifel	3,800 (by Spring/Summer)

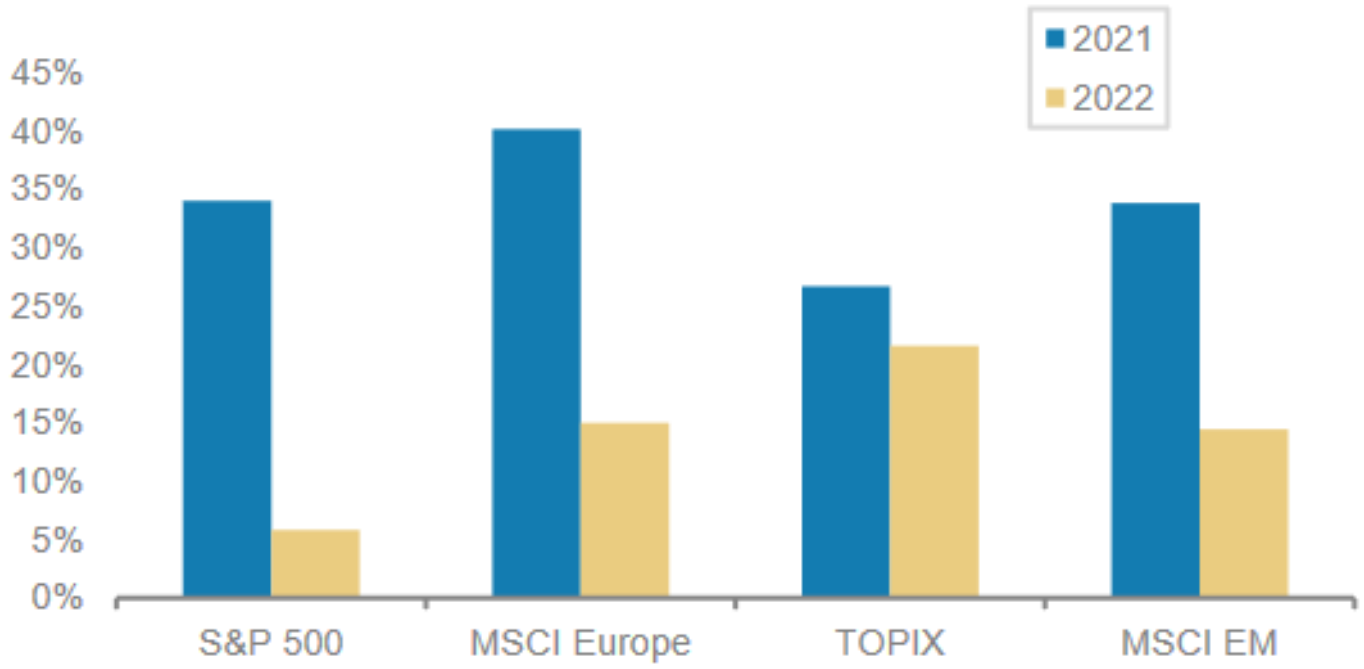
Fuente: Mirabaud Securities, 30 de junio 2021

POCO UPSIDE EN EE.UU., PERO DOWNSIDE TAMBIÉN LIMITADO

- Mostramos a la izquierda el nivel objetivo para final de año de las principales casas de análisis para el S&P 500.
- La mayoría tienen un objetivo por debajo del nivel actual.
- La temporada de publicación de resultados del 2T21 será de gran relevancia y sólo un nivel de sorpresas positivas, batiendo ampliamente las estimaciones, podría llevar a las estimaciones a ser revisadas al alza.
- Se espera un crecimiento de beneficios en el 2T21 del 20% para el S&P500.

RENTA VARIABLE
LOS BENEFICIOS SOPORTARÁN LAS BOLSAS

ESTIMACIONES DE BPA A/A



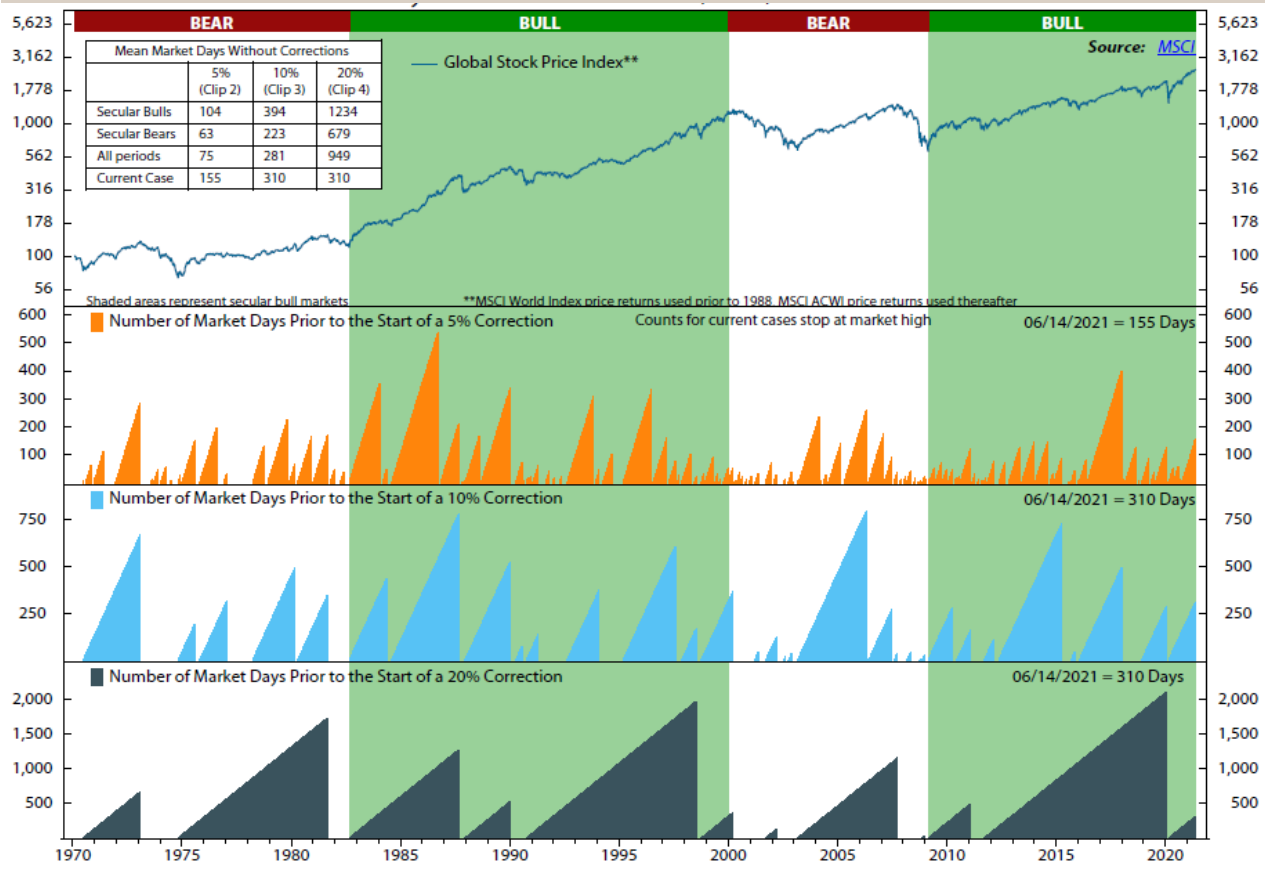
Fuente: Morgan Stanley Research

PERSPECTIVAS MUY POSITIVAS PARA LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

- Con tan altas estimaciones de crecimiento de beneficios para las bolsas, hay margen para que se cumpla el escenario principal, de subidas bursátiles con contracción del múltiplo.
- El margen en EE.UU. es menor que en el resto, con valoraciones ya más exigentes y una normalización más temprana, que llevará a un efecto base menos favorable para 2022.
- Seguimos en cualquier caso más positivos en EE.UU., por su dinamismo, porque vemos baja probabilidad de un error en política monetaria, por la buena salud del consumidor y por la composición sectorial de los índices.

RENTA VARIABLE
TENEMOS CORRECCIONES AÚN RECIENTES

NÚMERO DE DÍAS ANTES DE UNA CORRECCIÓN DEL 5-10-20%



Mean Market Days Without Corrections	5% (Clip 2)	10% (Clip 3)	20% (Clip 4)
Secular Bulls	104	394	1234
Secular Bears	63	223	679
All periods	75	281	949
Current Case	155	310	310

Fuente: Ned Davis Research, 17 de junio de 2021

NO LLEVAMOS MUCHO TIEMPO SIN CORRECCIONES

- El gráfico de esta página, muestra los días que han pasado históricamente sin que el mercado global de acciones haya sufrido correcciones del 5%, 10% y 20%.
- Se trata sólo de datos históricos y el patrón no tiene por qué repetirse pero, a pesar de estar el mercado en máximos (pasa más tiempo en máximos que en ningún otro nivel), hay correcciones relativamente recientes.
- El mercado global lleva unos 170 días sin corregir un 5% y 325 días sin corregir un 20%, lo que ni mucho menos son números para concluir que la posible corrección (y quizás sana, incluso), deba ser inminente.

RENTA VARIABLE: POSITIVOS
RESUMEN POSICIONAMIENTO

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.

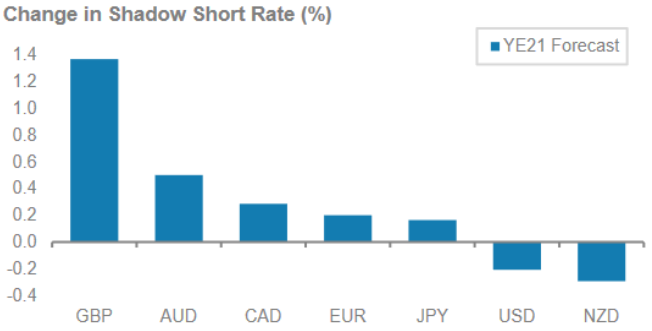
5. c.

OTROS ACTIVOS

DÓLAR
DEFENSIVO Y CON LA FED A FAVOR

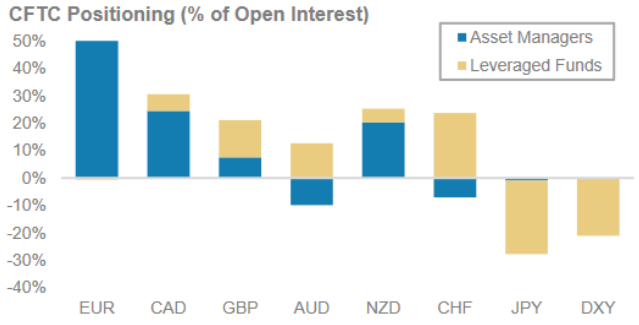
EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DÓLAR EN DIFERENTES FASES DEL CICLO

US-RoW Policy Differential Set to Narrow, Unlike in 2013

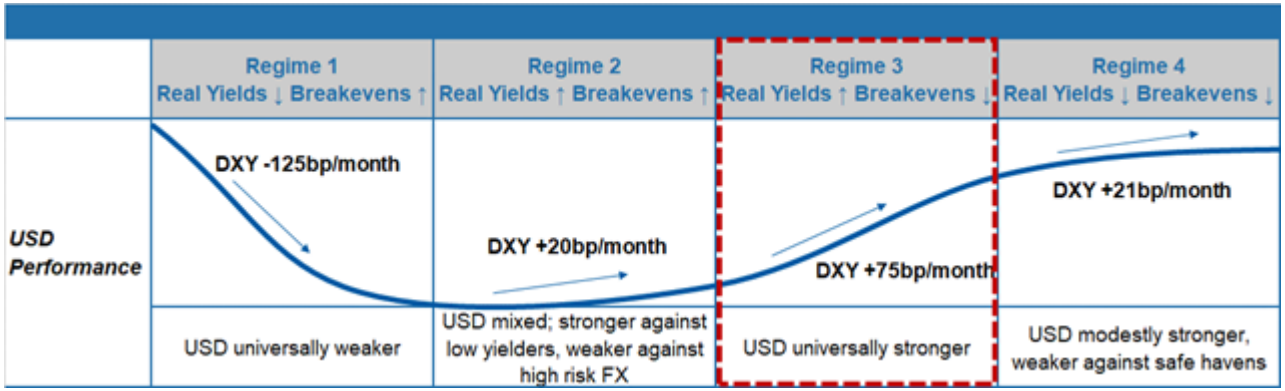


Source: Morgan Stanley Research forecasts; Note: See Global Macro Strategy: Shadow Short Rates For G10 FX (29 Apr 2021).

CFTC Positioning Is Long EUR and CAD



Source: CFTC, Bloomberg, Morgan Stanley Research



Fuente: Morgan Stanley Research

NEUTRALIZAMOS EL CORTO DE DÓLAR

- Tras la ya comentada reunión de la FED del mes de junio, neutralizamos nuestra opinión negativa sobre el USD.
- Los fundamentales siguen siendo poco favorables al billete verde, pero un diferencial de tipos más favorable y un posicionamiento excesivamente contrario, serán aspectos técnicos relevantes.
- Adicionalmente, según los bonos van teniendo menor y menor valor, el precio pagado por activos con características defensivas será mayor.

ORO:
POSICIÓN ESTRUCTURAL RELEVANTE

Evolución precio del lingote de oro

Fuente: Wisdom Tree

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 reales en EE.UU. y fortaleza del dólar 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.

OTROS ACTIVOS: RESUMEN POSICIONAMIENTO

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

	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						-						+
Dueda 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

- Reducimos algo más la exposición a renta fija, tanto de forma táctica como estratégica, más negativos con los gobiernos y reduciendo exposición a bonos corporativos de mejor calidad crediticia, arrastrados por los gobiernos.
- En renta variable, estamos algo cautos tácticamente, pero positivos de forma estratégica. Neutralizamos la infra ponderación de pequeñas compañías y, aunque sin grandes apuestas tácticas, continuamos favoreciendo crecimiento y ciclo frente a valoración y defensivos.
- Incrementamos posiciones en gestión alternativa, tanto tendencial como no correlacionada, 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.

EFG International

Somos
Banqueros
Privados

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