

MAL DE ALTURA TEMPORAL

¿Qué estanflación?

Estrategia de inversión &
Asset Allocation 4T21

Octubre 2021



a&g Banca Privada

Mal de altura temporal

- 1. Entorno económico**
 - a. La economía ha decepcionado...
 - b. ...muy influenciada por la variante delta...
 - c. ... pero se mantiene en terreno positivo
 - d. Previsiones económicas FMI, Fed y BCE
 - e. Ciclo avanzado aún con recorrido
 - f. Consumidor: tasa de ahorro aún muy alta
 - g. Buenas perspectivas en inversión privada.
- 2. Principales amenazas a la continuación del ciclo**
 - a. Estanflación: un riesgo remoto con inflación temporal
 - b. Cuellos de botella: Inflación menos temporal de lo esperado...
 - c. ...pero temporal y no permanente
 - d. Retirada de estímulos: políticas monetarias aún expansivas
 - e. China es sistémico (Evergrande no) pero manejable
- 3. Sentimiento: motor del mercado en corto plazo**
- 4. Resultados empresariales: motor de las bolsas en el largo plazo**
- 5. Asset Allocation**
 - a. Renta Fija
 - b. Renta Variable
 - c. Otros activos
- 6. Resumen de nuestro posicionamiento**

Anexo: *Evolución de los mercados en el 3T 2021*



MAL DE ALTURA PASAJERO MERCADO EN PROCESO DE ACLIMATACIÓN



4T21 - Mal de altura temporal





1.

ENTORNO ECONÓMICO

ENTORNO ECONÓMICO

A) LA ECONOMÍA HA DECEPCIONADO



4T21 - Mal de altura temporal

ÍNDICE GLOBAL DE SORPRESAS ECONÓMICAS DE CITIGROUP



Fuente: Bloomberg

ÍNDICE SORPRESAS ECONÓMICAS EN NEGATIVO

- La macro ha decepcionado y pensamos que la razón principal ha seguido siendo la pandemia. En concreto, una reapertura más lenta de lo inicialmente esperado.
- El índice de sorpresas económicas de Citigroup mide las sorpresas de los datos económicos publicados con respecto a 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, hasta situarse en terreno claramente negativo.
- Pensamos que la conclusión que ofrece este indicador es muestra significativa de la situación actual: la realidad no ha sido capaz de alcanzar unas expectativas excesivamente optimistas sobre la recuperación.
- ¿Habrán hecho las diferentes economías pico de crecimiento o se avecina una re-aceleración?

ENTORNO ECONÓMICO

LA ECONOMÍA HA DECEPCIONADO

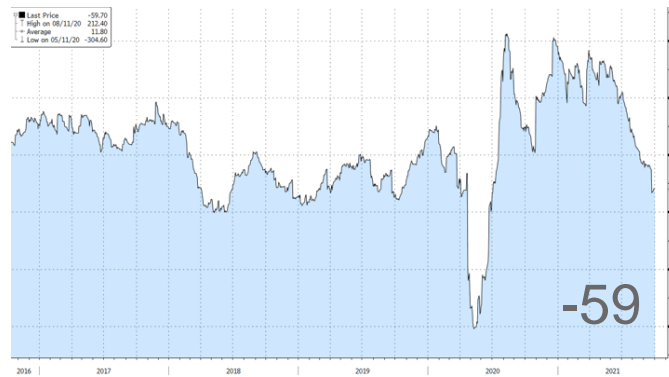


4T21 - Mal de altura temporal

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



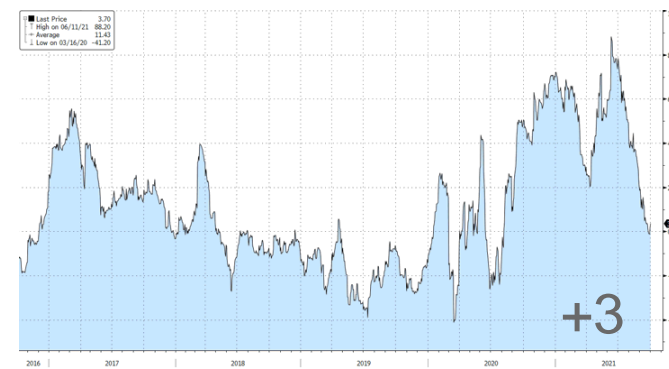
I.S.E. DE CITIGROUP PARA EUROZONA



I.S.E. DE CITIGROUP PARA CHINA



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



INDICE SORPRESAS ECONÓMICAS EN NEGATIVO POR PRIMERA VEZ POST PANDEMIA

- Inicialmente, fue en EE.UU. donde unas estimaciones macro excesivamente optimistas acabaron en decepción. Inicialmente, la explicación vino por la propagación de la variante delta y la dilatación en el tiempo de la reapertura total y definitiva de la economía, pero hoy ya existen otras amenazas, como la inflación (especialmente el precio de las materias primas) y la extensión de las dificultades para reestablecer las cadena de producción.
- Después de EE.UU., la mayor parte de las grandes economías han sufrido un proceso parecido, en el que los datos macro que se han ido conociendo no han alcanzado las altas expectativas.

Fuente: Bloomberg

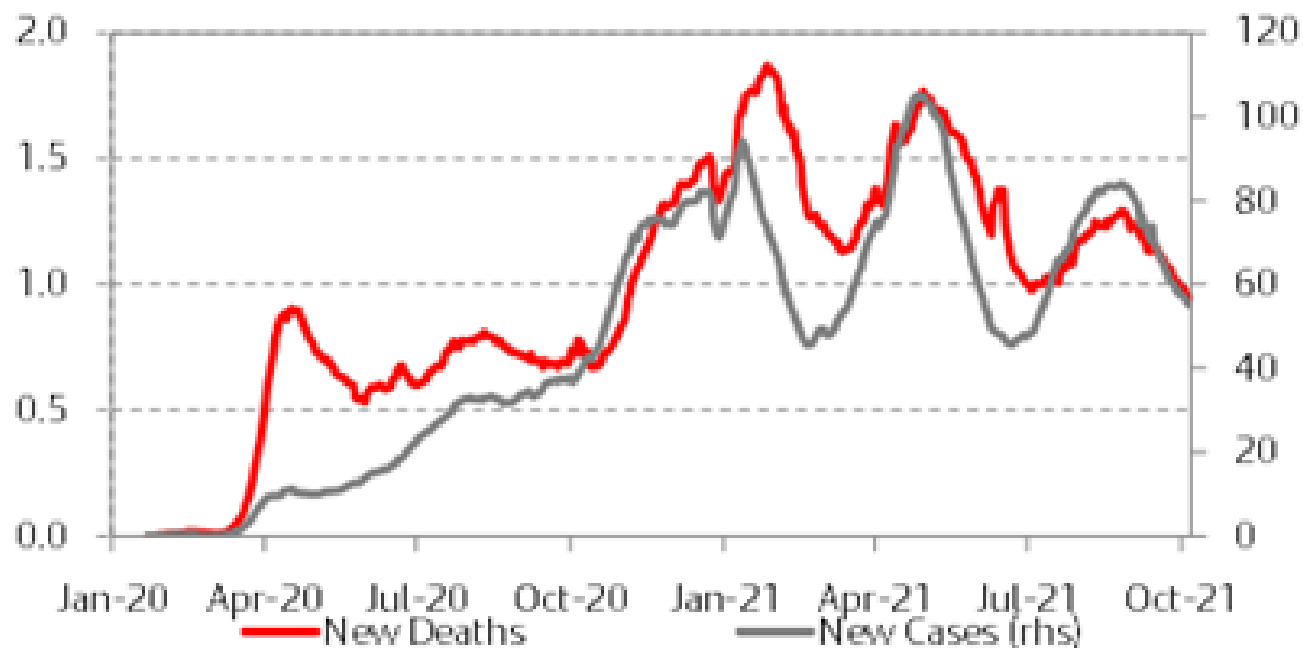
ENTORNO ECONÓMICO

B) MUY INFLUENCIADO POR LA VARIANTE DELTA



4T21 - Mal de altura temporal

NUEVOS CASOS Y MUERTES REPORTADAS A NIVEL GLOBAL
(Número de personas por millón de habitantes)



Fuente: Banco Santander

COVID HA VUELTO A FRENAR LA REAPERTURA

- El número de hospitalizaciones en EE.UU ha comenzado a disminuir.
- La gran pregunta es si esto podrá mantenerse durante el invierno, en cuyo caso, la actividad económica debería volver a acelerarse.
- En caso contrario, el reciente aumento de las tises de los bonos del Tesoro podría interrumpirse.
- El escenario más probable es que en la próxima primavera, suficientes personas hayan sido vacunadas y el gasto en servicios podrá recuperarse aún más.
- La tendencia parece difícil de revertir, pero seguimos alerta ante la baja tasa de vacunación en EE.UU. y, sobre todo, en algunas regiones emergentes y en concreto, en Asia, lo que es condición necesaria para una recuperación sostenida.

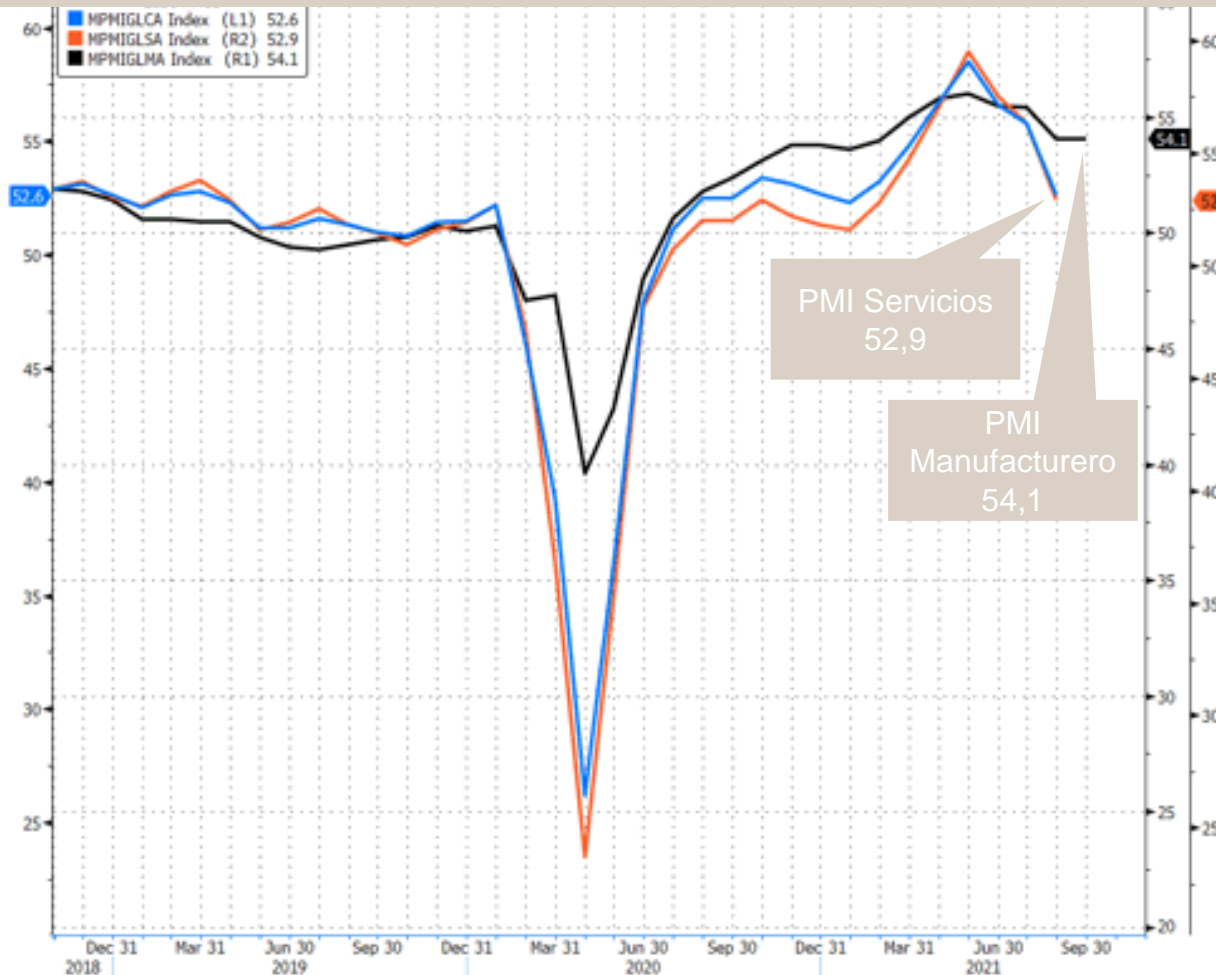
ENTORNO ECONÓMICO

C) AÚN EN TERRENO MUY POSITIVO



4T21 - Mal de altura temporal

PMI GLOBALES



Fuente: Bloomberg

PMIS AÚN INDICAN AÚN SANAS TASAS DE CRECIMIENTO

- El sector servicios sufre la variante delta y el hecho de posponer la reapertura total de la economía.
- El sector manufacturero sufre las disrupciones en la cadena de producción...
- pero ambos siguen en un nivel que implica una tasa de crecimiento sana para la economía.
- Según se vayan ensanchando los cuellos de botella por el lado de la oferta, cabe esperar que se modere el ritmo de moderación de la economía.

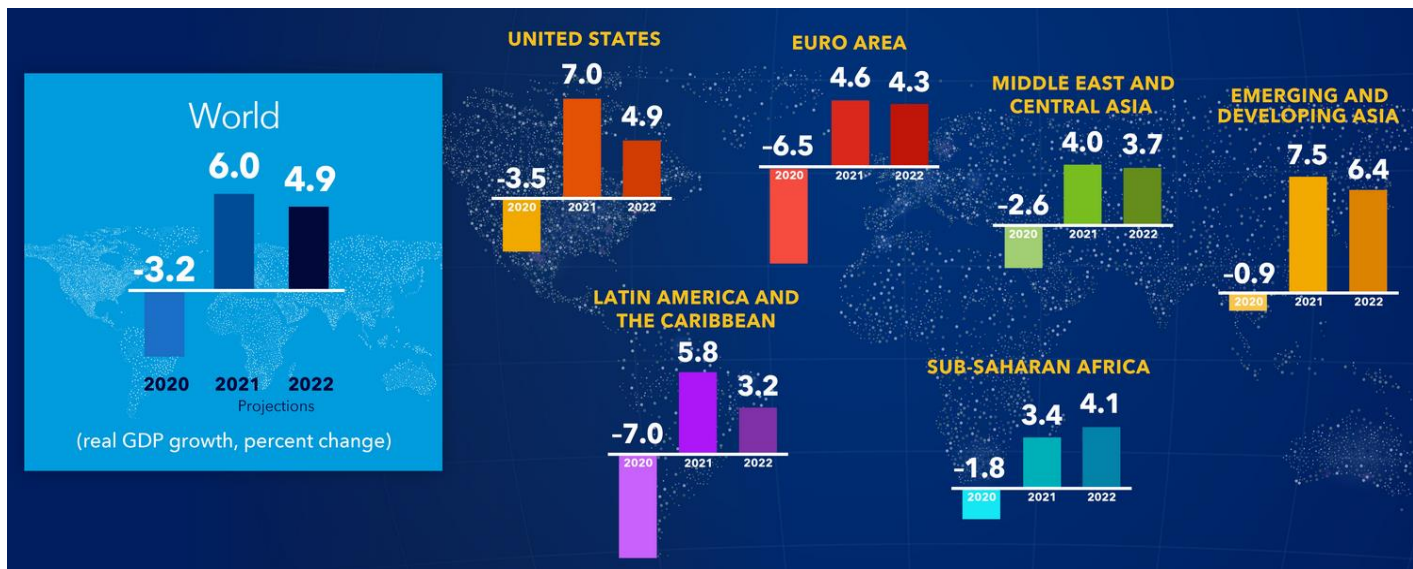
ENTORNO ECONÓMICO

D) PREVISIONES ECONÓMICAS - FMI



4T21 - Mal de altura temporal

PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL FMI



Fuente: FMI

BUENAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

- El FMI revisó sus proyecciones de crecimiento global en el mes de julio, manteniendo el +6,0% para 2021, pero con cambios importantes en algunas de las regiones.
- Con posterioridad a estas revisiones, la variante delta y un proceso de vacunación muy lento en economías emergentes, han llevado a cierta decepción respecto a los números iniciales y la mayoría de los analistas esperan algo menos de crecimiento para 2021, compensado por un mejor dato en 2022.
- Las estimaciones para China podrían revisarse a la baja tras el episodio de Evergrande y la política de bienestar y sostenibilidad del gobierno.
- En países desarrollados, el mayor crecimiento de 2021 se explica en general por la contracción en 2020, siendo Italia, España y Reino Unido los casos más claros.
- Estas estimaciones se encuentran ligeramente por encima de las del consenso.

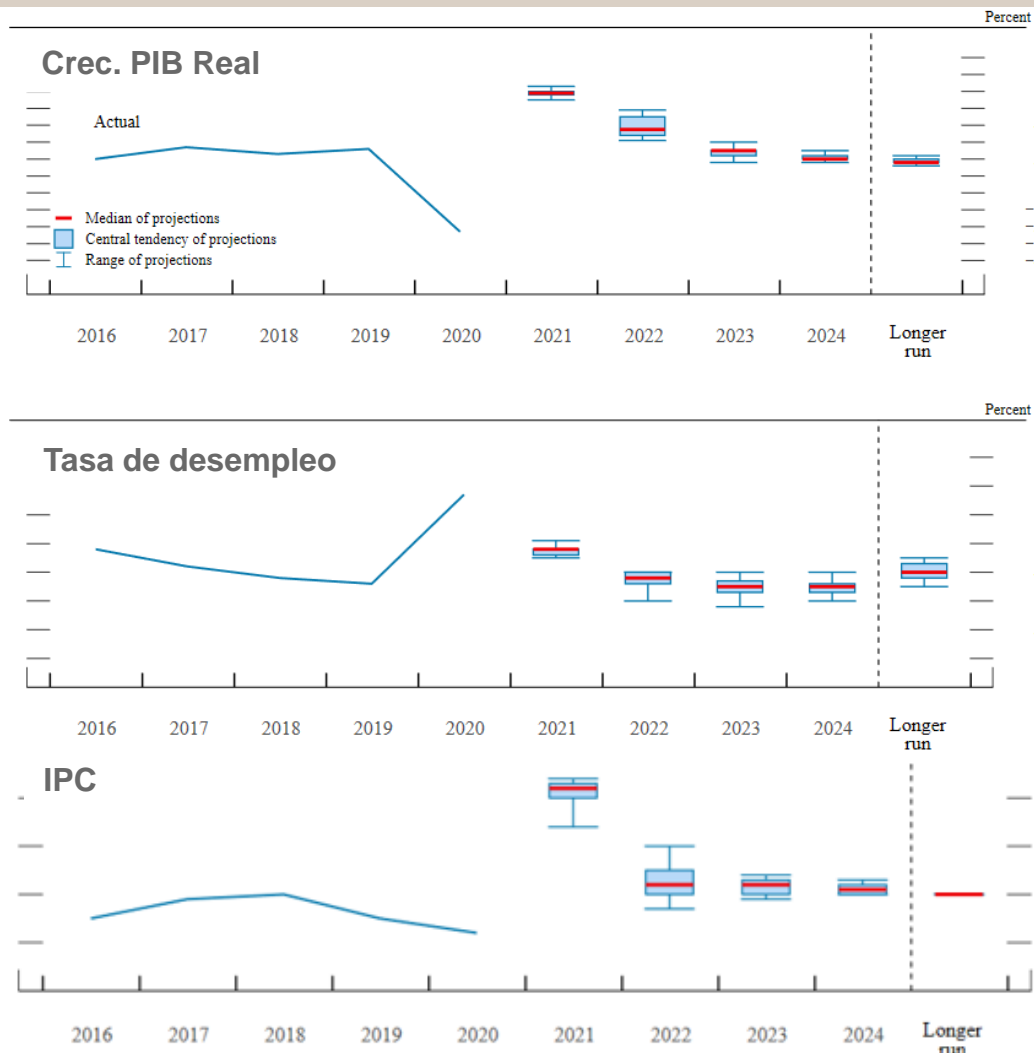
ENTORNO ECONÓMICO

PROYECCIONES ECONÓMICAS DE LA FED



4T21 - Mal de altura temporal

PROYECCIONES DE PIB , DESEMPLEO E INFLACIÓN DE LA FED



PREVISIONES ECONÓMICAS DE LA FED

- La Fed espera una tasa de crecimiento del PIB claramente por encima del 6% para 2021 y una ralentización progresiva desde entonces, para terminar creciendo cerca del 2% a partir del ejercicio 2024. Es el ciclo menos intenso que otros anteriores, pero expansivo al fin y al cabo, que llevamos tiempo anticipando.
- La tasa de desempleo tiene algún margen de mejora, pero la Fed anticipa muy estable en torno al 4% desde 2022.
- Tras el fuerte repunte de la inflación de este 2021, la Fed espera una normalización cercana a su objetivo del 2%, con ciertas dudas en el corto plazo, que se resolverán según se vayan ensanchando los cuellos de botella en la producción y establecen los precios de las materias primas.

ENTORNO ECONÓMICO

PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL BCE



4T21 - Mal de altura temporal

PROYECCIONES DE PIB E INFLACIÓN DEL BCE

Proyecciones macro del BCE (Septiembre)			
	2021	2022	2023
PIB Real	5,0	4,6	2,1
Proyección Junio	4,6	4,7	2,1
IPC general	2,2	1,7	1,5
Proyección Junio	1,9	1,5	1,4
IPC subyacente	1,3	1,4	1,5
Proyección Junio	1,1	1,3	1,4

Fuente: Inverseguros

PREVISIONES ECONÓMICAS DEL BCE

- En su reunión del mes de septiembre, el BCE, revisó sus estimaciones en la siguiente dirección.
 - Sube crecimiento del PIB para 2021 del +4,6% al 5%, bajando una décima sus estimación para 2022 y manteniendo estable el +2,1% para 2023.
 - Revisa al alza estimación de IPC general para 2021 en tres décimas, hasta el +2,2%, dos décimas para 2022 hasta el 1,7% y una para 2023, hasta el 1,56%.
 - Menor revisión del IPC subyacente, que no alcanzará el nivel del 1,5% hasta 2023 y sigue muy bajo.
- Esta página muestra una situación mucho menos estresada que la anterior, correspondiente a EE.UU. Y nos reafirma en que, en Europa, los tipos se mantendrán muy bajos durante mucho tiempo y la inflación, no será un problema.

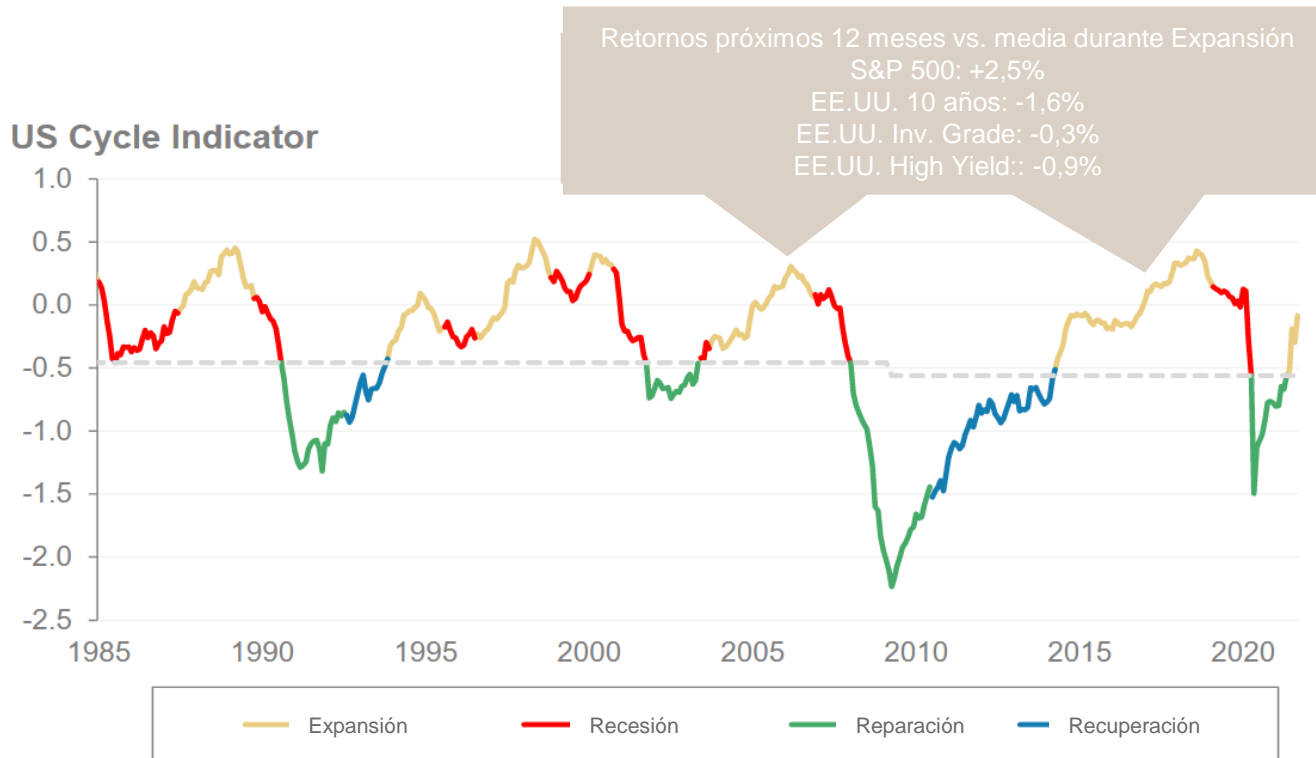
ENTORNO ECONÓMICO

E) CICLO ECONÓMICO AVANZADO AÚN CON RECORRIDO



4T21 - Mal de altura temporal

EVOLUCIÓN DEL CICLO ECONÓMICO DE EE.UU.



Fuente: Morgan Stanley Research

CICLO AVANZADO: YA EN CLARA EXPANSIÓN

- El indicador del ciclo americano de Morgan Stanley está ya en una fase avanzada de la expansión.
- La recuperación queda atrás y la actividad económica ya está, en general, por encima de niveles pre-Covid.
- Esto no implica, ni mucho menos, el final de ciclo, pero la fase más explosiva de las subidas de precio de los activos de riesgo queda atrás.
- El crecimiento, a pesar de la lectura algo decepcionante del 3T, muy lastrada por la variante delta, está fuera de duda y es la duda sobre la temporalidad de la inflación, lo que podría lastrar la recuperación a partir de ahora.

ENTORNO ECONÓMICO

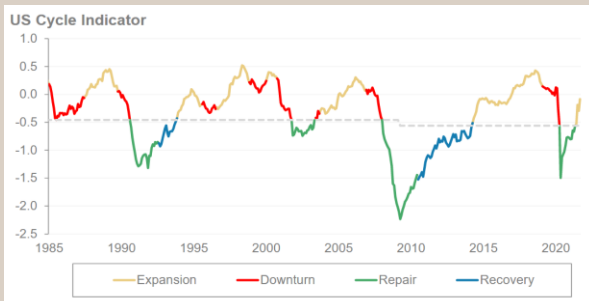
CICLO ECONÓMICO AVANZADO AÚN CON RECORRIDO



4T21 - Mal de altura temporal

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO DE DIFERENTES ACTIVOS EN LAS DIFERENTES FASES DEL CICLO

Asset	N12M Returns (vs Avg)	
	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.

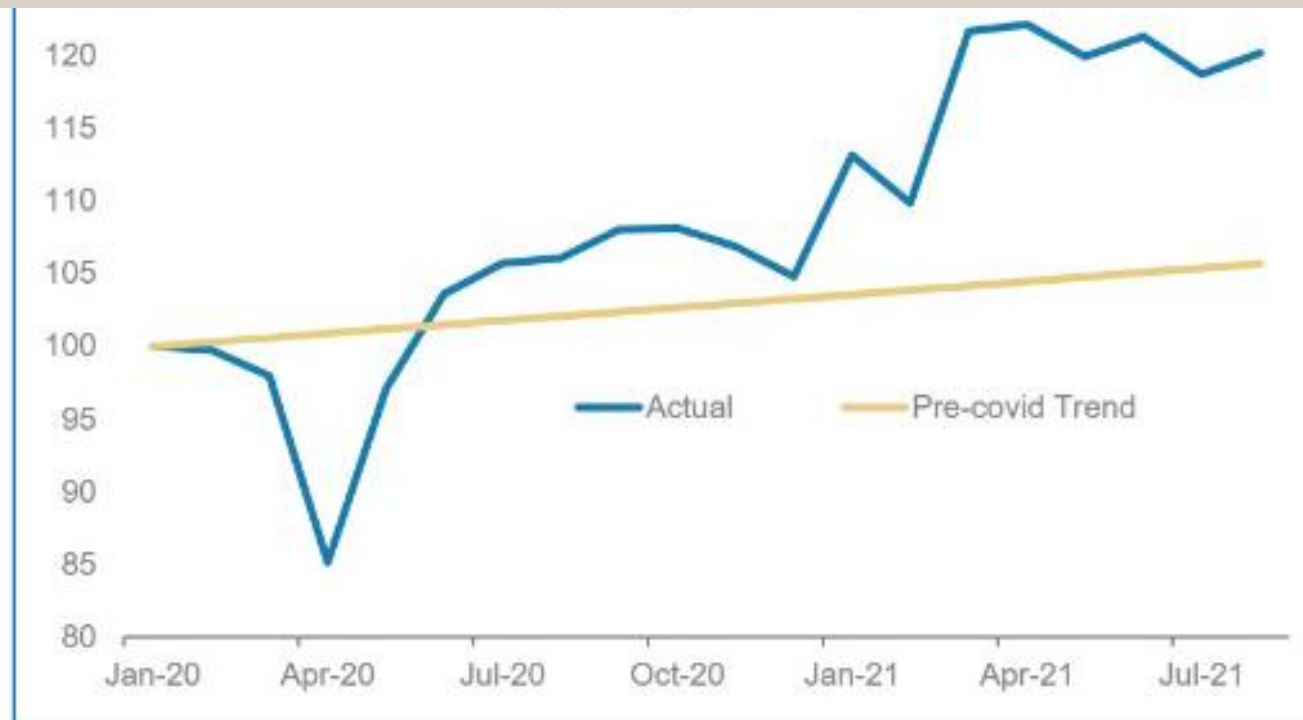
ENTORNO ECONÓMICO

F) CONSUMIDOR EN BUENA SALUD



4T21 - Mal de altura temporal

CONSUMO DE BIENES PERSONALES EN EE.UU.
(enero 2020= 100)



Fuente: Morgan Stanley Research

CONSUMO DE BIENES PERSONALES

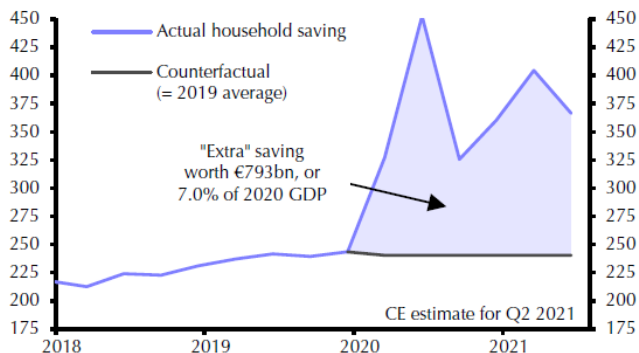
- El consumo de bienes en EE.UU. está un 13% por encima de los niveles pre-Covid.
- La recuperación en el sector servicios se ha retrasado un poco por el hecho de no haber alcanzado la apertura económica total.
- Siendo el consumidor cerca de un 70% de la economía de EE.UU., la fortaleza de este podrá contrarrestar los menores estímulos fiscales y unas condiciones financieras que, progresivamente, aunque de forma pausada, irán endureciéndose acompañando a la recuperación.

ENTORNO ECONÓMICO CONSUMIDOR EN BUENA SALUD



4T21 - Mal de altura temporal

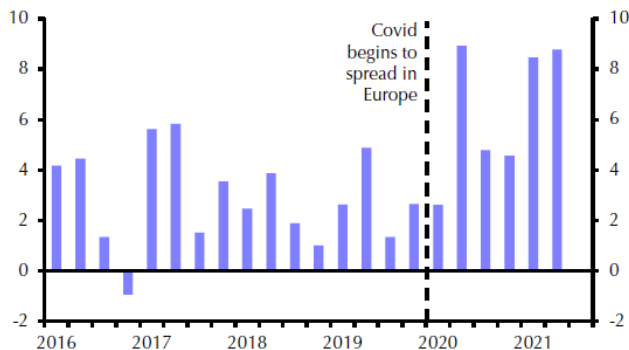
Ahorro de los hogares
(MM €)



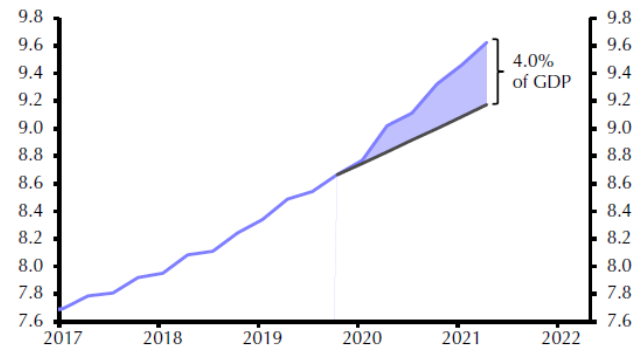
Tasa de inversión de los hogares
(%)



Adquisición de activos financieros de los hogares (%GDI)



Divisas y depósitos de los hogares
(MM€)



CONSUMIDOR EN BUENA SALUD TAMBIÉN EN EUROPA

- En esta página, tratamos de hacer una radiografía del consumidor europeo en 4 gráficos.
- Los hogares han acumulado grandes cantidades de ahorros forzados durante la pandemia. Si bien la tasa de ahorro de los hogares de la zona euro bajó al 19,0% en el segundo trimestre, todavía estaba muy por encima de su promedio anterior al Covid del 12,9% y el máximo anterior al Covid del 14,2%. Con estos datos, parece que los ahorros "excedentes" han alcanzado casi los 800.000 millones de euros desde principios del año pasado, o el 7% del PIB.
- Pero eso no significa que los hogares tengan una cantidad equivalente al 7% del PIB que esté esperando gastarse, por al menos tres razones: En primer lugar, los datos de la tasa de ahorro excluyen la inversión de los hogares (principalmente en vivienda), que cayó en el segundo trimestre del año pasado, pero desde entonces se ha recuperado de forma pronunciada. Las altas tasas de inversión recientes sugieren que los hogares han invertido parte de sus ahorros en la propiedad.
- En segundo lugar, los hogares también han invertido en activos financieros.
- La tercera razón es que una parte de los ahorros se ha utilizado para reducir deuda.

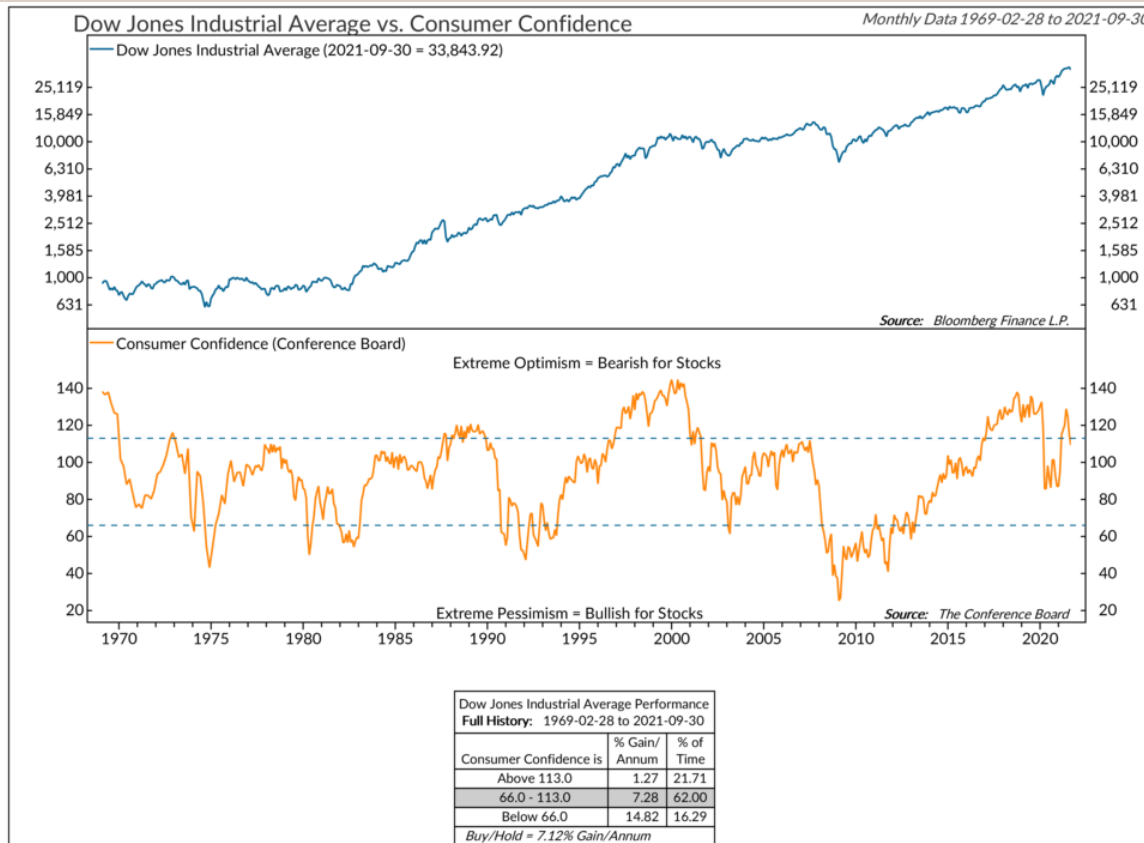
Fuente: Capital Economics

ENTORNO ECONÓMICO CONSUMIDOR EN BUENA SALUD



4T21 - Mal de altura temporal

CONFIANZA DEL CONUMIDOR EN NIVELES ADECUADOS



S1060



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

CONFIANZA DEL CONSUMIDOR ALTA, SIN EXCESO DE OPTIMISMO

- Indicadores de confianza del consumidor ofrecen un diagnóstico positivo, registrando niveles altos, pero habiendo corregido ya desde un optimismo extremo.

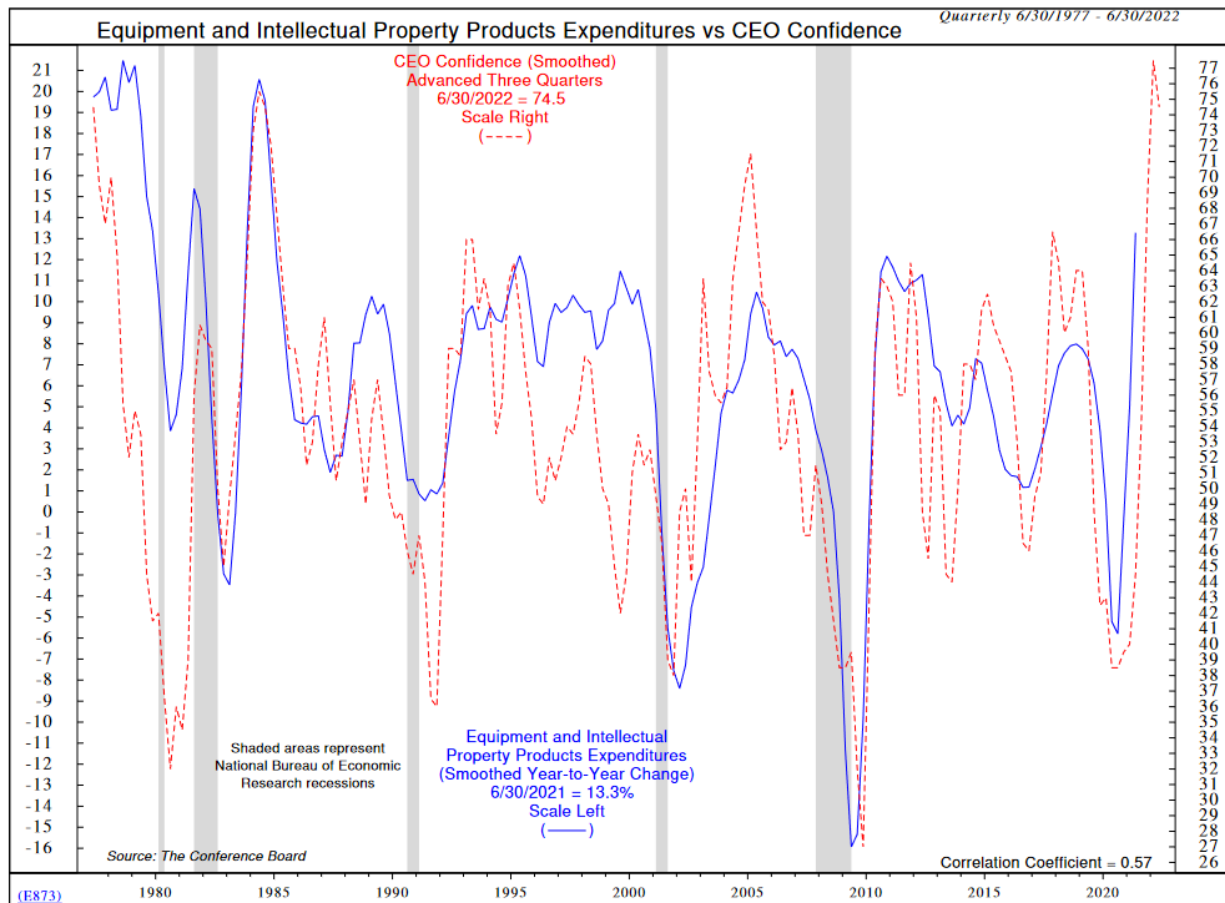
ENTORNO ECONÓMICO

G) BUENAS PERSPECTIVAS EN EL SECTOR PRIVADO: EL CAPEX TOMARÁ EL RELEVO DEL SECTOR PÚBLICO



4T21 - Mal de altura temporal

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



EL CAPEX TOMA EL RELEVO DEL GASTO PÚBLICO

- Buenas noticias para la Inversión. La confianza de los CEOs está en niveles altos, aunque ha remitido algo en las últimas semanas. Históricamente un muy buen indicador adelantado de la inversión privada.
- Incluso antes del Plan Biden, la inversión en equipos y propiedad intelectual ya había recuperado los niveles anteriores a la recesión. La única categoría que todavía queda rezagada son las estructuras no residenciales, como la remodelación de la economía (por ejemplo, más trabajo desde casa, menos viajes por negocios y placer), que ha pesado sobre la demanda de espacio comercial.

Fuente: Ned Davis Research

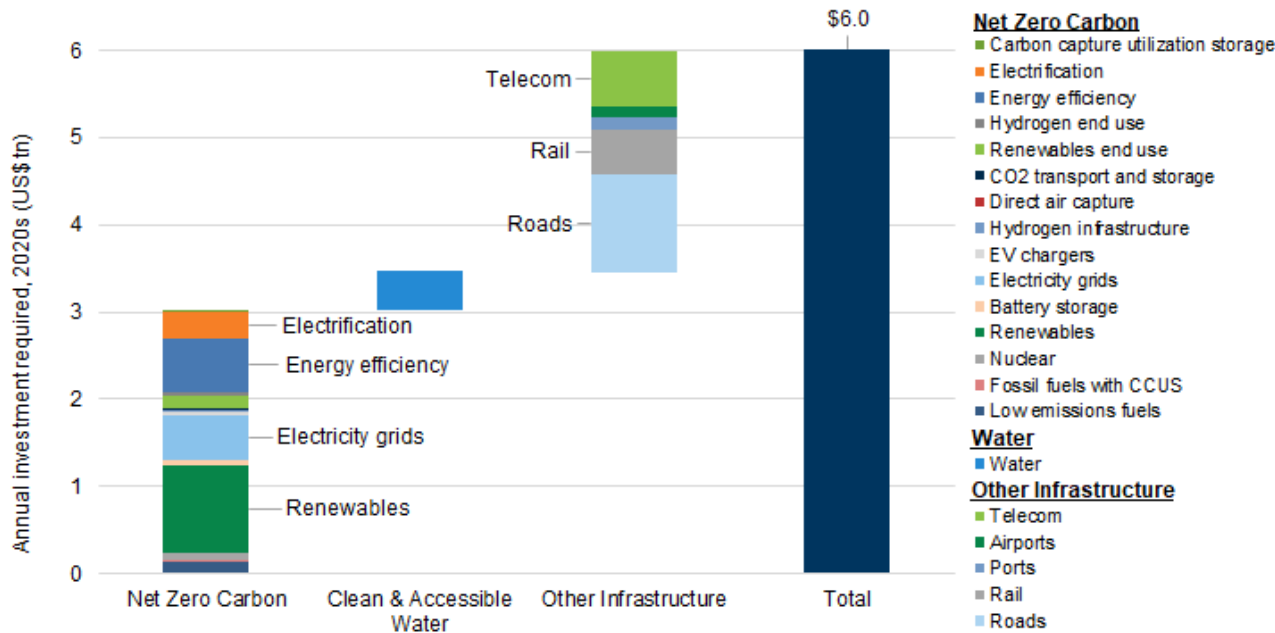
ENTORNO ECONÓMICO

EL CAPEX SERÁ EMINENTEMENTE VERDE



4T21 - Mal de altura temporal

CAPEX ANUAL 2020-2030



Fuente: Goldman Sachs Research

EL CAPEX SERÁ VERDE

- Se necesitan alrededor de 6 billones de inversión anual desde 2020 hasta 2030 para alcanzar las cero emisiones netas en infraestructuras y agua.
- El CapEx verde será el factor dominante en las infraestructuras en la próxima década.
- Encontrar fuentes de financiación será crítico, mucho más allá de inversores y compañías ASG, los inversores exigirán mayor claridad al respecto.
- Goldman estima que alrededor de 1/3 del CapEx verde incremental puede venir de compañías cotizadas, desde su balance o reinvertiendo capacidad ociosa.
- La sostenibilidad es inflacionista y este impulso a la economía, puede mostrar su otra cara en forma de inflación.

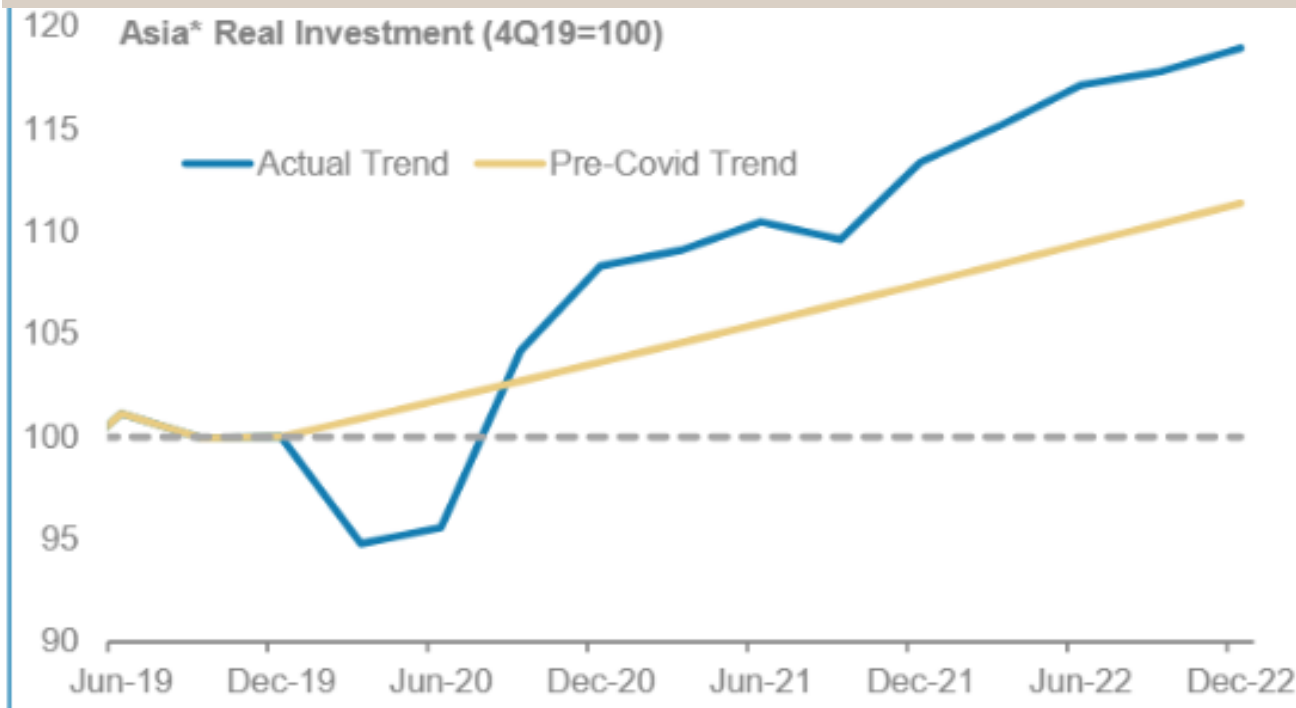
ENTORNO ECONÓMICO

EL CICLO DE CAPEX FAVORECE A ASIA



4T21 - Mal de altura temporal

INVERSIONES REALES EN ASIA (4T 2019= 100)



Source: Haver Analytics, national sources, Morgan Stanley Research
 * Asia refers to China, India, Australia and Japan, which account for 79% of 2021 PPP weighted Asia GDP. Real Investment refers to Real GCF for China and Real GFCF for India, Australia and Japan. The Asia aggregate is a weighted average using PPP based GDP weights. The pre-pandemic path refers to the expected trajectory based on average %Q growth rate for 2019.

Fuente: Morgan Stanley Research

CAPEX EN ASIA

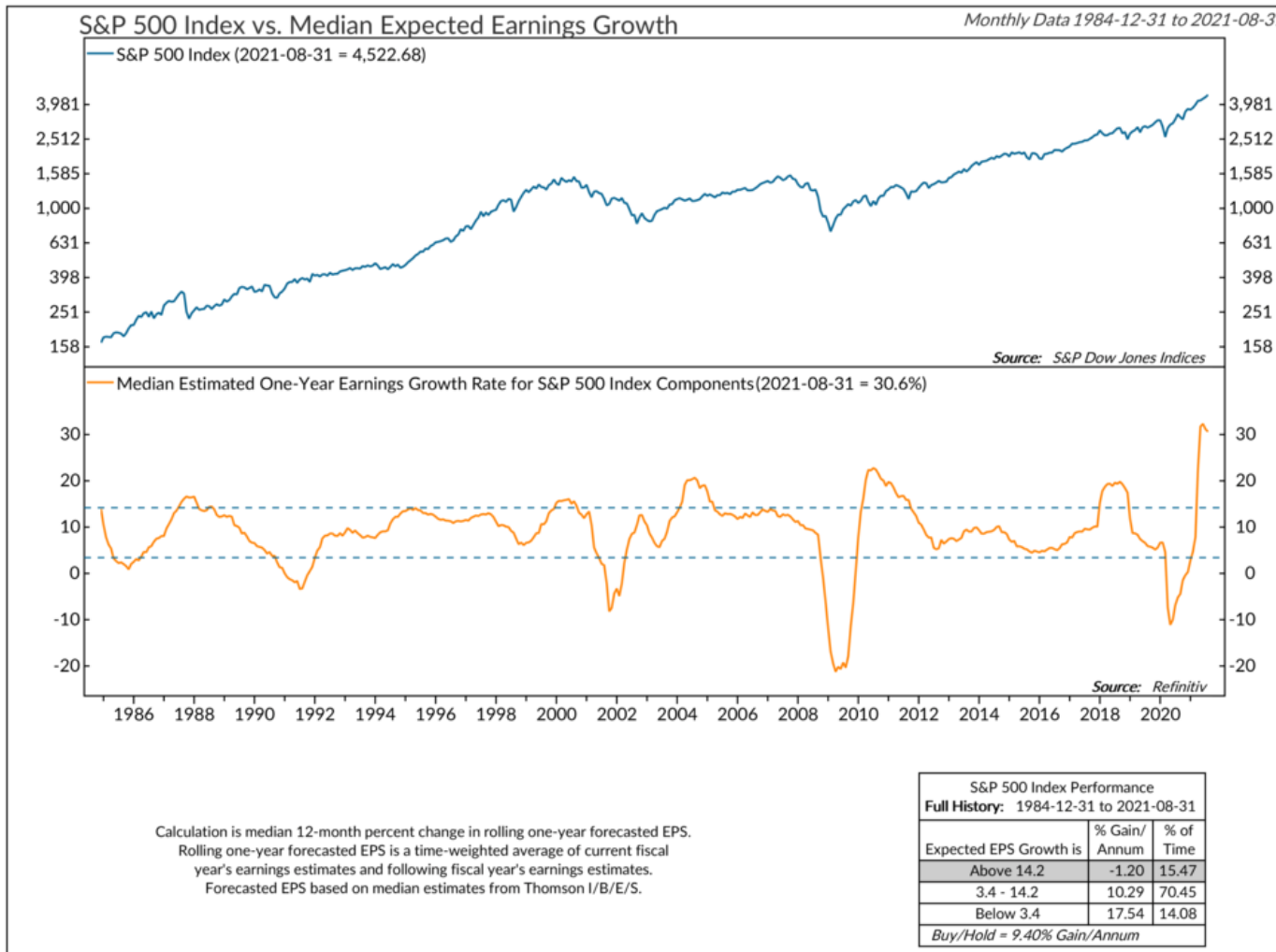
- Mientras continúa el debate sobre cuándo se aliviará la escasez y se desatascarán los cuellos de botella, algunos exploraron un ángulo diferente: ¿por qué se han producido?
- El enfoque del mercado se ha centrado en las interrupciones relacionadas con Covid que afectan a la cadena de suministro. Son problemas transitorios y están mejorando, incluso cuando la situación sigue siendo difícil.
- El factor más importante es que la fuerza de la demanda en realidad ha superado a la de la oferta. Más específicamente, la demanda de bienes en mercados finales clave para las exportaciones de Asia se ha movido significativamente por encima de su trayectoria anterior a Covid; Asia ha ganado participación de mercado en las exportaciones mundiales, lo que impulsó la demanda de inversiones de capital.
- La actual recuperación del gasto de capital de Asia ya es más rápida que cualquiera de los últimos tres ciclos. Confiamos en una fuerte recuperación del gasto de capital y las perspectivas de un ciclo de crecimiento auto sostenido en Asia.

ENTORNO ECONÓMICO

ALTAS EST. DE BENEFICIOS, MALAS PARA LA BOLSA



4T21 - Mal de altura temporal



AA380



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

ESTIMACIONES DE BENEFICIOS YA MUY EXIGENTES

- El crecimiento estimado de los beneficios había alcanzado un récord, pero desde entonces ha comenzado a reducirse, hasta un 7% ya en EE.UU. a pesar de que el gráfico de la izquierda muestra algo menos de ajuste por estar a cierre de agosto y no de septiembre.
- La renta variable ha caído, en promedio, cuando el crecimiento de los beneficios estimado ha sido tan alto, como se muestra en el gráfico de la izquierda, desde 1984.

ENTORNO ECONÓMICO

MAL DE ALTURA



4T21 - Mal de altura temporal

- El mal de altura que han sufrido las bolsas en el mes de septiembre es común a la situación económica.
- Las previsiones económicas continúan siendo positivas ...
- ...aunque los datos recientes han decepcionado...
- ...muy influenciados por la variante delta, que ha retrasado la apertura definitiva.
- El ciclo entra ya en su fase más avanzada, pero tiene recorrido.
- Consumo e inversión deben tomar el relevo al gasto público.
- La combinación de un crecimiento a la baja y una inflación que se mantiene en niveles altos, ha despertado los fantasmas de la estanflación...
- Estaremos especialmente atentos a la evolución de los cuellos de botella
- ...pero nosotros seguimos pensando que la inflación es temporal, causa de interrupciones en la oferta, que se solucionarán en los próximos trimestres (no semanas). Al reiniciar la economía después del apagón, las cosas están tardando en funcionar como antes.

ENTORNO ECONÓMICO

CUADRO DE MANDOS - ¿PICO DE CRECIMIENTO?



4T21 - Mal de altura temporal

INDEX	Real GDP YoY (%)		Core CPI (%)		Policy Rate (%)		Unemployment Rate (%)		Current Account (%)	
	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range
G10										
US	12.2		4.0		0.125		5.2		-3.2	
Eurozone	14.3		1.6		-0.50		7.5		2.7	
Japan	7.6		-0.5		-0.10		2.8		3.9	
UK	23.6		3.1		0.10		4.6		-2.1	
Canada	12.7		3.0		0.25		7.1		-0.4	
Australia	9.6		1.7		0.10		4.5		3.3	
New Zealand	17.0		3.8		0.25		4.0		-1.8	
Norway	5.7		1.0		-		4.2		5.8	
Switzerland	7.7		0.4		-0.75		2.9		3.0	
Euro Area										
Germany	9.4		3.1		-		3.6		7.4	
France	18.7		1.4		-		7.8		-1.2	
Italy	17.3		1.1		-		9.3		3.9	
Spain	17.5		0.7		-		15.3		0.5	
AXJ										
India	20.1		5.8		4.00		6.9		-0.8	
China	7.9		1.1		1.50		3.9		2.0	
Indonesia	7.1		1.3		3.50		6.3		-0.1	
Taiwan	7.4		1.2		1.13		4.2		15.1	
SouthKorea	6.0		1.3		0.75		2.6		5.7	
Thailand	7.5		-0.2		0.50		1.5		5.4	
CEEMEA										
Poland	11.2		3.8		0.10		5.8		3.5	
Russia	10.5		7.1		6.75		4.5		3.0	
Turkey	21.7		16.8		18.00		12.1		-3.8	
SouthAfrica	19.3		3.1		3.50		34.4		4.6	
Latam										
Brazil	12.4		6.3		6.25		13.7		-1.3	
Mexico	19.6		4.8		4.75		4.3		3.0	

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

ENTORNO ECONÓMICO

CUADRO DE MANDOS II - ¿PICO DE CRECIMIENTO?



4T21 - Mal de altura temporal

INDEX	Mfg. PMI		Industrial Production YoY (%)		Retail Sales YoY (%)		House Prices YoY (%)		Producer Prices YoY (%)	
	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range	Now	Δ1y on 20yr Range
G10										
US	59.9		5.9		15.1		19.9		10.5	
Eurozone	61.4		7.4		4.9		6.1		12.1	
Japan	51.5		6.3		-3.3		8.8		6.6	
UK	60.3		3.8		3.6		10.0		6.0	
Canada	57.2		9.2		5.3		14.2		14.3	
Australia	51.2		0.9		-0.7		19.8		2.2	
New Zealand	40.1		15.9		36.6		22.0		4.0	
Norway	62.2		1.9		2.1		12.5		50.1	
Euro Area										
Germany	62.6		6.2		2.3		10.9		12.0	
France	57.5		4.0		6.8		5.8		10.0	
Italy	60.9		6.9		5.1		0.4		13.8	
Spain	59.5		3.4		4.3		3.3		18.0	
AXJ										
India	53.7		11.5		-		2.0		11.4	
China	49.6		5.3		2.5		-		9.5	
Indonesia	52.2		2.0		-2.9		1.1		3.0	
Taiwan	54.7		13.7		-4.3		3.4		11.9	
SouthKorea	52.4		9.6		7.7		13.0		7.3	
Thailand	48.9		-4.1		5.4		2.6		5.3	
CEEMEA										
Poland	56.0		13.3		10.7		2.2		9.7	
Russia	49.8		4.7		4.9		14.4		29.2	
Turkey	54.1		-2.3		28.9		31.0		45.5	
SouthAfrica	57.9		40.6		3.1		2.6		7.2	
Latam										
Brazil	53.6		1.1		19.7		-		33.1	
Mexico	47.1		7.2		10.2		7.7		6.1	

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



2.

**PRINCIPALES AMENAZAS A LA
CONTINUACIÓN DEL CICLO**

A) ESTANFLACIÓN

UN RIESGO REMOTO CON INFLACIÓN TEMPORAL



4T21 - Mal de altura temporal



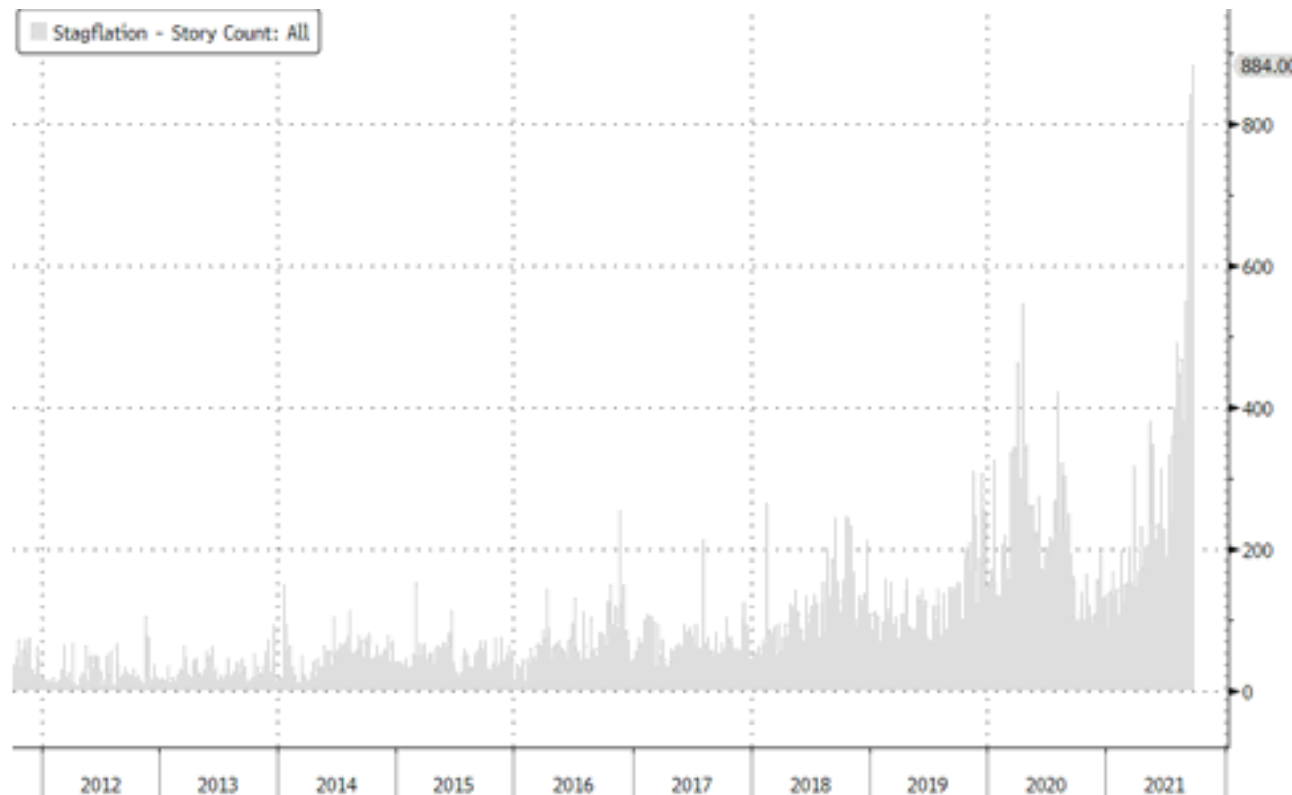
2008-004 © INKCI NCT Cartoons www.inkci nct.com.au

ESTANFLACIÓN: RIESGO REMOTO CON INFLACIÓN TEMPORAL



4T21 - Mal de altura temporal

NÚMERO DE NOTICIAS QUE CONTIENEN LA PALABRA ESTANFLACIÓN



Fuente: Bloomberg

ESTANFLACIÓN PREOCUPA A LOS INVERSORES

- La estanflación es estancamiento económico con inflación. Se trata de un escenario muy negativo, en el que se entra en un complejo círculo vicioso en el que la ausencia de crecimiento y pérdida de poder adquisitivo, van erosionando al consumidor, resultando nocivo de compleja solución.
- La receta tradicional para salir de ese contexto son estímulos que generen crecimiento, aunque pudieran continuar generando inflación o la devaluación de la divisa, que aumente la competitividad. En este sentido, el punto de partida de hoy no es bueno.
- **El riesgo de estanflación podría materializarse si la inflación se mantuviera en los niveles actuales durante un largo periodo de tiempo.**

ESTANFLACIÓN: CUESTIÓN DE CRECIMIENTO MÁS QUE INFLACIÓN

DESCOMPONENDO LOS COMPONENTES REALES Y DE INFLACIÓN EN
LOS TIPOS A 10 AÑOS DE EE.UU.



Fuente: Kepler Cheuvreux



4T21 - Mal de altura temporal

LAS DUDAS PARECEN SER SOBRE EL CRECIMIENTO Y NO TANTO LA INFLACIÓN

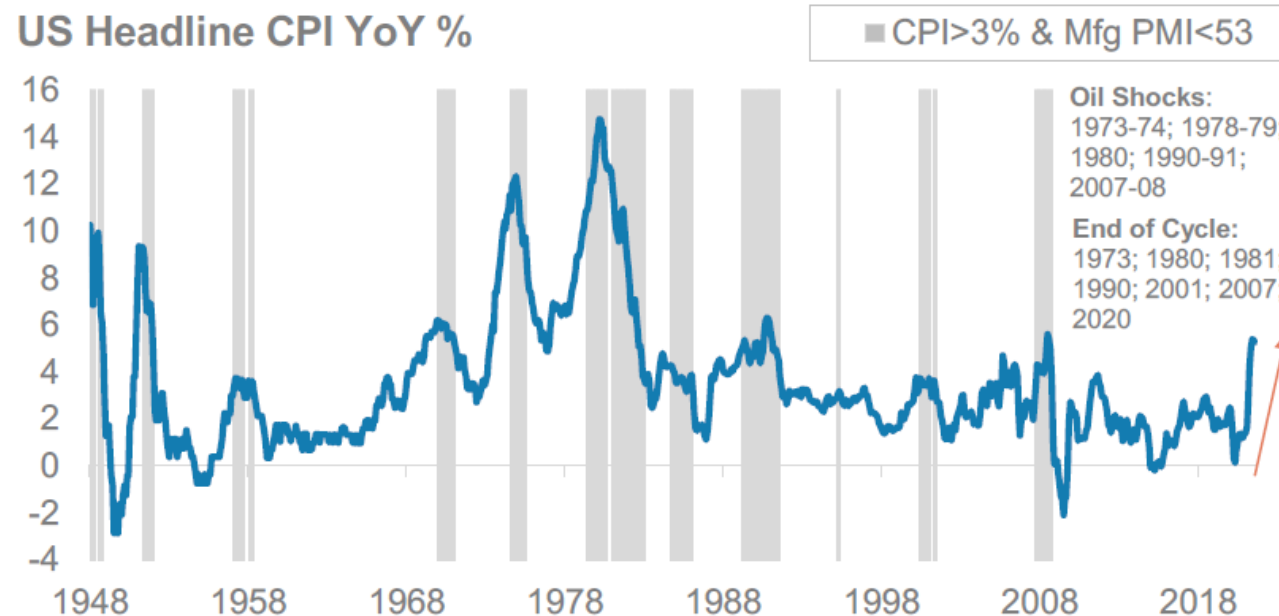
- Los tipos reales, aunque en niveles aún extraordinariamente bajos, han repuntado fuertemente desde agosto.
- Este repunte se debe principalmente al repunte de los tipos nominales al haber comenzado las conversaciones sobre el tapering y demás, pero las expectativas de inflación (línea naranja) se han mantenido muy estables tras el fuerte repunte de comienzo de año.
- Esto es consistente con que los refundados miedos a la estanflación parecen basarse más en un futuro crecimiento a la baja, que en unas renovadas tensiones inflacionistas.
- La economía cuenta con el viento de cara de la deuda y la retirada de estímulos, pero, en cualquier caso, el principal riesgo del mercado hoy sería una inflación alta y permanente.

ESTANFLACIÓN: UN FENÓMENO MUY POCO FRECUENTE



4T21 - Mal de altura temporal

EVOLUCIÓN DEL IPC A/A
BARRAS GRISAS SON IPC>3% Y PMI MANUF. <53



Fuente: Morgan Stanley Research

SOMOS ESCÉPTICOS RESPECTO A LA ESTANFLACIÓN

- La principal causa es la desincronización de la re aceleración económica y una inflación que se mantiene alta por disrupciones en la oferta y precios de las MMPP.
- Los temores de estanflación deberían suavizarse en tanto que el gap entre la economía de USA y los índices de sorpresas en precios empiece a rebotar desde mínimos históricos.
- La estanflación es un fenómeno raro. Durante los últimos 40 años, la tasa de inflación ha disminuido de manera constante, y los breves y escasos picos generalmente se han asociado con un mejor crecimiento. La demanda débil tiende a hacer bajar los precios, no subirlos, lo que significa que, por lo general, se necesita un shock de oferta exógeno para que surja la estanflación.
- En este ciclo el crecimiento será bajo, pero no pensamos que la inflación vaya a ser un problema, a pesar de que posiblemente no caiga hasta niveles pre pandemia.
- Como muestra el gráfico, la alta inflación y el debilitamiento de la economía a menudo han coincidido con shocks y/o períodos de final de ciclo.

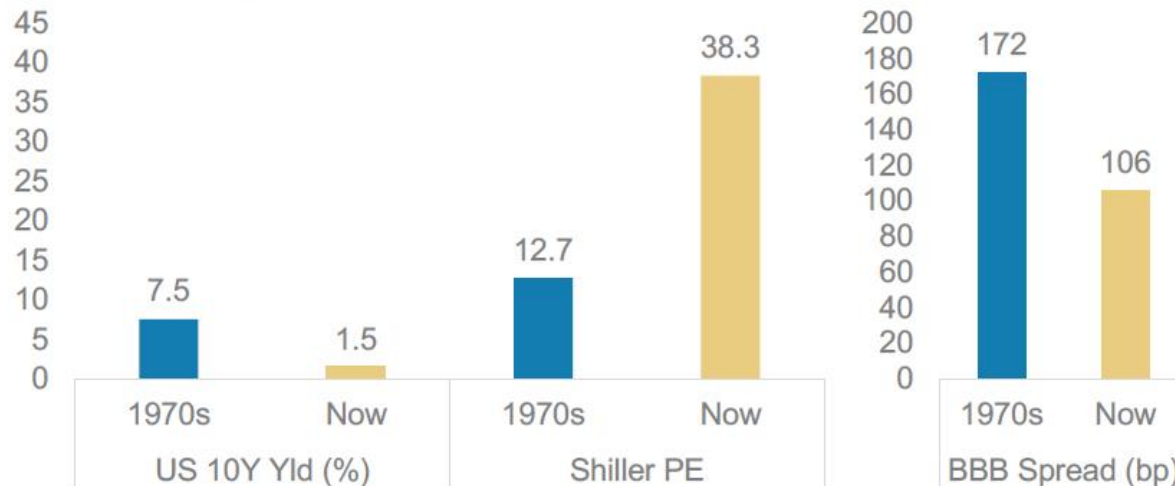
ESTANFLACIÓN: ESTO NO SE PARECE A LOS 70s



4T21 - Mal de altura temporal

DIFERENCIAS ENTRE LOS 70s Y HOY

1970s vs Now



Source: Bloomberg, Haver Analytics, Moody's, Morgan Stanley Research; Note: 1970s shows average levels from 1970 to 1979.

Fuente: Morgan Stanley Research

ESTO NO SE PARECE A LOS 70S

- La "estanflación" se asocia aún con los años 70s.
- Las condiciones actuales son muy diferentes de las espirales de precios y salarios y el alto desempleo de los 70s.
- Durante el último siglo, la década de 1970 representó un máximo histórico en las tasas de interés nominales y un mínimo histórico para valoraciones de acciones. Hoy estamos cerca de un mínimo en los rendimientos y un máximo en esas valoraciones.
- Mientras tanto, el tiempo transcurrido desde la década de 1970 se ha caracterizado, generalmente, por una desinflación constante, limitando cualquier estudio histórico.

B) CUELLOS DE BOTELLA

INFLACIÓN MENOS TEMPORAL DE LO ESPERADO...



4T21 - Mal de altura temporal



© marketoonist.com

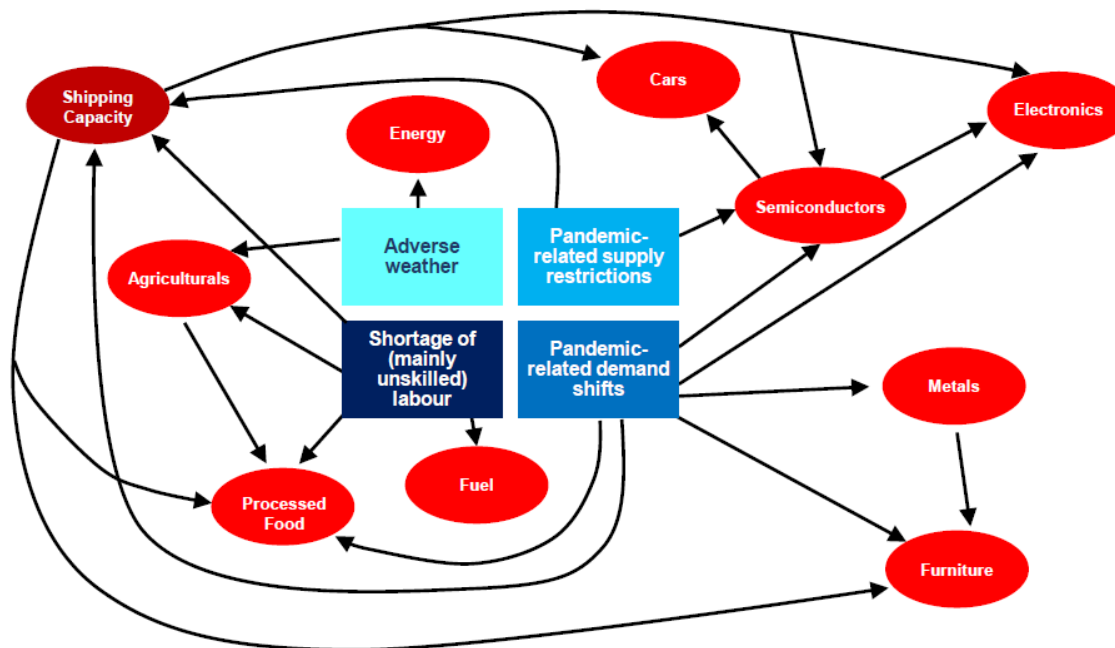
CUELLOS DE BOTELLA: INFLACIÓN MENOS TEMPORAL DE LO ESPERADO...



4T21 - Mal de altura temporal

INEFICIENCIAS AL REINICIAR LA ECONOMÍA

ESCASEZ DE OFERTA
(Causas, en azul, y restricciones asociadas, en rojo)



Fuente: Capital Economics

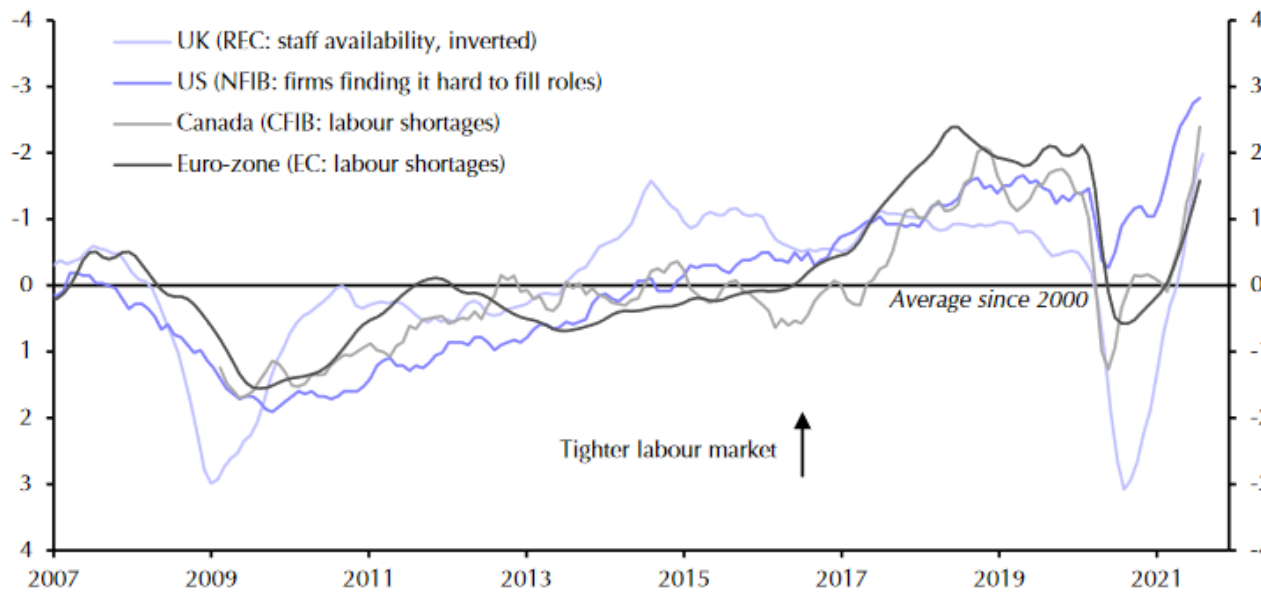
- La escasez de suministro actual ha sido impulsada por varias fuerzas que, parece, pueden persistir durante seis a doce meses.
- Han provocado fuertes subidas de algunos precios (sobre todo la energía y los coches usados) y también una producción limitada.
- Las causas de esta escasez de oferta se dividen en cuatro grandes grupos: condiciones climáticas adversas, restricciones de actividad impulsadas por virus, cambios en la demanda relacionados con la pandemia y escasez de mano de obra (otra vez por pandemia).
- Nadie puede saber con certeza cuánto durarán, pero dadas las oleadas esporádicas de virus en todo el mundo, los pronósticos de un invierno particularmente frío, la transición en curso al trabajo desde casa y las compras online y las limitaciones en los viajes, parece probable que persistan más durante unos trimestres que durante unas semanas.
- Hasta ahora, esa escasez de oferta no ha corregido. Sigue incrementando.

CUELLOS DE BOTELLA: INFLACIÓN MENOS TEMPORAL DE LO ESPERADO...



4T21 - Mal de altura temporal

ENCUESTAS DE ESCASEZ DE MANO DE OBRA



Fuente: Capital Economics

DIFICULTADES PARA CONTRATAR EN ÉPOCA DE COVID

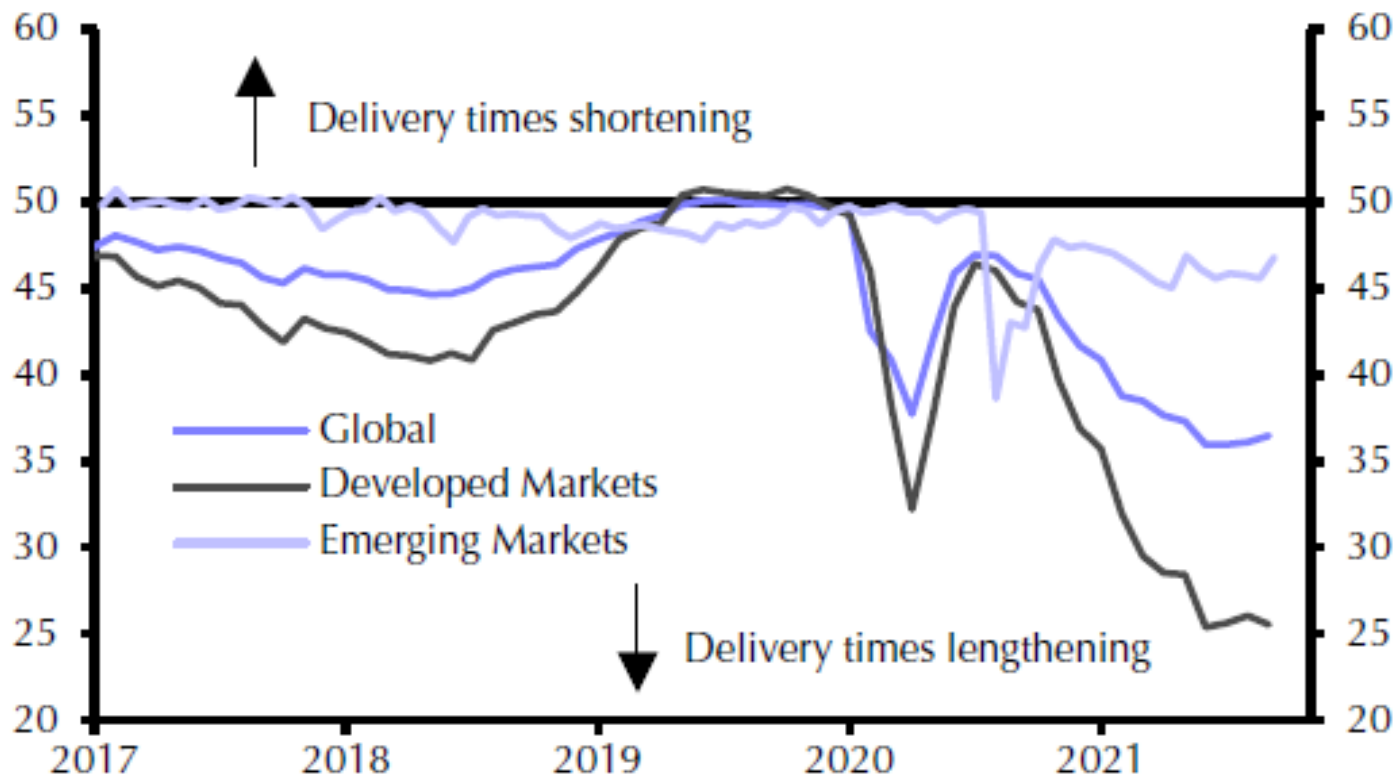
- Los cuellos de botella en la cadena de producción son la principal amenaza a la temporalidad de la inflación.
- Al reiniciarse la economía tras el apagón de Covid, las cosas no funcionan como funcionaban antes.
- En la reunión de la Fed de septiembre, el presidente Powell advirtió que los precios podrían subir por más tiempo de lo esperado ya que la economía continúa luchando con cuellos de botella, dificultades de contratación y otras limitaciones.
- Todos estos factores son, en nuestra opinión, temporales y tienen que ver con el hecho de no haber normalizado la actividad post Covid, pero unos podrían alargarse más en el tiempo que otros.

CUELLOS DE BOTELLA: INFLACIÓN MENOS TEMPORAL DE LO ESPERADO...



4T21 - Mal de altura temporal

TIEMPO DE ENTREGA DEL PMI GLOBAL MANUFACTURERO



Fuente: Capital Economics

EVIDENCIAS SOBRE LOS CUELLOS DE BOTELLA

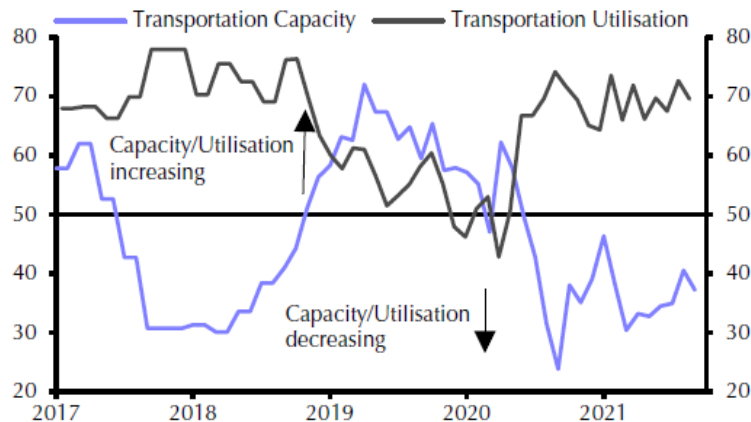
- La medida de la encuesta del PMI manufacturero de los tiempos de entrega de los proveedores es quizás la medida más directa y amplia de la escasez de suministro.
- Un número por debajo de 50 indica alargamiento de los plazos de entrega. La encuesta cubre todas las principales economías, tanto en el mundo avanzado como en el emergente, e ilustra que la escasez de oferta es mucho más pronunciada en el primer grupo.
- Los datos hasta septiembre ofrecen pocas evidencias de alguna tregua, con el índice de mercado desarrollado todavía cerca de un máximo histórico.
- Esto sugiere no sólo que los tiempos de entrega de los proveedores son más largos de lo normal, sino también que se están alargando rápidamente.
- La congestión de los buques portacontenedores en los puertos ha aumentado drásticamente, especialmente en los EE. UU., y hay pocos signos de mejora.

CUELLOS DE BOTELLA: INFLACIÓN MENOS TEMPORAL DE LO ESPERADO...

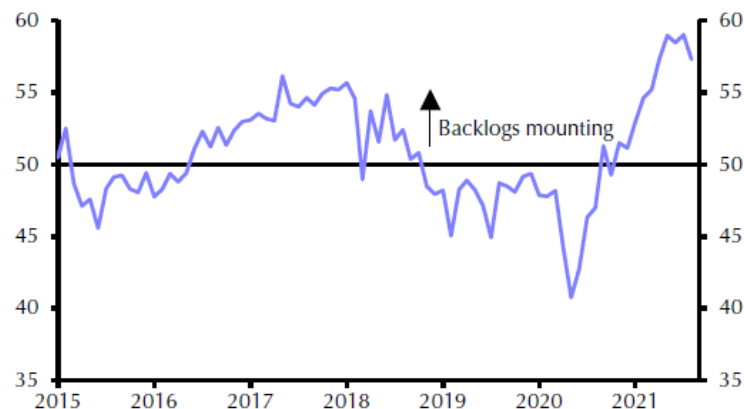


4T21 - Mal de altura temporal

ÍNDICE DE GERENTES LOGÍSTICOS



ÍNDICE PMI DE TRABAJOS ATRASADOS EN ELECTRÓNICA



EVIDENCIAS SOBRE LOS CUELLOS DE BOTELLA

- El Índice de Gerentes Logísticos (LMI) de la capacidad de transporte global se construye de la misma manera que los PMI, por lo que una lectura por encima de 50 muestra expansión y una lectura por debajo de 50 muestra una contracción. El LMI sugiere que, desde que comenzó la pandemia, la capacidad de transporte se ha reducido significativamente. La capacidad sigue cayendo ahora, aunque a un ritmo más lento y la utilización de la capacidad ha aumentado a niveles elevados.
- El PMI de electrónica específico del sector ha mostrado un aumento en los trabajos atrasados.
- Existe alguna evidencia de que los retrasos están aumentando a un ritmo más moderado a medida que la demanda de productos electrónicos (y semiconductores en particular) ha salido de la ebullición. Pero continúan aumentando en un momento en el que apenas hay stock.
- Los costes de envío también se han disparado y, si bien es posible que se hayan estabilizado últimamente, lo han hecho a niveles altos con poca evidencia todavía de una reducción.

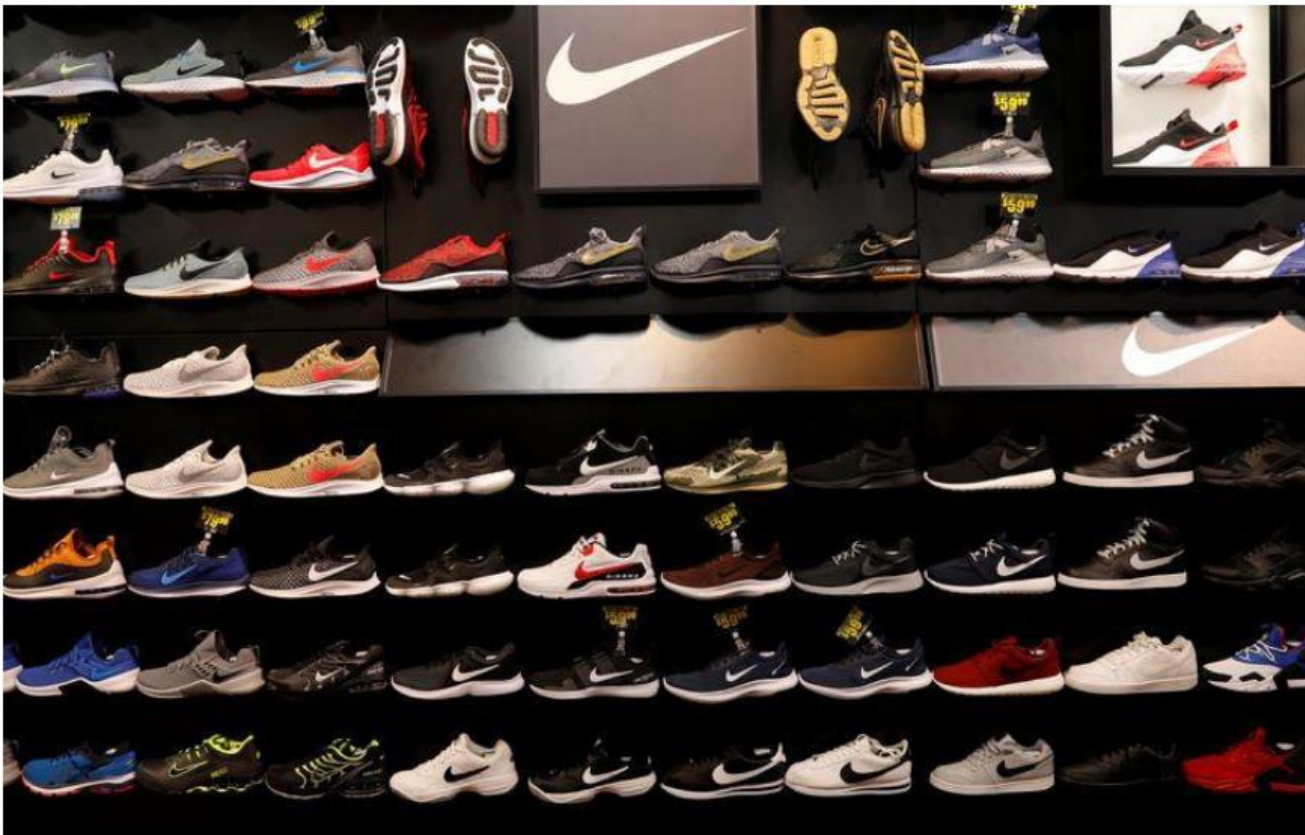
CUELLOS DE BOTELLA: INFLACIÓN MENOS TEMPORAL DE LO ESPERADO...



4T21 - Mal de altura temporal

EL COMERCIO NORMALIZARÁ SÓLO CON EL FIN DE LA PANDEMIA

NIKE ANUNCIÓ REVISIÓN A LA BAJA SUS ESTIMACIONES DE BENEFICIOS PARA 2022 POR CIERRES DE FÁBRICAS EN VIETNAM E INDONESIA Y UN INCREMENTO DEL 20% EN SUS COSTES DE VENTA



- Los cuellos de botella tienen que ver con la dificultad para contratar, pero también para producir determinados bienes que necesitan de bienes intermedios para ser terminados.
- Se ha hablado mucho de la escasez de chips y es muy relevante, pero el principal riesgo es el tiempo que pueden mantenerse las disrupciones en la cadena de producción.
- Desde el punto de vista laboral, antes o después se podrá volver a contratar con normalidad. La economía no está en pleno empleo y los incentivos a trabajar, sin estímulo fiscal, son superiores..
- El problema está hoy principalmente en el desabastecimiento de algunos materiales que tienen unos tiempos de producción largos y dejaron de producirse durante la pandemia, así como en el incremento de los tiempos de entrega, que han pasado de 40 días (pre pandemia) a 80 días para transportar productos de Asia a EE.UU.

Fuente: Mirabaud Research

C) MENOS TEMPORAL DE LO ESPERADO ...PERO LA INFLACIÓN ES TEMPORAL Y NO PERMANENTE



4T21 - Mal de altura temporal

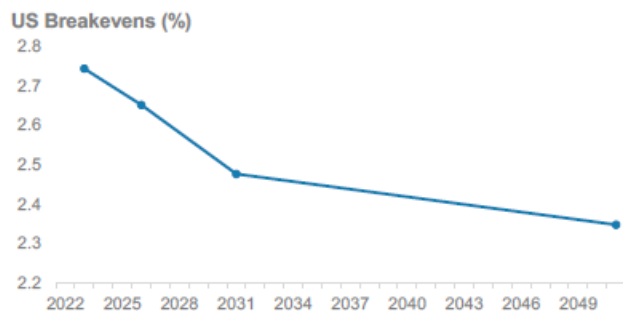


INFLACIÓN TEMPORAL Y NO PERMANENTE SE ESPERA UNA MODERACIÓN DE LA INFLACIÓN



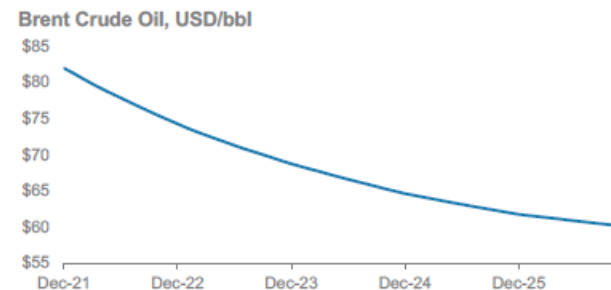
4T21 - Mal de altura temporal

Los break even de inflación apuntan a una moderación de la inflación actual



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Las curvas de los futuros de petróleo recogen precios muy inferiores en los vencimientos más lejanos



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Fuente: Bloomberg y Morgan Stanley Research

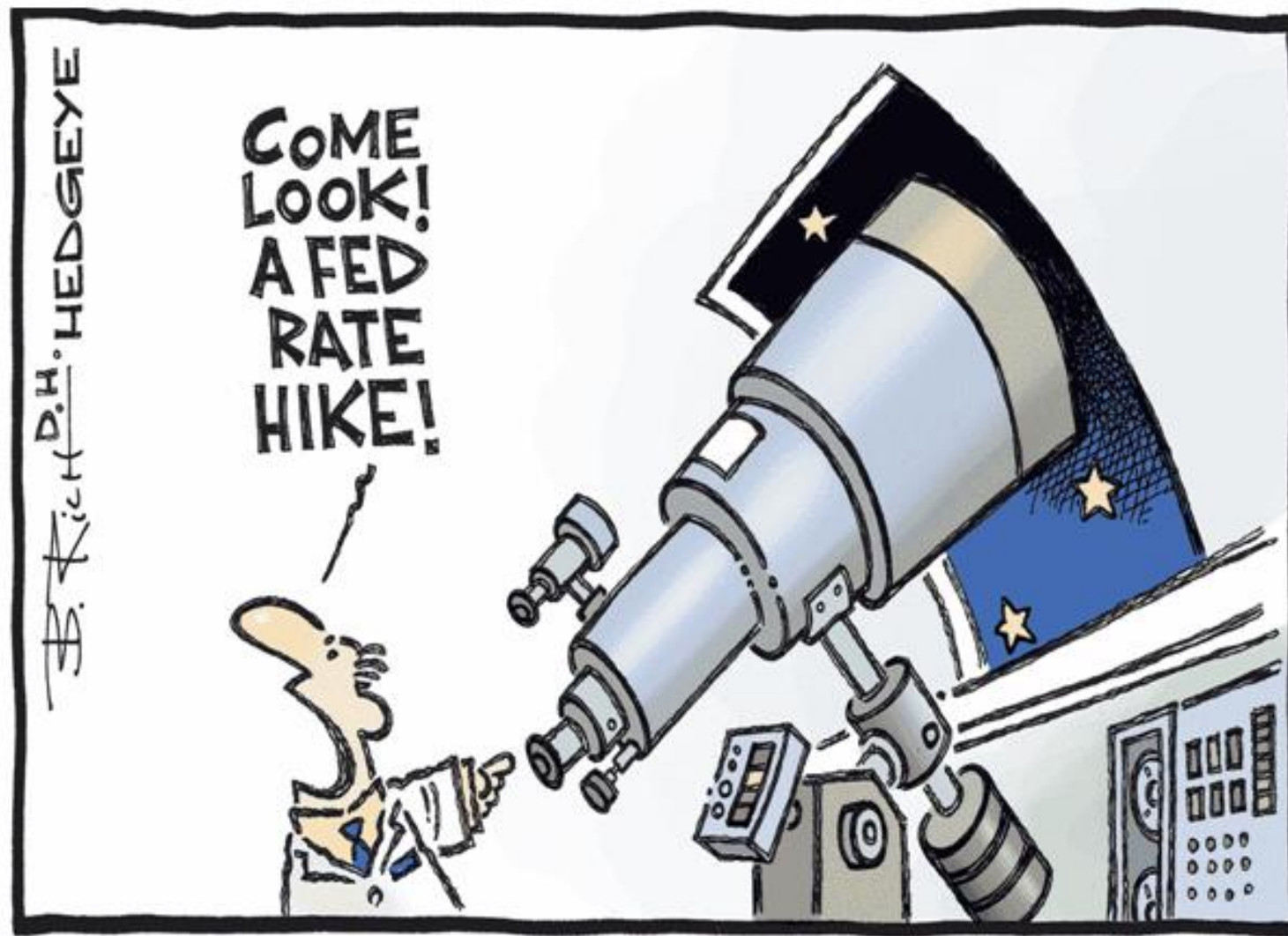
EL MERCADO SIGUE PENSANDO QUE LA INFLACIÓN ES TEMPORAL

- Pensamos que es cuestión de unos trimestres que se vuelva a construir la oferta necesaria para satisfacer la demanda actual.
- Algunos bienes y servicios tienen unos tiempos de puesta en mercado más largos, pero existen ejemplos de fuerte caída del precio al abrirse el mercado, como se ha visto en la madera de construcción.
- La inflación sostenida es la de salarios y la tensión existente en el mercado laboral tiene más que ver con las dificultades para contratar en tiempos de pandemia. La inflación que viene por el lado de la oferta, y no de la demanda, tiende a resultar temporal, pero no durante unas semanas, sino durante unos trimestres.
- A la izquierda mostramos dos indicadores de mercado que apuntan a esa moderación de la inflación en el futuro próximo.

D) RETIRADA DE ESTÍMULOS POLÍTICA MONETARIA AÚN EXPANSIVA



4T21 - Mal de altura temporal



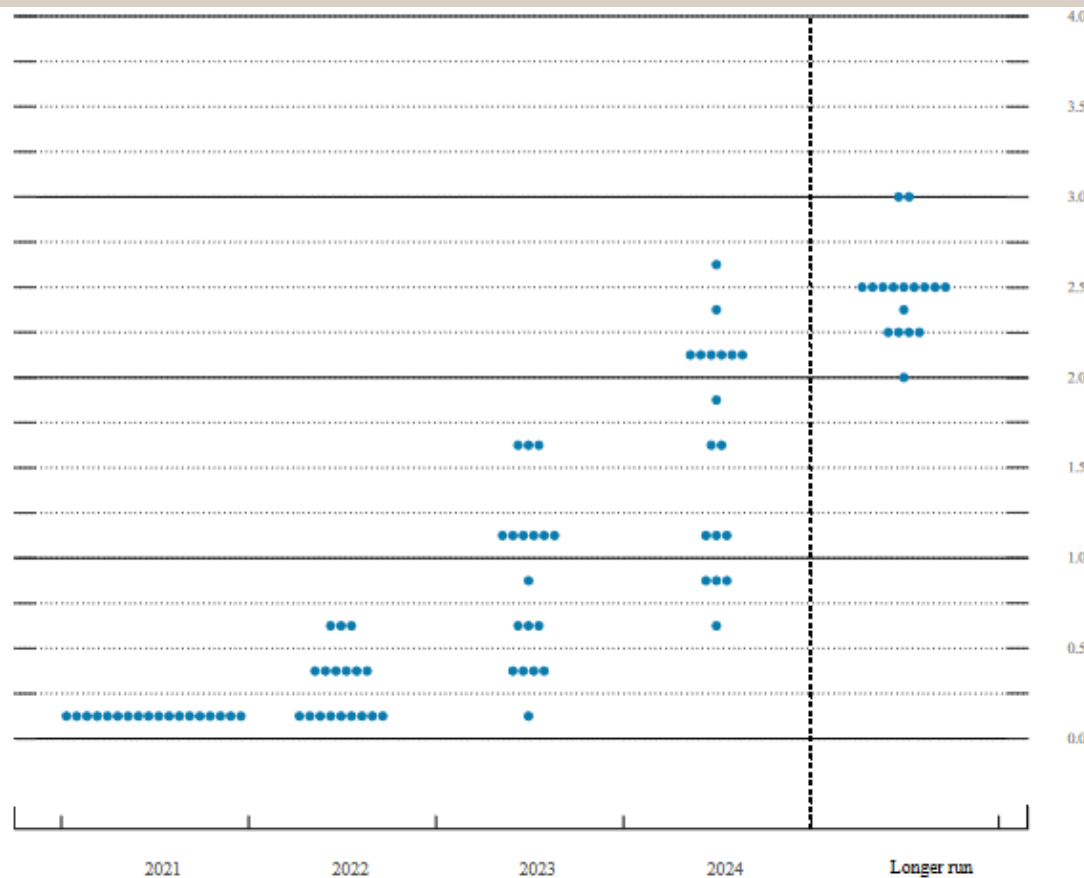
POLÍTICA MONETARIA

FED DOT PLOT



4T21 - Mal de altura temporal

ESTIMACIONES DE TIPOS DE INTERÉS DE LOS DIFERENTES MIEMBROS DE LA FED



Fuente: Federal Reserve

TIPOS DE LA FED

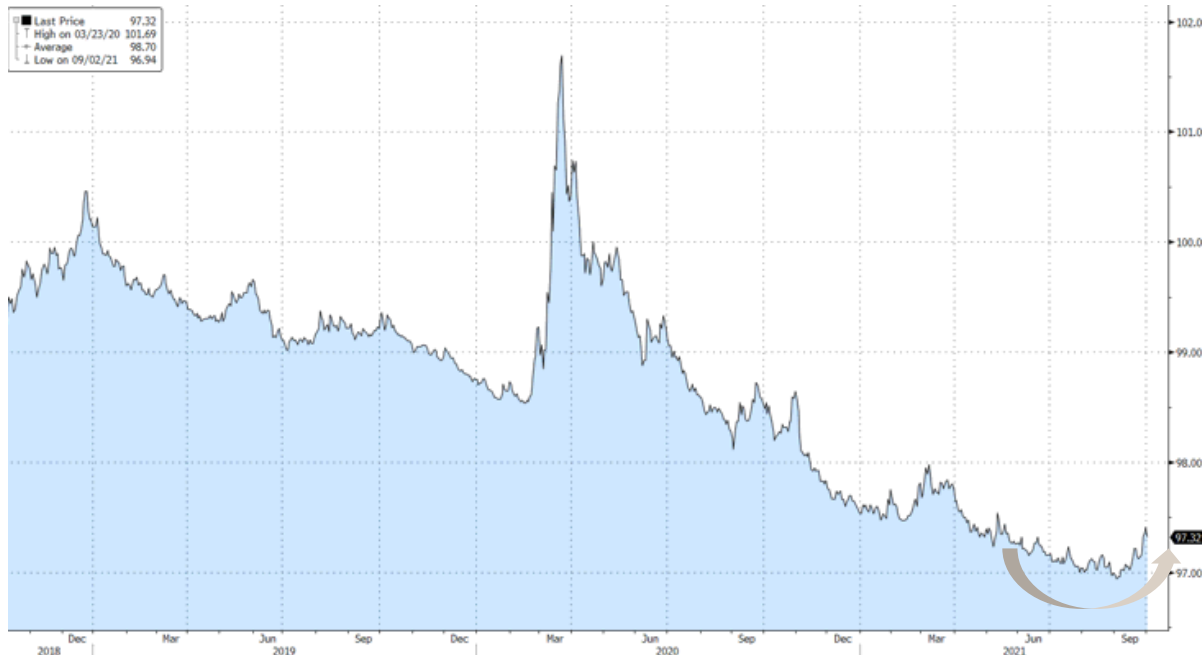
- Tras la reunión de septiembre del FOMC y haber conocido el mapa de puntos (dot plot) de la FED, en el que se detallan las estimaciones de cada uno de los miembros del comité con derecho de voto, ya son el 50% los que esperan una subida de tipos para 2022.
- El mensaje ha sido claro en cuanto al tapering, que comenzará a finales de este 2021 y se hará de una forma más rápida de lo inicialmente descontado por el mercado.
- La FED recuerda que “tapering is not tightening” y pasarán aún algunos meses entre el final de la retirada de estímulos y la primera subida de tipos.
- Se esperan hasta 7-8 subidas de tipos, que, en cualquier caso, pensamos sólo se implementarán si el ciclo se extiende en el tiempo e intensidad.

POLÍTICA MONETARIA CONDICIONES FINANCIERAS LAXAS AUNQUE ENDURECIÉNDOSE



4T21 - Mal de altura temporal

ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS DE GOLDMAN SACHS



Fuente: Bloomberg

CONDICIONES FINANCIERAS SE ENDURECEN

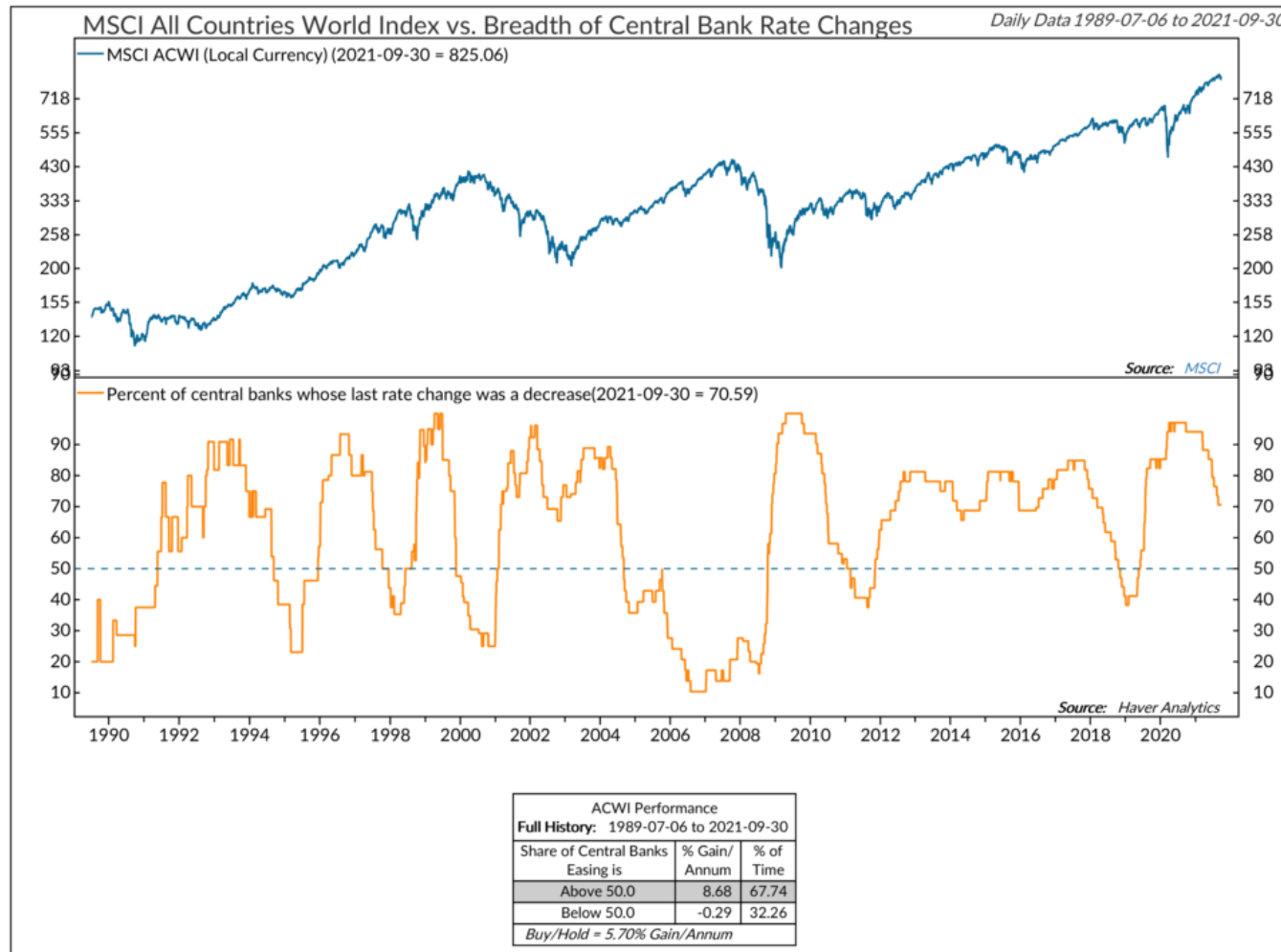
- El índice de Goldman Sachs de condiciones financieras se ha dado la vuelta y está comenzando a normalizarse hacia niveles pre-Covid.
- Dicho índice es un proxy de la pata de liquidez de los mercados.
- Venimos del evento de liquidez mayor de la historia moderna.
- Incluso si las cifras de inflación se muestran temporales, seguirán acompañadas por una intervención en los precios y un crecimiento sostenido más bajo.
- El endurecimiento de las condiciones financieras, junto con la subida del precio del petróleo, puede llevar por precaución a un ahorro estructural mayor y tipos de interés más bajos.

POLÍTICA MONETARIA

ALGUNOS YA HAN COMENZADO A SUBIR TIPOS



4T21 - Mal de altura temporal



IES09K



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

YA “SÓLO” EL 70% DE LOS BANCOS CENTRALES ESTÁN BAJANDO TIPOS

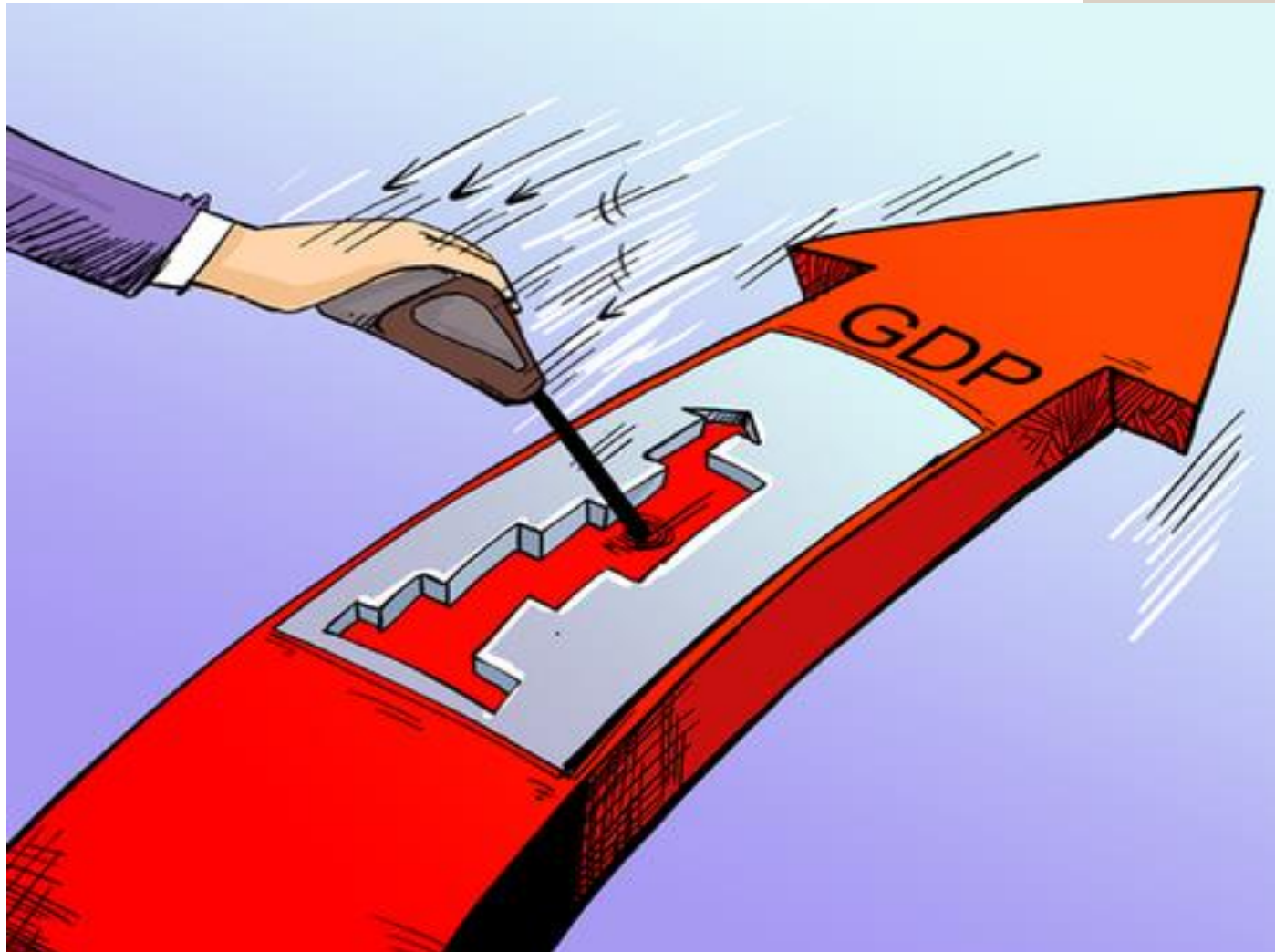
- El gráfico muestra que ya “sólo” el 70% de los bancos centrales bajó tipos de interés la última vez que los movió.
- Una bajada de tipos es un estímulo para la economía y viceversa. Y como no podría ser de otra forma, ese estímulo se refleja en las rentabilidades de las bolsas.
- El indicador de porcentaje de BC habiendo recortado tipos en su último movimiento, históricamente ha estado más de un 67% del tiempo por encima de 50, con rentabilidades anualizadas en esos periodos del +8,6%, frente a un -0,29% anualizado cuando menos del 50% bajaron tipos en su último cambio.
- En las principales economías desarrolladas, el próximo movimiento será al alza, siguiendo la FED o el BCE los pasos de algunos bancos centrales que ya han subido tipos en este ciclo, como los de Noruega y Brasil, a los que posiblemente se unan Canadá y Nueva Zelanda, ya con el tapering avanzado.

E) CHINA

RALENTIZACIÓN COMO SIGNO DE PROGRESO



4T21 - Mal de altura temporal



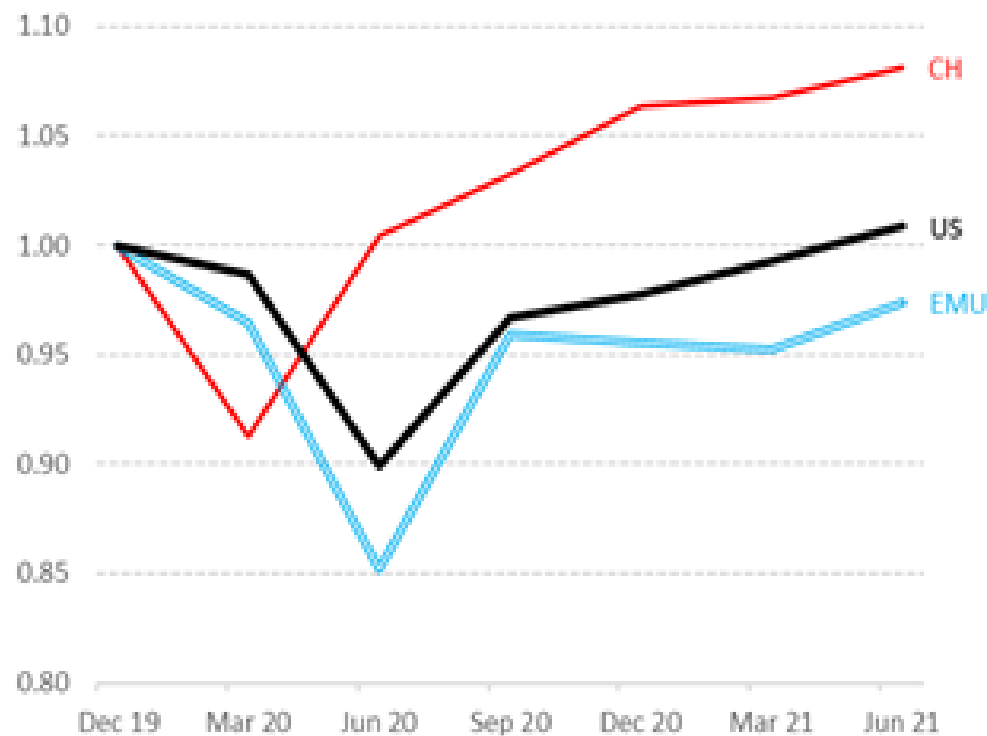
CHINA NO ES UN RIESGO SISTÉMICO

CRECIMIENTO RELATIVO MUY FUERTE



4T21 - Mal de altura temporal

CRECIMIENTO DE PIB DE CHINA FRENTE A EE.UU. Y LA EUROZONA



Fuente: Bloomberg y Eurizon SLJ Capital Limited

CHINA DESACELERA PERO NO COLAPSA

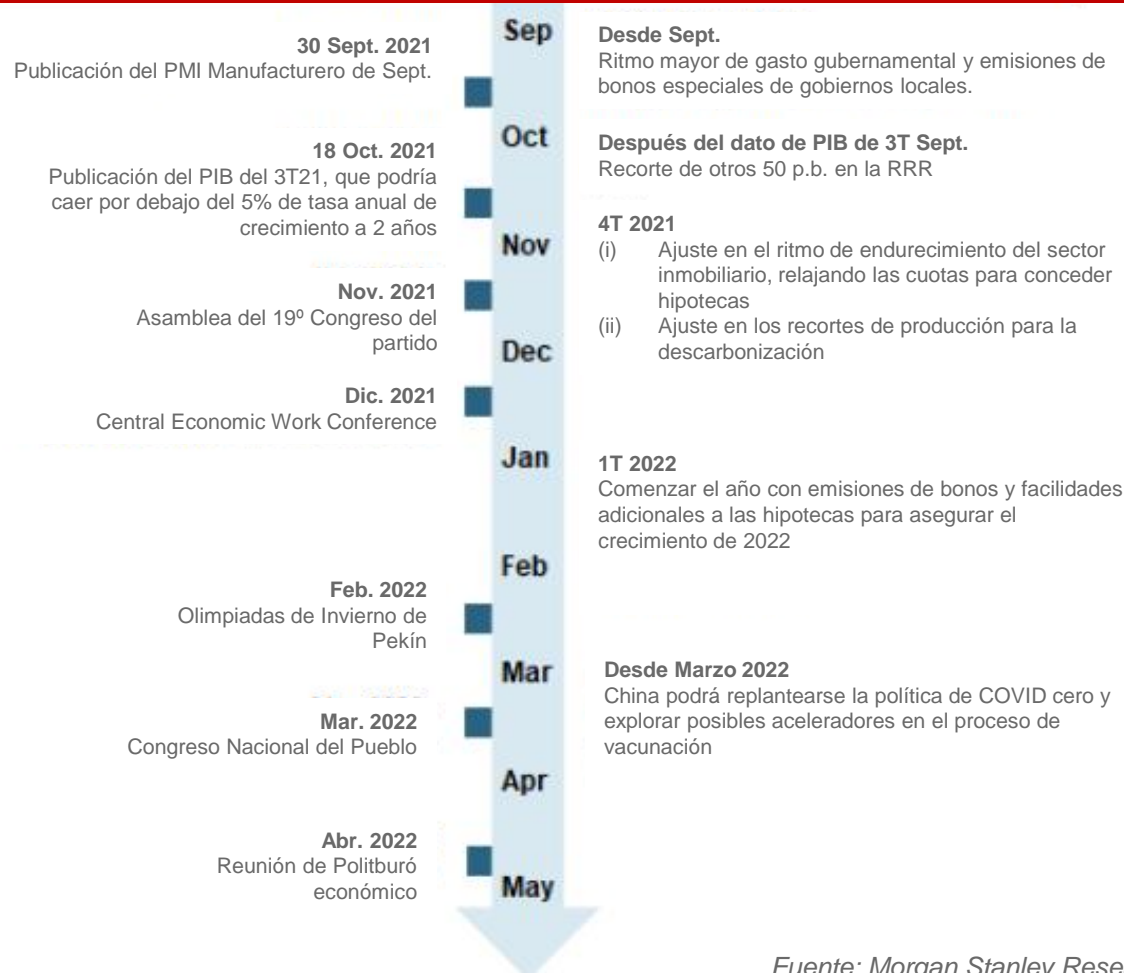
- En occidente, se tiende a magnificar, posiblemente por una serie de razones que no toca desarrollar en estas líneas, cualquier noticia negativa proveniente desde China. El tamaño de su economía y las grandes diferencias respecto a nuestro sistema políticos y económicos lo justifican, pero es frecuente caer en el error que juzgar a China desde nuestro prisma.
- China hace lo que hace porque puede permitírselo. En lugar de seguir la lógica de que (i) si el sector inmobiliario chino se ralentiza, (ii) entonces la economía china se ralentizará y se avecinan otras cosas malas no lineales, sugiero que los inversores consideren invertir la lógica: Pekín ha decidido tomar estas medidas reguladoras precisamente porque cree que puede permitirse correr los riesgos ahora.
- El mundo está en general reduciendo los riesgos hoy para aumentar los riesgos del mañana. Salimos de la crisis con más deuda. China, sin embargo, está haciendo exactamente lo contrario.

CHINA NO ES UN RIESGO SISTÉMICO LA HOJA DE RUTA Y POSIBLES MEDIDAS



4T21 - Mal de altura temporal

Eventos principales Posibles medidas expansivas



Fuente: Morgan Stanley Research

LA HOJA DE RUTA DE CHINA

- El gobierno tiene 4 objetivos y cualquier otra cosa podrá ser regulada. Es importante buscar que las compañías reúnan al menos una de las características para estar dentro de estos objetivos principales y, así, invertir con el gobierno.
 - Promover la natalidad
 - Neutralidad de carbono
 - Regular el capital allí donde puede causar problemas (datos, ...)
 - Prosperidad común
- Como se muestra en la parte izquierda del gráfico, los próximos meses estarán cargados de acontecimientos en China, y más aún ahora que todos los ojos miran hacia oriente. En la parte derecha vemos las posibles medidas a implementar por el gobierno en caso de necesitar estímulo económico.

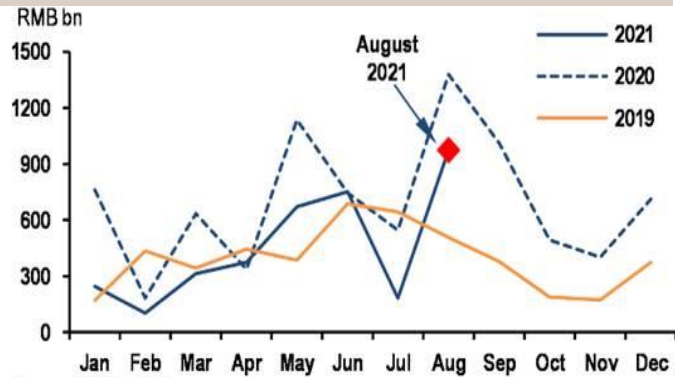
CHINA NO ES UN RIESGO SISTÉMICO

RADIOGRAFÍA DEL SECTOR INMOBILIARIO



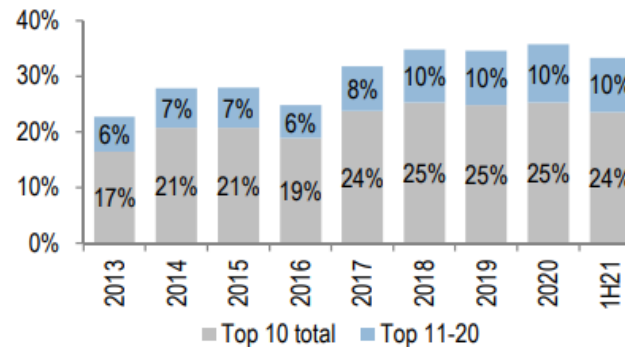
4T21 - Mal de altura temporal

Emisiones netas de bonos del gobierno



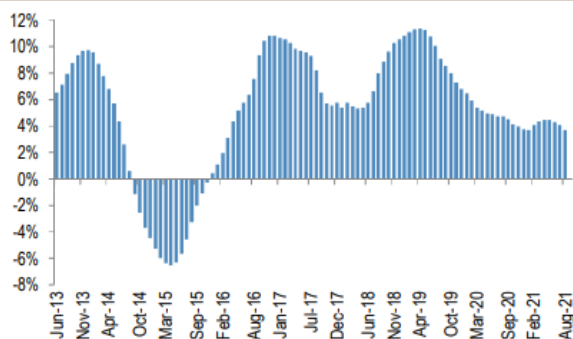
Source: PBOC, J.P. Morgan

Cuota mercado 20 mayores promotores

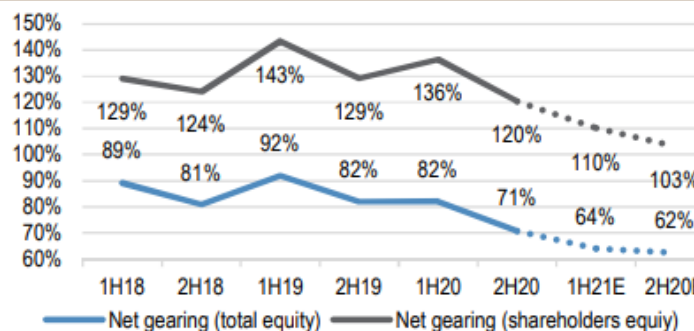


Source: NBS, CREIS, Company data. J.P. Morgan estimates.

Evolución anual precio vivienda



Apalancamiento de los promotores



Fuente: JP Morgan Research

MERCADO INMOBILIARIO CHINO

- El gobierno de China tiene mucho margen de actuación. Durante y después de la pandemia de 2020, China destacó como la única economía importante que se abstuvo de proporcionar estímulo monetario y fiscal masivo. La razón principal fue la preocupación de que tales políticas avivaran un mayor crecimiento de la burbuja inmobiliaria. La emisión de bonos del gobierno (indicador principal del gasto fiscal) se ha recuperado.
- El mercado inmobiliario de China es demasiado grande para dejarlo caer. Representa un 25% del PIB, un 90% de la riqueza de las familias.
- Se trata de un mercado tremendamente fragmentado.
- El ciclo inmobiliario lleva ya tiempo desacelerando y el apalancamiento de las promotoras se viene reduciendo desde 2019.

CHINA NO ES UN RIESGO SISTÉMICO

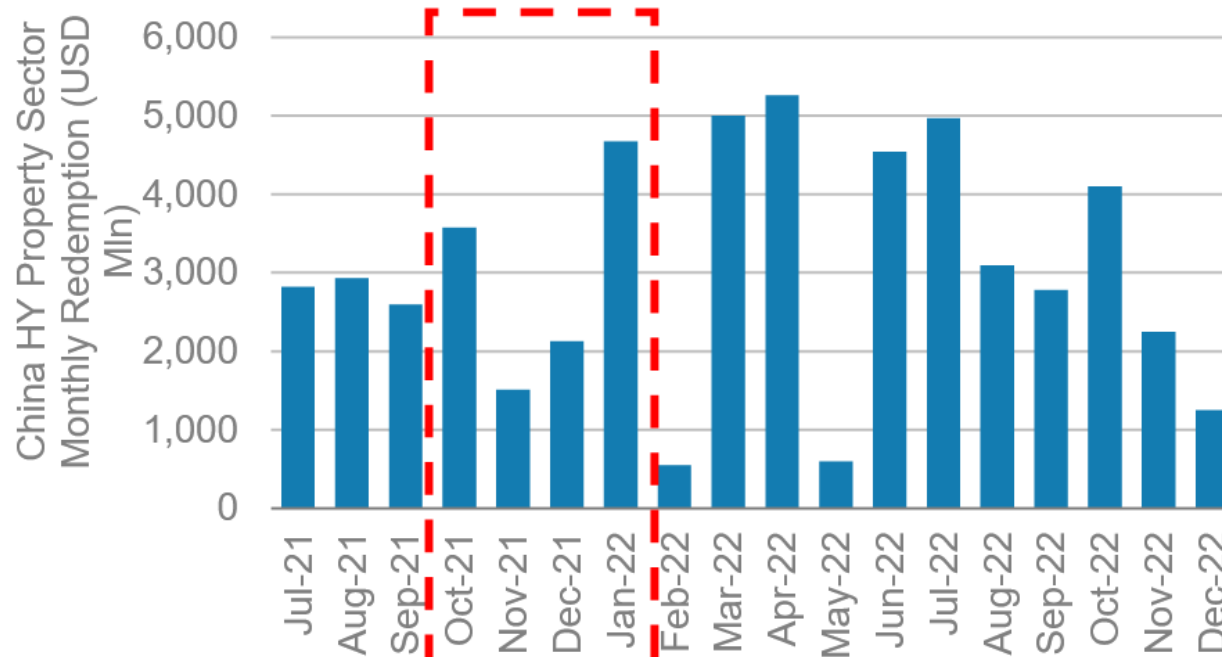
CONCENTRACIÓN DE VENCIMIENTOS DE DEUDA INMOBILIARIA MANEJABLE



4T21 - Mal de altura temporal

DEUDA DEL SECTOR INMOBILIARIO EN NIVELES ACEPTABLES

VENCIMIENTOS DE DEUDA HIGH YIELD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA



Fuente: Morgan Stanley Research

- La burbuja inmobiliaria China es innegable y se trata de una de las principales preocupaciones de su gobierno, que con el objetivo de la prosperidad común, centra sus esfuerzos en deshincharla de forma ordenada.
- El ratio de propietarios frente a arrendatarios en China es altísimo y el patrimonio inmobiliario supone un 90% de la riqueza de las familias.
- Se trata de un problema demasiado grande para ser ignorado y el gobierno chino tiene la capacidad y los recursos para evitar un contagio de la quiebra de Evergrande en los mercados globales.

CHINA NO ES UN RIESGO SISTÉMICO EVERGRANDE ERA LA EXCEPCIÓN



4T21 - Mal de altura temporal

CUMPLIMIENTO DE LAS LÍNEAS ROJAS ESTABLECIDAS POR EL GOBIERNO CHINO A LAS PROMOTORAS INMOBILIARIAS

EVERGANDE NO ERA LA NORMA, SINO EL ALUMNO INCÓMODO EN LA CLASE

Stock	Ticker	Liability / Asset				Net gearing				Cash / ST Debt				Summary			
		2019A	1H20	2020A	1H21	2019A	1H20	2020A	1H21	2019A	1H20	2020A	1H21	2019A	1H20	2020A	1H21
Evergrande	6666 HK	83%	85%	83%	81%	159%	199%	153%	100%	0.40	0.36	0.47	0.36	Red	Red	Red	Orange
Agile	3383 HK	72%	72%	72%	68%	83%	73%	61%	45%	0.79	0.95	1.09	1.18	Orange	Orange	Yellow	Green
Aoyuan	3883 HK	81%	80%	78%	78%	75%	80%	83%	77%	1.39	1.12	1.00	1.17	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Country Garden	2007 HK	82%	81%	79%	77%	46%	58%	56%	50%	2.14	1.78	1.74	1.93	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
CIFI	884 HK	74%	74%	72%	71%	69%	64%	60%	60%	2.71	2.35	2.73	2.67	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
CMSK	001979 CH	55%	58%	57%	58%	29%	37%	26%	33%	1.35	0.97	1.60	1.94	Green	Yellow	Green	Green
COLI	688 HK	53%	53%	52%	53%	33%	32%	31%	33%	2.90	3.24	2.46	2.53	Green	Green	Green	Green
CR Land	1109 HK	54%	58%	58%	59%	30%	46%	29%	29%	2.89	1.42	2.46	2.22	Green	Green	Green	Green
China SCE	1966 HK	73%	76%	67%	68%	60%	68%	59%	78%	1.56	1.00	1.24	1.23	Yellow	Yellow	Green	Green
Gemdale	600383 CH	66%	69%	68%	69%	58%	67%	58%	65%	1.25	1.18	1.28	1.50	Green	Green	Green	Green
GZ R&F	2777 HK	79%	78%	76%	75%	199%	177%	130%	123%	0.37	0.24	0.40	0.25	Red	Red	Red	Red
Jinmao	817 HK	66%	68%	66%	67%	83%	77%	45%	52%	0.64	0.60	1.56	1.26	Yellow	Yellow	Green	Green
KWG	1813 HK	81%	77%	75%	72%	75%	59%	62%	54%	2.17	1.45	1.61	1.81	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Logan	3380 HK	76%	75%	69%	68%	67%	68%	61%	61%	1.18	1.13	1.74	1.78	Yellow	Yellow	Green	Green
Longfor	960 HK	65%	66%	66%	67%	51%	51%	46%	46%	4.36	4.55	4.20	5.46	Green	Green	Green	Green
Poly	600048 CH	66%	66%	69%	66%	57%	72%	57%	53%	2.09	1.96	2.25	2.59	Green	Green	Green	Green
Seazen A	601155 CH	75%	75%	74%	75%	17%	35%	36%	53%	1.92	1.57	2.42	2.02	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Seazen H	1030 HK	77%	76%	75%	76%	39%	55%	51%	65%	1.46	1.33	1.89	1.59	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Shimao	813 HK	70%	70%	68%	68%	57%	54%	50%	52%	1.42	1.57	1.67	1.68	Yellow	Yellow	Green	Green
Shanghai Shimao	600823 CH	61%	63%	65%	63%	18%	17%	17%	16%	1.25	1.63	2.72	2.55	Green	Green	Green	Green
Sino-Ocean	3377 HK	70%	70%	69%	68%	77%	65%	55%	67%	3.34	1.90	1.51	1.62	Green	Yellow	Green	Green
Sunac	1918 HK	84%	82%	78%	76%	172%	149%	96%	87%	0.57	0.61	1.08	1.11	Red	Red	Yellow	Yellow
SZ Investment	604 HK	54%	56%	58%	59%	25%	16%	22%	23%	1.15	1.85	1.27	1.50	Green	Green	Green	Green
Times	1233 HK	74%	77%	78%	76%	67%	75%	68%	71%	1.39	1.23	1.76	1.90	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Vanke H	2202 HK	75%	74%	70%	69%	34%	28%	18%	21%	1.68	1.91	2.21	2.19	Yellow	Yellow	Yellow	Green
Yuzhou	1628 HK	79%	80%	78%	74%	70%	68%	86%	80%	1.86	1.57	1.25	1.38	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Median		73%	74%	70%	69%	59%	64%	56%	56%	1.44	1.44	1.64	1.73				

Fuente: Morgan Stanley Research

- El sector inmobiliario es el talón de Aquiles de la economía china: Pekín lo ha dejado claro durante años, y sus políticas macro desde 2015 aproximadamente han estado marcadas por la moderación en lugar de lo que hicieron en 2008.
- En un esfuerzo por limitar el apalancamiento de las empresas promotoras inmobiliarias, Pekín anunció en agosto de 2020 las "tres líneas rojas", poniendo límites a lo siguiente:
 - Relación entre pasivos y activos de al menos el 70%
 - Apalancamiento neto debe ser menor del 100%
 - La deuda a corto plazo no puede superar la posición en liquidez.
- Evergrande, segunda promotora del país por su tamaño, era de las pocas que no estaban respetando las recomendaciones del gobierno.



3.

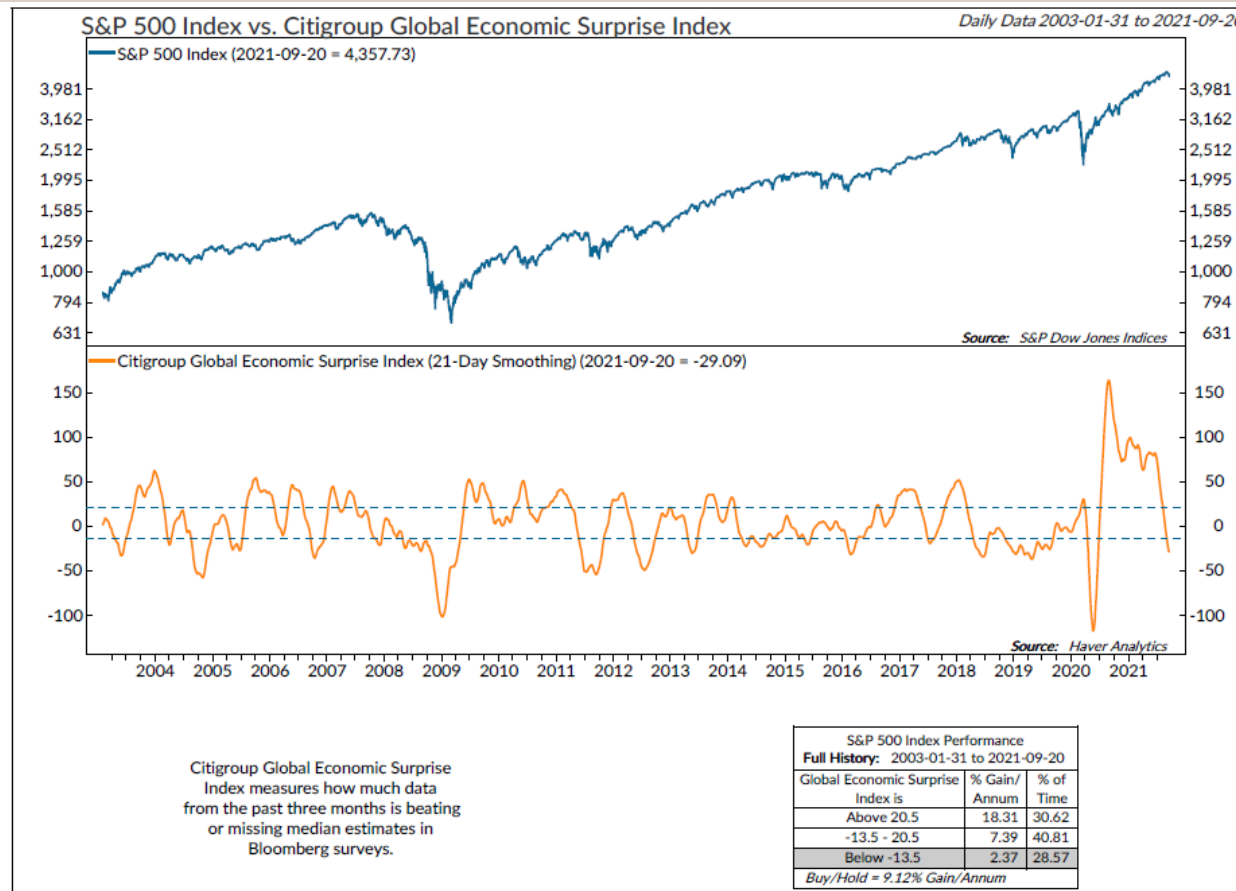
**SENTIMIENTO:
MOTOR DE LOS MERCADOS EN EL
CORTO PLAZO**

SENTIMIENTO SORPRESAS ECONÓMICAS YA NEGATIVAS REDUCEN EL RIESGO DE DECEPCIONES ADICIONALES



4T21 - Mal de altura temporal

EVOLUCIÓN DEL S&P 500 VS. ÍNDICE SOPRESAS ECONÓMICAS



DAVIS183A



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

Fuente: Ned Davis Research

SORPRESAS ECONÓMICAS YA EN TERRENO NEGATIVO

- Los pronósticos de los economistas que eran demasiado optimistas sobre la economía han llevado a decepciones (sorpresas a la baja) en los datos, lo que no es tan atractivo para las acciones.
- Todavía vemos un optimismo excesivo a largo plazo por parte de la mayoría de los economistas y consumidores con respecto a las perspectivas económicas. En general, la confianza no tiene nada de malo pero, si se vuelve realmente excesiva, puede provocar sorpresas negativas y decepción para las bolsas.
- Los riesgos económicos a la baja se han reducido notablemente. Expectativas demasiado altas son malas para las bolsas y la caída de índice de sorpresas económicas muestra que ya se han corregido dichas expectativas.

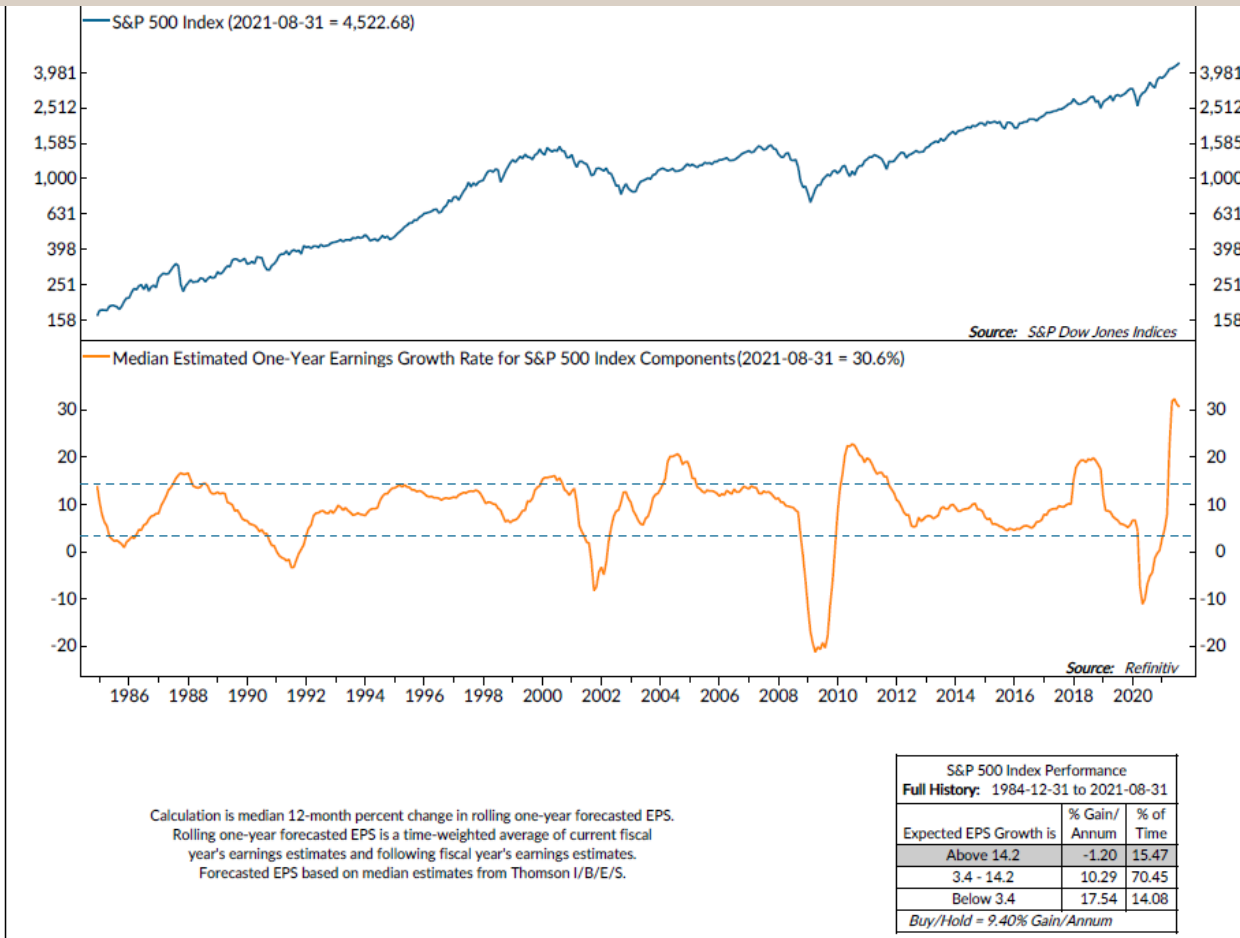
SENTIMIENTO

ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO DE BENEFICIOS MUY ALTAS HAN COMENZADO A REVISARSE A LA BAJA



4T21 - Mal de altura temporal

S&P 500 VS. ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO DE BENEFICIOS



ESTIMACIONES ALTAS DE CRECIMIENTO DE BENEFICIOS HAN SIDO MALAS PARA LAS ACCIONES

- El crecimiento de beneficios estimado para los próximos 12 meses había alcanzado un récord, pero comenzó a darse la vuelta.
- Históricamente, las acciones han caído, en promedio, cuando se ha esperado un crecimiento de los beneficios así de alto.
- Hay poco margen para las sorpresas positivas tras haberse descontado un crecimiento de beneficios de más del 30% en doce meses, pero la intensidad y rapidez de la contracción por Covid, explican una parte de la intensidad y rapidez de la recuperación.
- El listón está muy alto y eso dificulta el futuro inmediato.

AA380



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

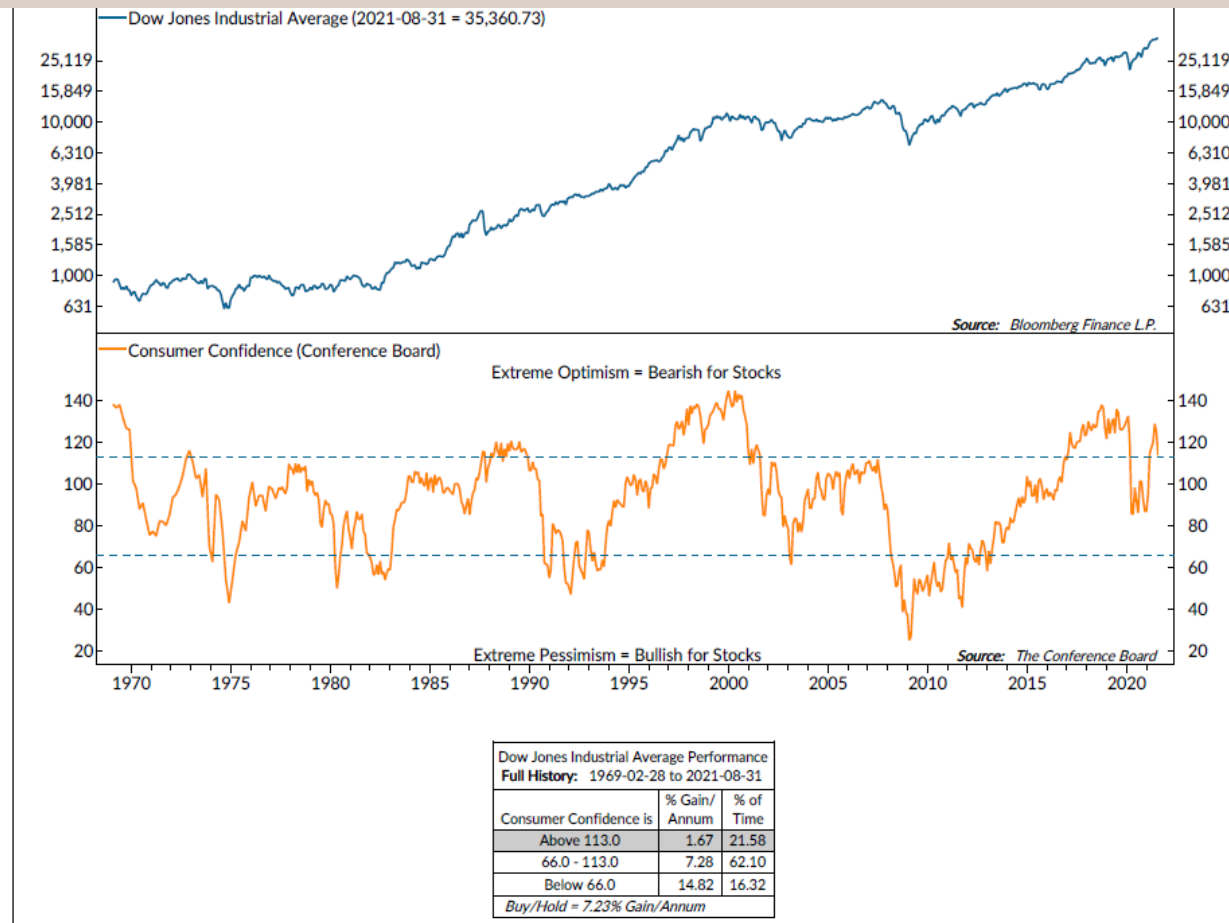
Fuente: Ned Davis Research

SENTIMIENTO CONFIANZA DEL CONSUMIDOR CONTINÚA ALTA



4T21 - Mal de altura temporal

DJIA VS. CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



S1060



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

CONSUMIDOR AÚN DEMASIADO OPTIMISTA

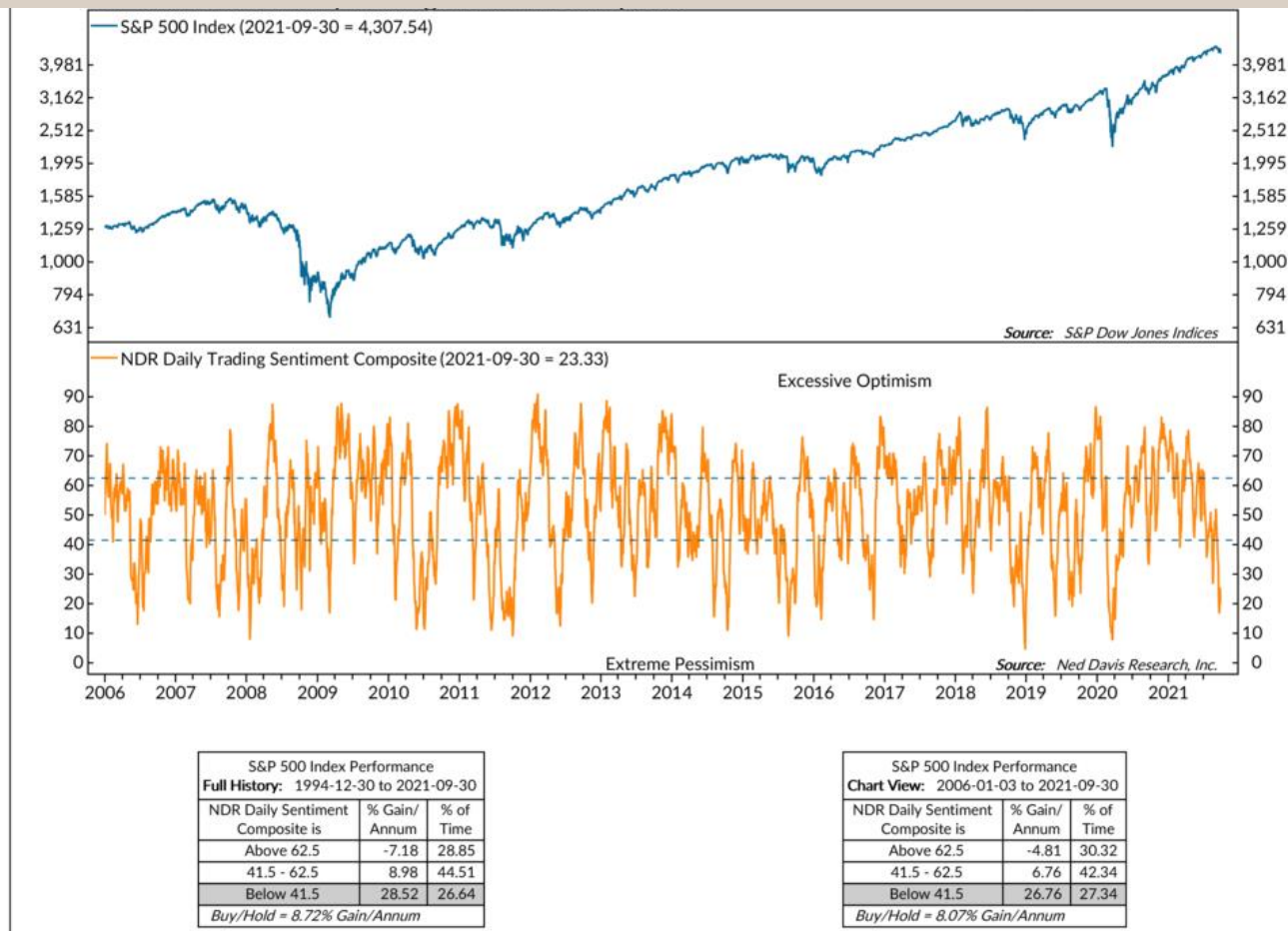
- Si bien no están en el pico de optimismo, tanto la confianza como la comodidad del consumidor se mantienen en niveles bastante altos.
- Generalmente, vale la pena ser cauteloso - o incluso contrario - en extremos, especialmente cuando y han comenzado a darse la vuelta desde niveles máximos.

SENTIMIENTO INDICADORES DE C/P SEÑALAN A UN EXCESIVO PESIMISMO



4T21 - Mal de altura temporal

S&P VS. NDR TRADING SENTIMENT COMPOSITE



Customized client version of [DAVIS265](#)



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

EXCESIVAMENTE PESIMISTAS DE CORTO PLAZO

- Las caídas bursátiles del mes de septiembre y primeras jornadas de octubre (aproximadamente un 5% para el índice S&P500) han llevado a indicadores de sentimiento más relacionados con el trading de corto plazo a un terreno de excesivo pesimismo.
- El NDR Daily Trading Sentiment Composite se compone de lecturas de modelos diarias y semanales. Los indicadores se han seleccionado de las áreas de análisis de mercado de sentimiento, flujo de activos, sobrecompra/sobreventa, valoración, volatilidad y put/call. Los indicadores utilizados se basan principalmente en ratios de optimismo relativo o bajista entre diferentes categorías de inversores.

SENTIMIENTO ATENTOS A LA PROFUNDIDAD DEL MERCADO



4T21 - Mal de altura temporal

RENTABILIDAD A 1 AÑO DEL S&P500 VS. S&P500 EQUIPONDERADO

SPX Index		Settings			Comparative Returns	
Range	10/02/2020 - 10/01/2021	Period	Daily	No. of Period	364 Day(s)	Table
Security	Currency	Price Change	Total Return	Difference	Annual Eq	
1) SPX Index	USD	30.12%	32.04%	-9.65%	32.14%	
2) SPW Index	USD	39.29%	41.68%	--	41.82%	
3)						
4)						
5)						
6)						



Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 4565 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2021 Bloomberg Finance L.P.
 SN 663253 CEST GMT+2:00 G384-353-2 03-Oct-2021 19:14:34

MAYOR PROFUNDIDAD SUELE ADELANTARSE A LA REACELERACIÓN DE LA ECONOMÍA

- La profundidad de mercado, entendida como el % de compañías que están teniendo buen comportamiento, suele liderar la reaceleración económica.
- El hecho de que más compañías y sectores participen de la recuperación es un factor muy positivo. Ya miremos indicadores algo más complejos, como el % de compañías que están por encima de su media móvil de 200 días, o el de acciones con una media móvil de 200 días alcista, como si miramos el sencillo gráfico de esta página, que muestra el comportamiento del S&P 500 frente al comportamiento del S&P 500 construido con un peso igual para todas las compañías que lo componen.
- Queda atrás el liderazgo bursátil de unas pocas compañías y el buen comportamiento tiene mayor profundidad en el último año.

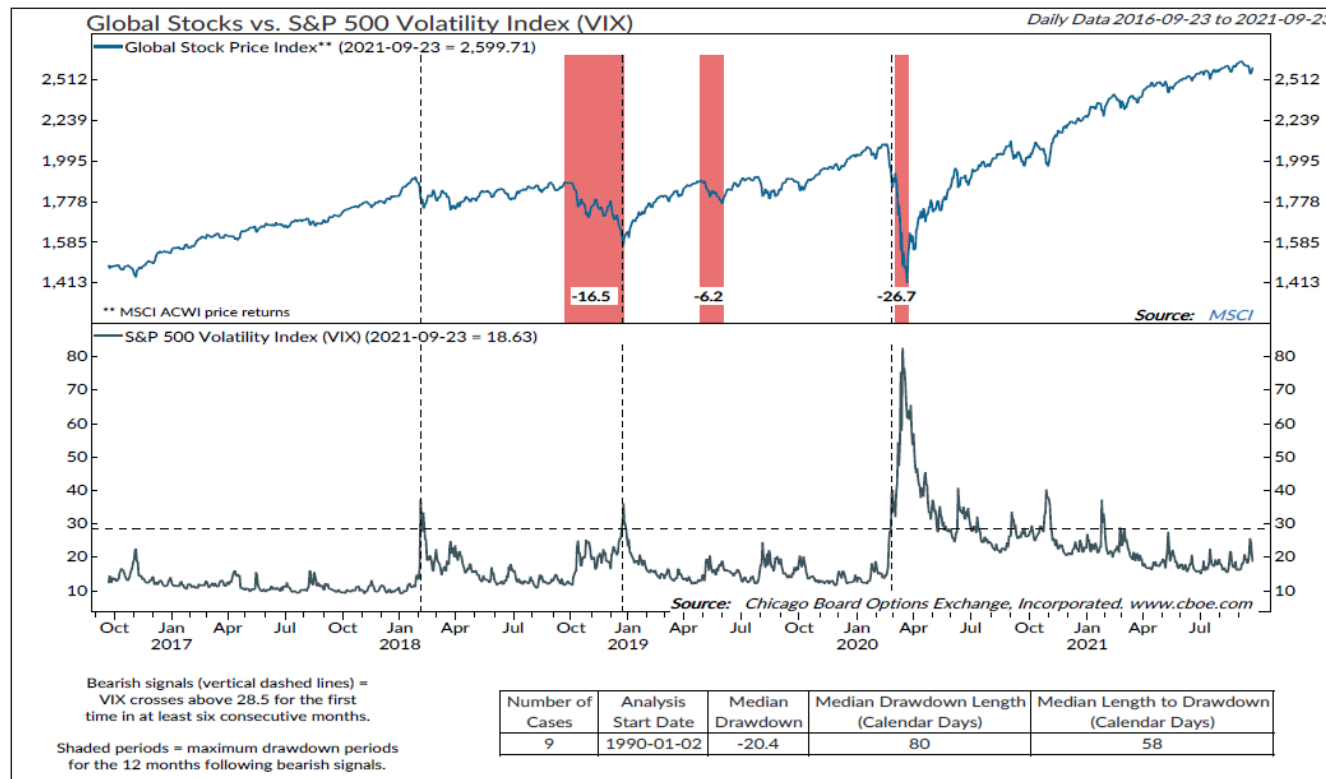
Fuente: Ned Davis Research

SENTIMIENTO TENDENCIA A LA BAJA DE VOLATILIDAD INTACTA



4T21 - Mal de altura temporal

VOLATILIDAD DEL ÍNDICE S&P500



Customized version of IB7



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

EL MÍNIMO REPUNTE DEL VIX QUITA FUERZA A LA CORRECCIÓN RECIENTE

- El VIX, que es la volatilidad del S&P 500 y al que algunos llaman el índice del miedo, ha sufrido un repunte muy limitado en la corrección que las bolsas han sufrido a finales de septiembre y principios de octubre.
- El gráfico muestra que el VIX está haciendo máximos decrecientes desde 2020.
- Cada vez que el VIX ha superado el nivel de 28,5 por primera vez en 6 meses, las bolsas han caído de media un 20% en los siguientes 12 meses. No hemos alcanzado esos niveles.

Fuente: Ned Davis Research



4.

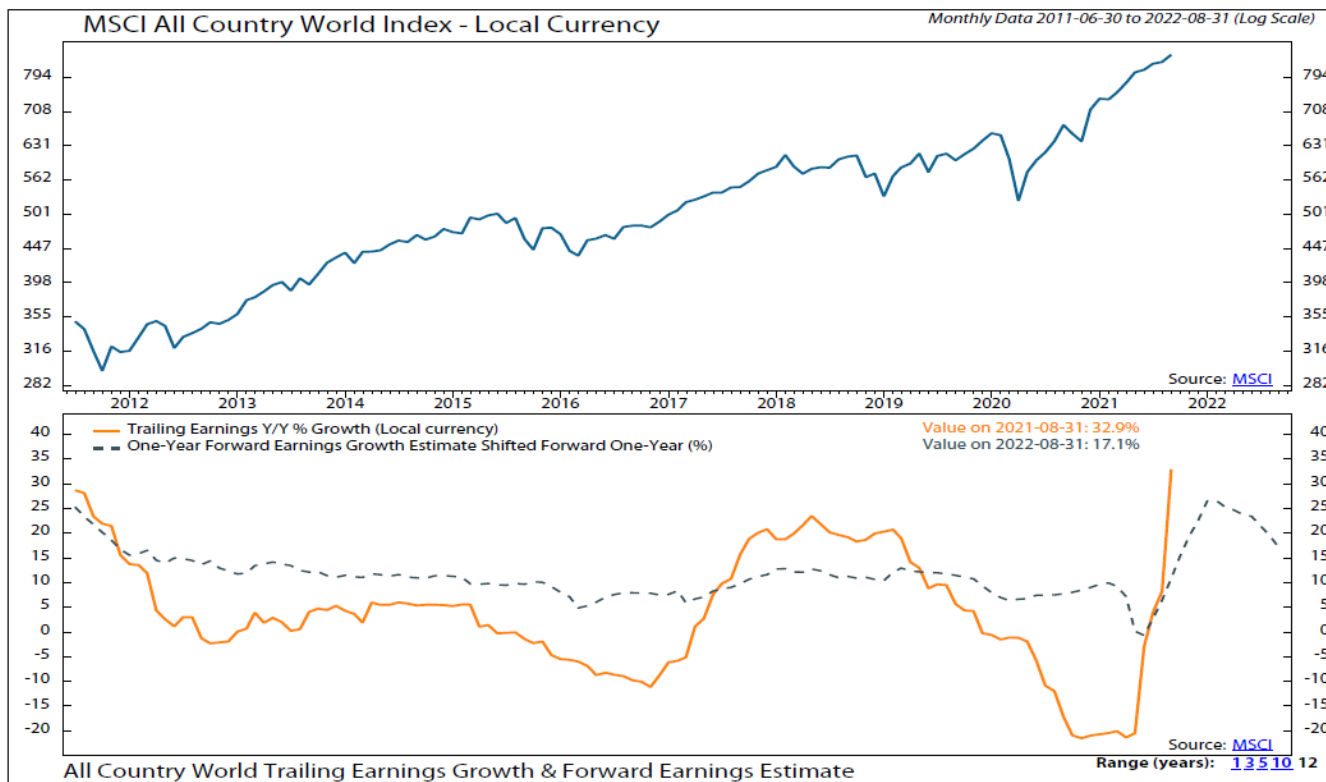
**BENEFICIOS EMPRESARIALES:
MOTOR DE LAS BOLSAS EN EL
LARGO PLAZO**

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO? BENEFICIOS EMPRESARIALES



4T21 - Mal de altura temporal

EVOLUCIÓN DEL INDICE MSCI ACWI Y BENEFICIOS



LOS BENEFICIOS SE RECUPERAN, PERO SE ESPERA RALENTIZACIÓN

- Como decíamos, el inicio de un ciclo bajista de corto plazo, que es el escenario que podría preocupar, se basa más en un cambio en el sentimiento que en los fundamentales.
- En cualquier caso, los fundamentales tienen riesgo a la baja, como vemos en esta página.
- El gráfico muestra la diferencia entre las estimaciones de beneficios de hace un año, desplazadas un año hacia adelante (línea negra discontinua), frente a los beneficios empresariales finalmente alcanzados.
- Se espera que el año que viene la tasa de crecimiento de beneficios caiga, lo que podría añadir algo de presión a las bolsas.

ICS_27.RPT



© Copyright 2021 NDR, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

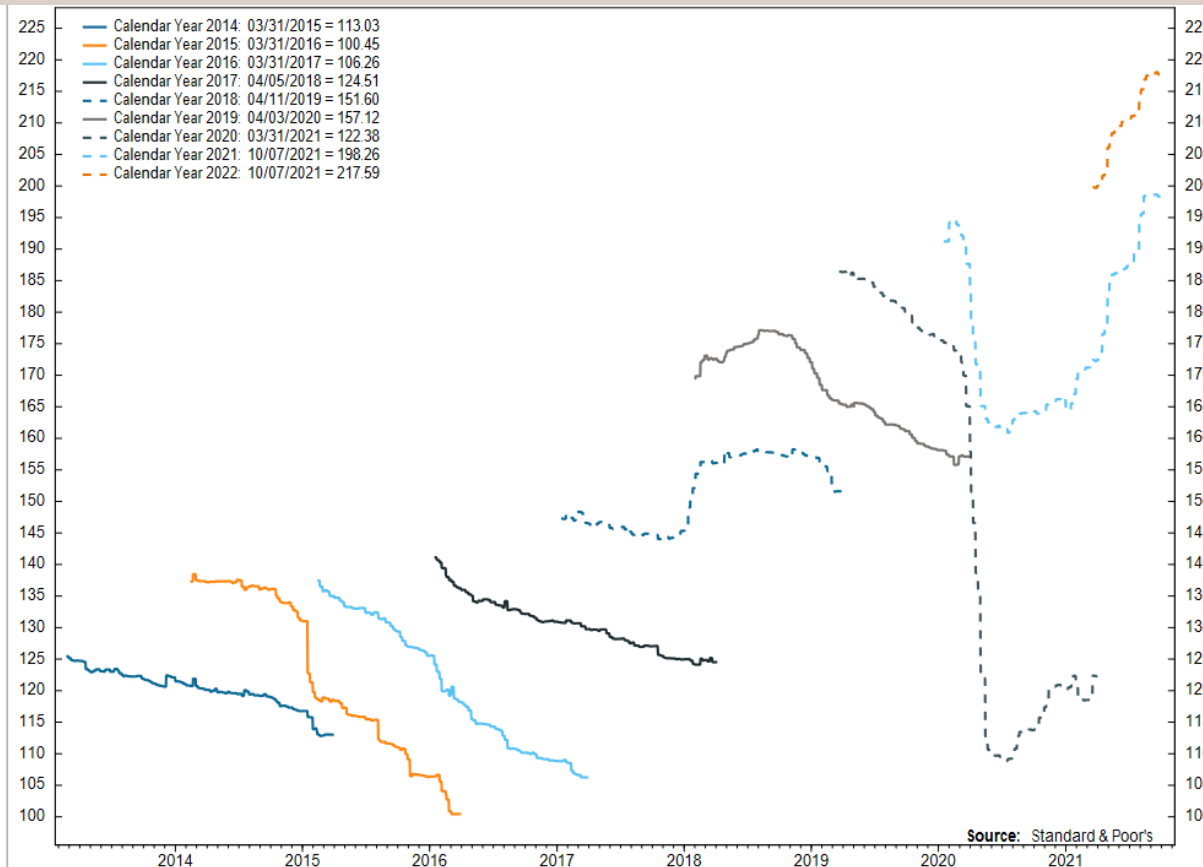
Fuente: Ned Davis Research

¿POTENCIAL DE MEJORA O ESTAMOS EN PICO? BENEFICIOS EMPRESARIALES



4T21 - Mal de altura temporal

ESTIMACIONES DEL CONSENSO PARA BPA DEL S&P500 POR AÑO CALENDARIO



3677



© Copyright 2021 NDR, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

Fuente: Ned Davis Research

REVISIONES DE BENEFICIOS AÚN AL ALZA

- Quedan atrás la fuerte caída de beneficios de 2020 y la revisión a la baja también de las estimaciones para 2021 en tiempos de pandemia.
- Coincidiendo con el anuncio de la vacuna y la recuperación, los beneficios del ejercicio 2021 se revisaron fuertemente al alza, desde los \$160 a los \$200 por acción.
- Recientemente, se han revisado a la baja las estimaciones de BPA para 2021, pero la revisión ha sido mínima por ahora.
- Las estimaciones son altas y existe mayor riesgo de revisión a la baja que al contrario, pero con un crecimiento esperado de beneficios del 8%-10%-9%-9% para los años 2022-2023-2024-2025, queda margen de subida para las bolsas, aunque vayamos a un escenario de contracción de múltiplos.



5.

ASSET ALLOCATION

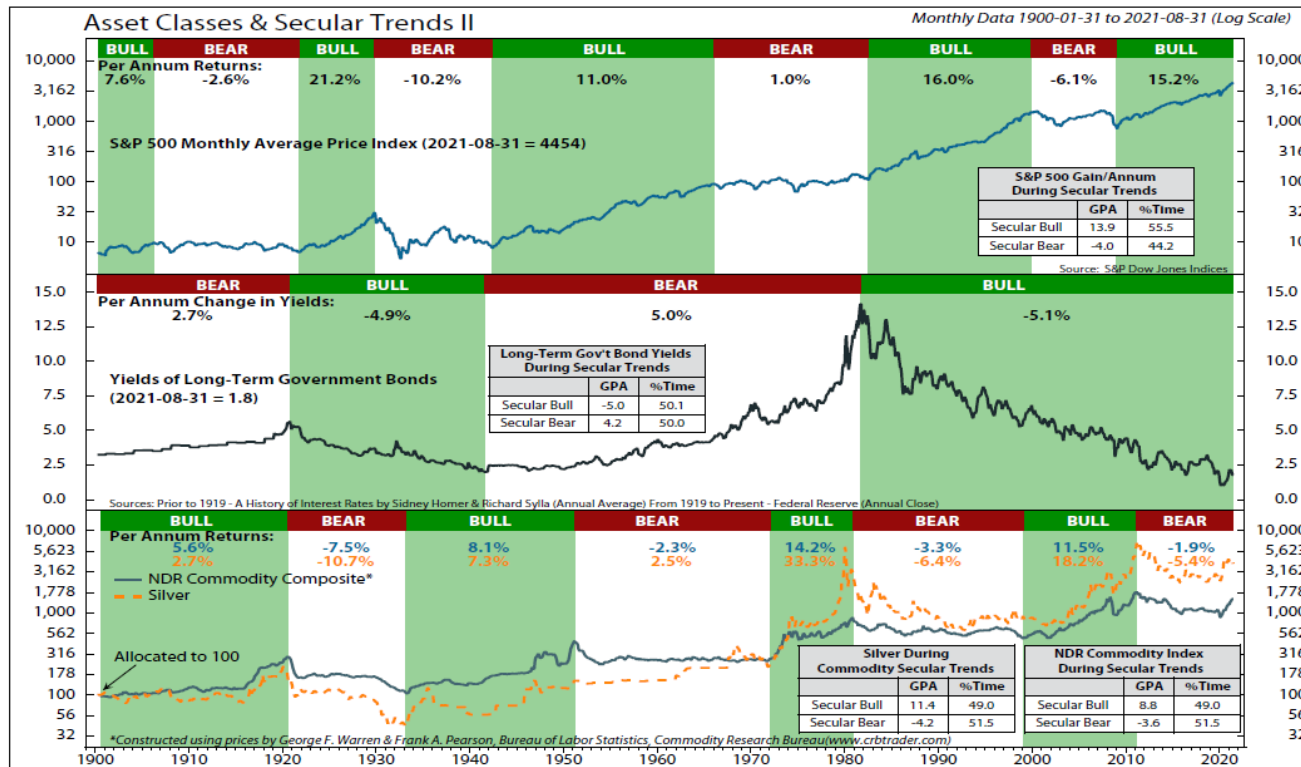
ASSET ALLOCATION

RETORNOS ANUALIZADOS EN CICLOS SECULARES



4T21 - Mal de altura temporal

RETORNOS EN DIFERENTES CICLOS PRINCIPALES CLASES DE ACTIVO



RETORNOS A LO LARGO DEL CICLO

- El gráfico de la izquierda muestra las rentabilidades anualizadas de cada una de las principales clases de activo (renta variable, renta fija y materias primas) a lo largo de sus grandes ciclos.

- En los ciclos alcistas, las rentabilidades anualizadas han sido siempre de doble dígito.

- Lo que posiblemente marca la diferencia en esta ocasión, en la situación de los bonos, es que llevan más de 30 años en un ciclo alcista de largo plazo que podría estar cerca de su final.

- Los ciclos bajistas de corto plazo no suelen comenzar por deterioro de los fundamentales, sino por deterioro del sentimiento. Por eso, una caída fuerte de las bolsas podría ser una causa en sí misma.

Fuente: Ned Davis Research

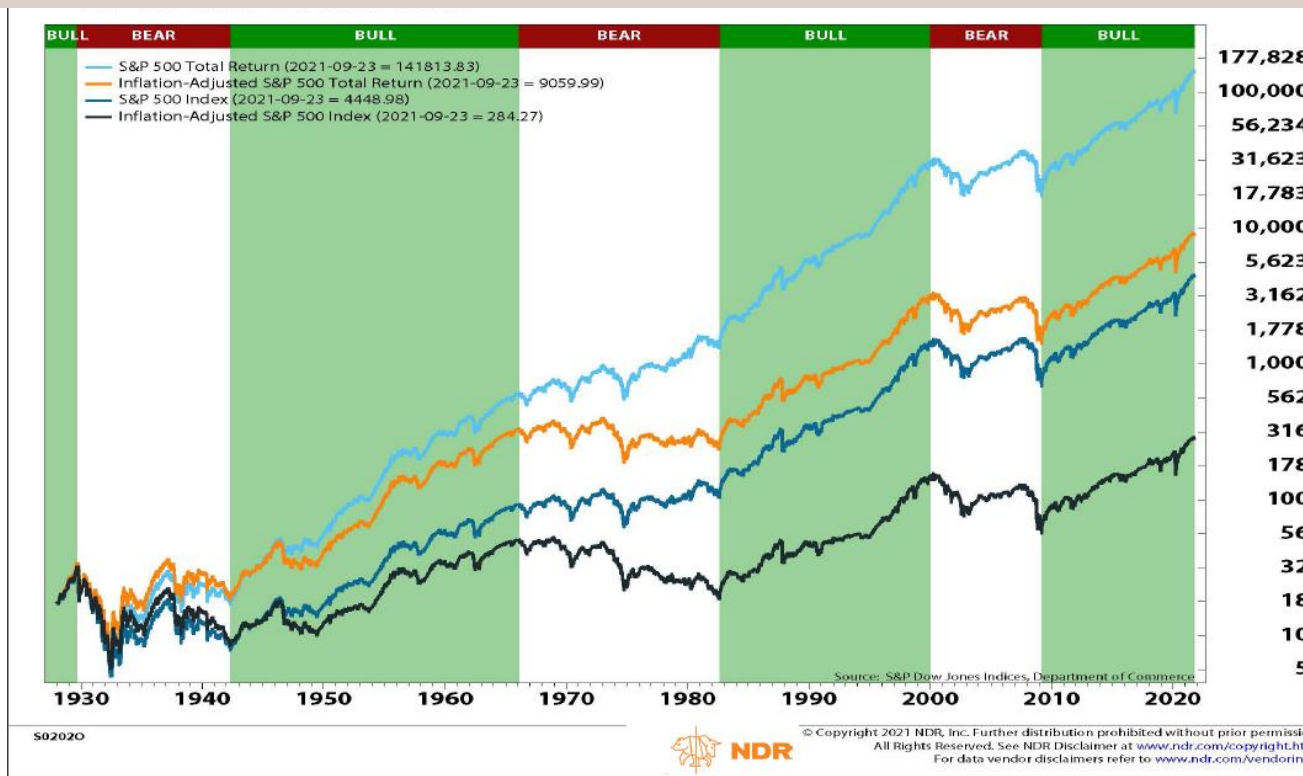
ASSET ALLOCATION

CICLO ALCISTA ESTRUCTURAL DESDE 2009 EN RV



4T21 - Mal de altura temporal

S&P 500 Y CICLOS DE LARGO PLAZO



Fuente: Ned Davis Research

“CYCLICAL BULL” EN “SECULAR BULL”

- El ciclo iniciado tras la GCF sigue intacto, tras el paréntesis de la pandemia, que ya casi podemos asumir queda atrás, aunque desconozcamos aún sus posibles consecuencias estructurales.
- Más adelante observaremos como, si la tesis de que estamos en lo que Ned Davis llama “secular bull”, las probabilidades un accidente grave en los mercado son bajas.
- Por supuesto, los ciclos alcistas de largo plazo (secular) se componen de ciclos más cortos (cyclical).
- El gran riesgo que podría llevar al ciclo alcista de largo plazo sería una inflación alta y permanente. Argumentaremos más adelante que ese es un escenario poco probable.

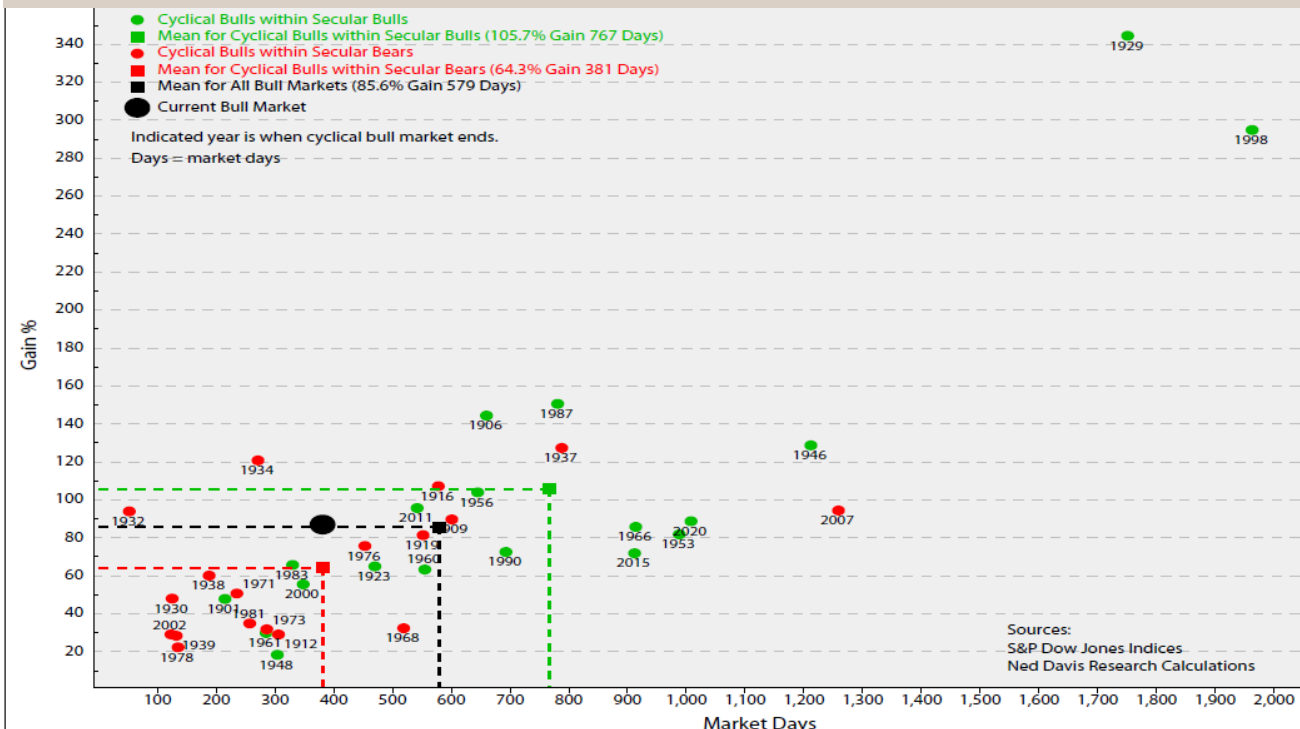
ASSET ALLOCATION

¿CUÁNTO QUEDA DE CICLO?



4T21 - Mal de altura temporal

DURACIÓN DE LOS CICLOS Y SUBIDAS DE LAS BOLSAS



So202B



NDR

© Copyright 2021 NDR, Inc. Further distribution prohibited without prior permission.
All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html
For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

Fuente: Ned Davis Research

¿CUÁNTO PUEDE QUEDAR DE CICLO?

- Mostramos en esta página un análisis del patrón histórico de los ciclos alcistas, ya sean ciclos alcistas dentro de un ciclo alcista de largo plazo o dentro de un ciclo bajista de largo plazo.
- El ciclo actual, si asumimos que es un ciclo alcista (comenzado tras la crisis del Covid y el anuncio de vacunas en 2020) dentro de otro alcista de más largo plazo (comenzado en 2009) ha sido aún muy corto en el tiempo, con sus poco más de 400 días de duración.
- Respecto a su intensidad, con una revalorización para el DJIA de casi el 90%, el ciclo podría parecer más avanzado, pero volvería a ser, en caso de terminarse, algo pobre en términos históricos.

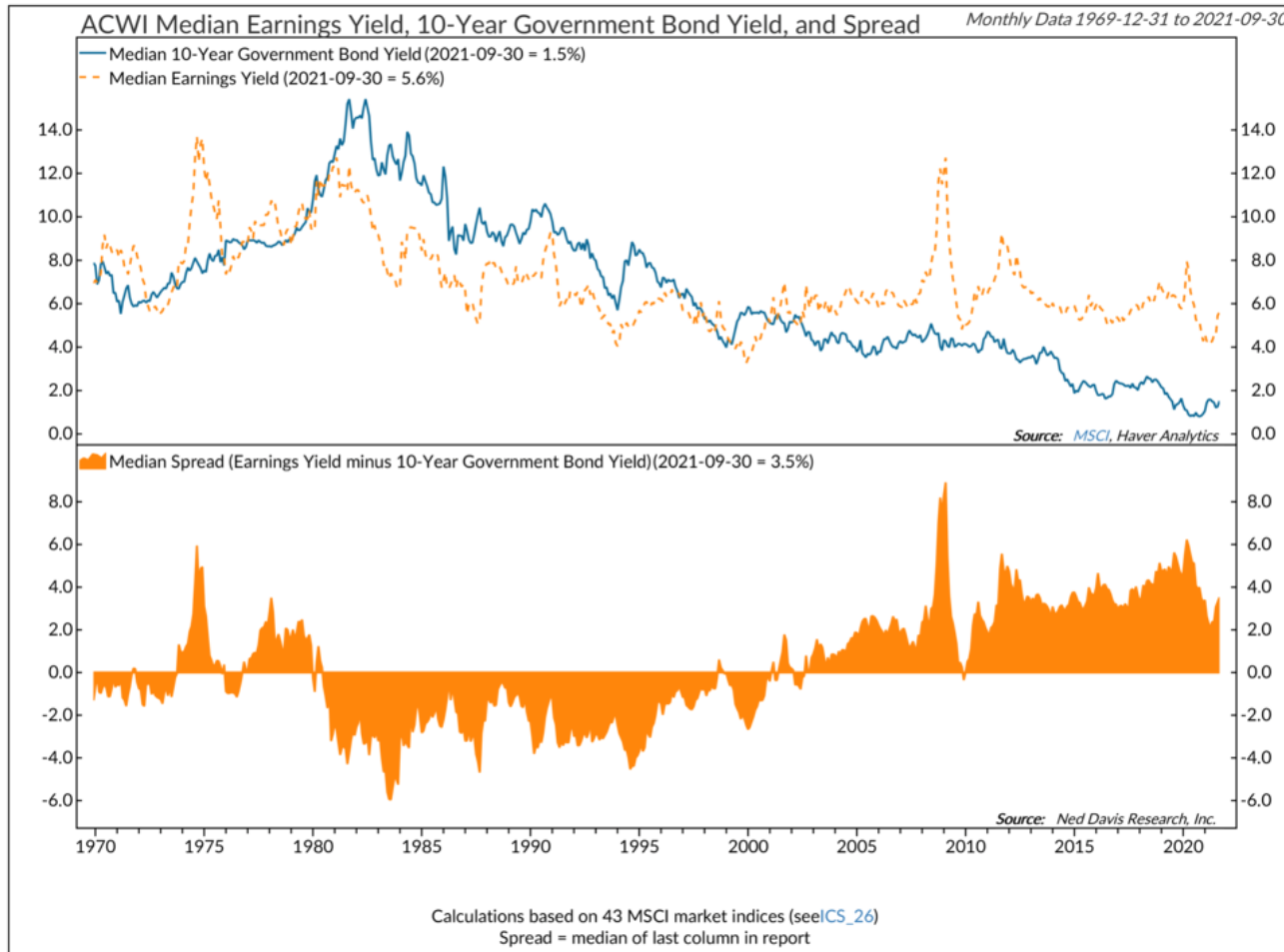
ASSET ALLOCATION

ACCIONES MÁS ATRACTIVAS QUE BONOS



4T21 - Mal de altura temporal

EARNINGS YIELD FRENTE A TIPOS DE INTERÉS



ICS 26A



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

VALORACIÓN RELATIVA FAVORECE A LAS BOLSAS FRENTE A LOS BONOS

- En términos relativos, a pesar de las fuertes 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

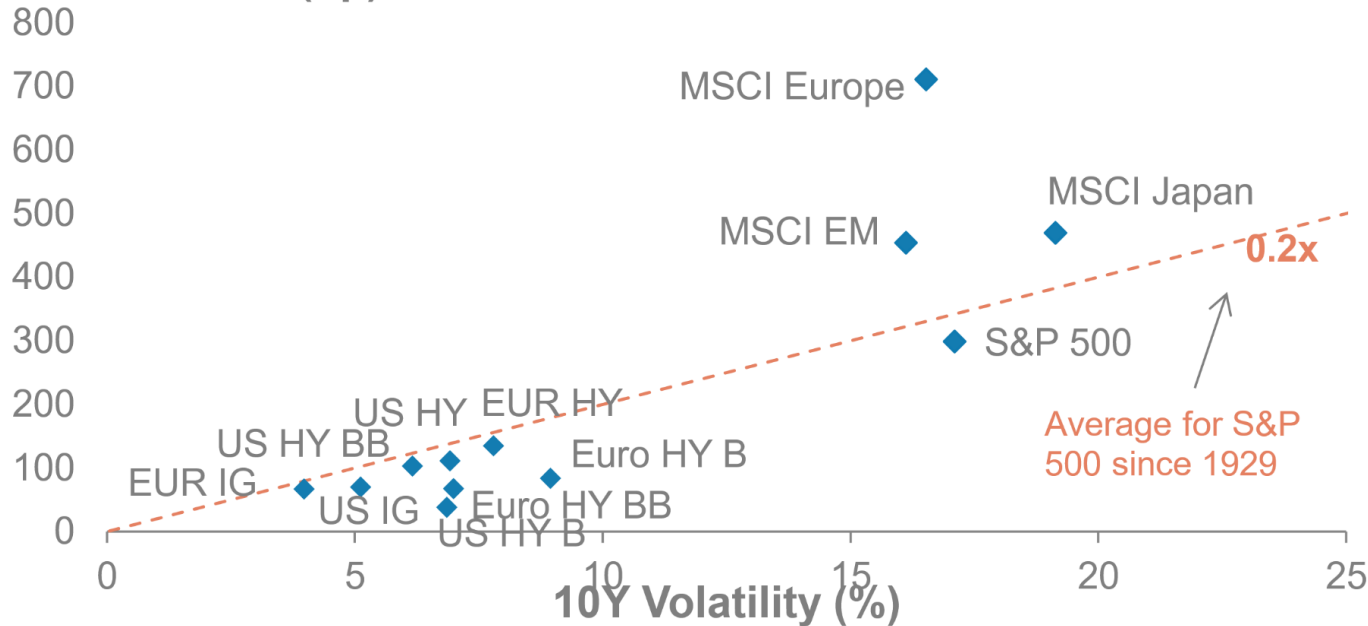
VALORACIONES AJUSTADAS SEGÚN PRIMAS DE RIESGO



4T21 - Mal de altura temporal

PRIMA DE RIESGO AJUSTADA POR VOLATILIDAD

Risk Premium (bp)



Fuente: Morgan Stanley Research

VALORACIONES ABSOLUTAS AJUSTADAS SEGÚN LAS PRIMAS DE RIESGO

- Las primas de riesgo de la mayor parte de los activo, tanto renta variable como renta fija, están por debajo de su media histórica.
- Esto es especialmente acusado en renta fija y en renta variable de EE.UU.
- Sin embargo, la renta variable no estadounidense cotiza a múltiplos más atractivos.

ASSET ALLOCATION

VALORACIONES EXIGENTES, NO DISPARATADAS



4T21 - Mal de altura temporal

Market	Cyclically Adj. E/P	Real 10Y		ERP (%)	IG Credit		FX REER	Composite PMI		
		20y Z-Score	Ylds		20y Z-Score	Sprd ^A		20y Z-Score	Latest	12m Trend
US	3.1		-2.5	5.6		84	114	Sep-21	54.5	
Europe	4.3		-1.8	6.1		82	95	Sep-21	56.1	
Japan	4.2		0.6	3.7		n/a	71	Sep-21	47.7	
EM	6.6		-2.5	9.1		n/a	n/a	Aug-21	49.3	
Germany	4.3		-1.8	6.1		n/a	95	Sep-21	55.3	
Italy	4.0		-0.2	4.3		111	95	Aug-21	59.1	
Spain	7.4		-0.3	7.7		99	95	Aug-21	60.6	
Sweden	4.2		-2.0	6.2		89	89	Sep-21	64.6	
Switzerland	3.5		-0.6	4.1		91	105	Sep-21	68.1	
UK	4.9		-2.1	7.0		115	102	Sep-21	54.1	
China	7.0		1.8	5.3		144	129	Aug-21	47.2	
Korea	5.7		0.9	4.7		62	104	Sep-21	52.4	
Australia	4.2		-0.2	4.3		n/a	88	Sep-21	56.8	
Brazil	9.9		4.0	5.9		207	58	Aug-21	53.6	
Mexico	5.7		2.6	3.1		102	81	Aug-21	47.1	
Indonesia	6.4		4.9	1.5		81	89	Sep-21	52.2	
Russia	13.3		0.2	13.1		88	78	Aug-21	48.2	
South Africa	6.1		4.5	1.6		211	75	Aug-21	49.9	

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

ASSET ALLOCATION

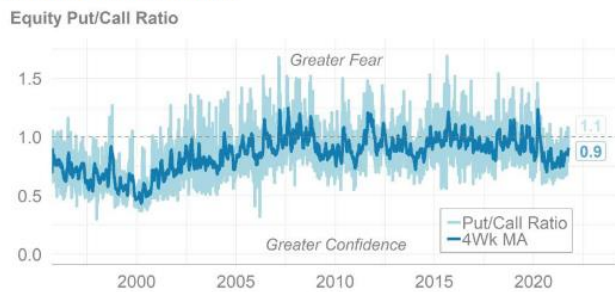
¿EXCESIVO PESIMISMO DE CORTO PLAZO?



4T21 - Mal de altura temporal

DIFERENTES INDICADORES DE SENTIMIENTO

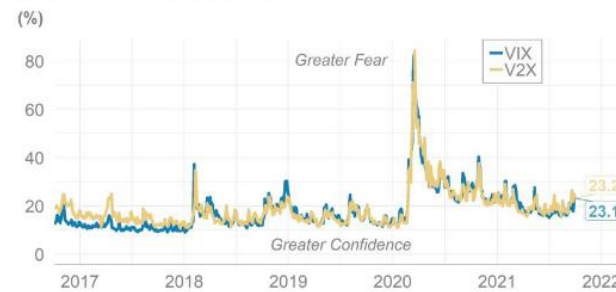
US Equity Put/Call Ratio



As of: 2021-09-30

Source: CBOE, Bloomberg, Morgan Stanley Research

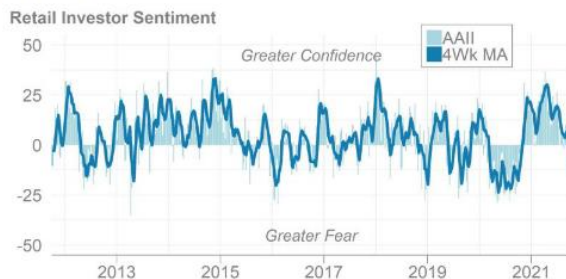
VIX and EURO STOXX V2X



As of: 2021-09-30

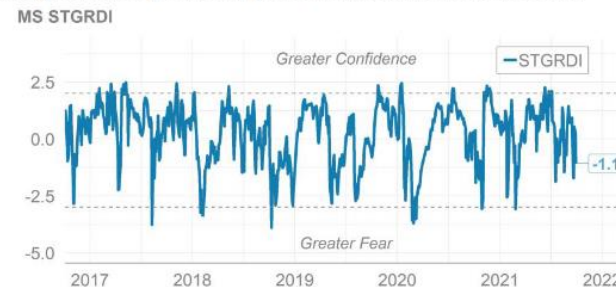
Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

AAII Bulls-Bears



As of: 2021-09-30

Morgan Stanley Standardized Global Risk Demand Index



As of: 2021-09-29

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

SENTIMIENTO NEGATIVO EN EL C/P

- Los indicadores de sentimiento están en terreno negativo pero no han alcanzado, en líneas generales, los niveles de pesimismo extremo 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. Continúa en cualquier caso, tras su reciente repunte, marcando máximos decrecientes, lo que no apoya la tesis del cambio de régimen.
- El sentimiento del inversor retail también ha eliminado la complacencia en la que el mercado llevaba meses instalado estando, a cierre de septiembre, algo pesimistas.

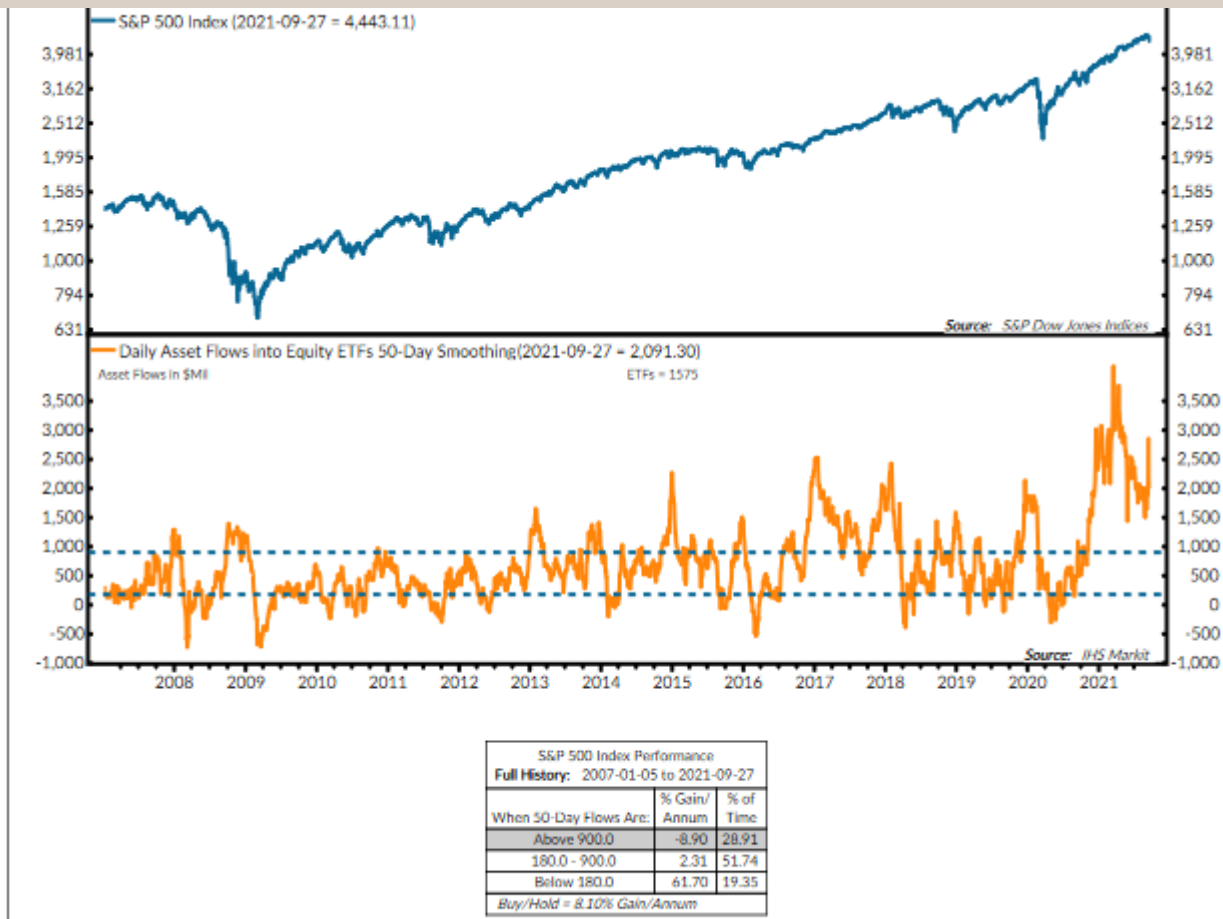
ASSET ALLOCATION

VUELVE A ENTRAR DINERO EN RENTA VARIABLE



4T21 - Mal de altura temporal

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS EN ETFs DE RENTA VARIABLE (ÚLTIMOS 50 DÍAS)



VUELVE A ENTRAR DINERO EN ETFs DE RENTA VARIABLE

- Parece que el inversor retail continúa comprando con las caídas y con apenas una corrección de 5% desde máximos a mínimos para el S&P 500, los flujos en ETFs han vuelto a repuntar con fuerza.
- Como muestra el gráfico de esta página, los flujos en ETFs son un indicador algo contrario, con mejores rentabilidades para las bolsas cuando alcanzan niveles muy negativos y no al revés.

04/05/2020



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

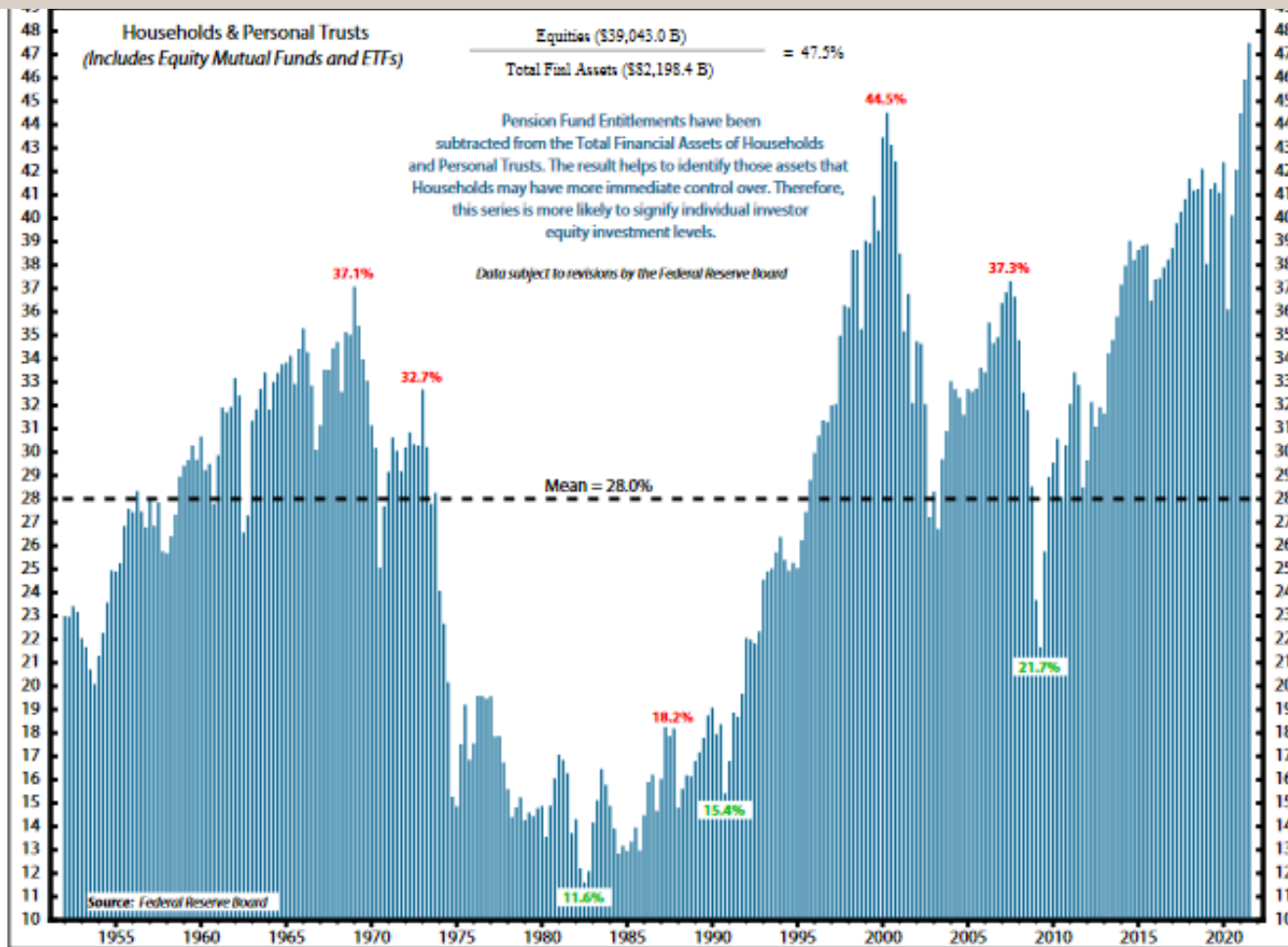
ASSET ALLOCATION

REPRESIÓN FINANCIERA EMPUJANDO A LOS HOGARES A LA RENTA VARIABLE



4T21 - Mal de altura temporal

PORCENTAJE EN RENTA VARIABLE SOBRE LOS ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES DE LOS HOGARES DE EE.UU.



S485

ES LA REPRESIÓN FINANCIERA

- Los hogares en EE.UU. están cargados de renta variable.
- El gráfico muestra el porcentaje que supone la renta variable sobre el total de activos financieros de los hogares en EE.UU. y se sitúa en el 47,5%, que es el nivel más alto registrado.
- Este dato no dice gran cosa per se, dato que en picos anteriores, las alternativas de inversión eran muy diferentes.
- Es la represión financiera combinada con un ciclo bursátil ya algo avanzado.

ASSET ALLOCATION INSTITUCIONALES CERCA DE MÁXIMOS EN SU EXPOSICIÓN HISTÓRICA A RENTA VARIABLE

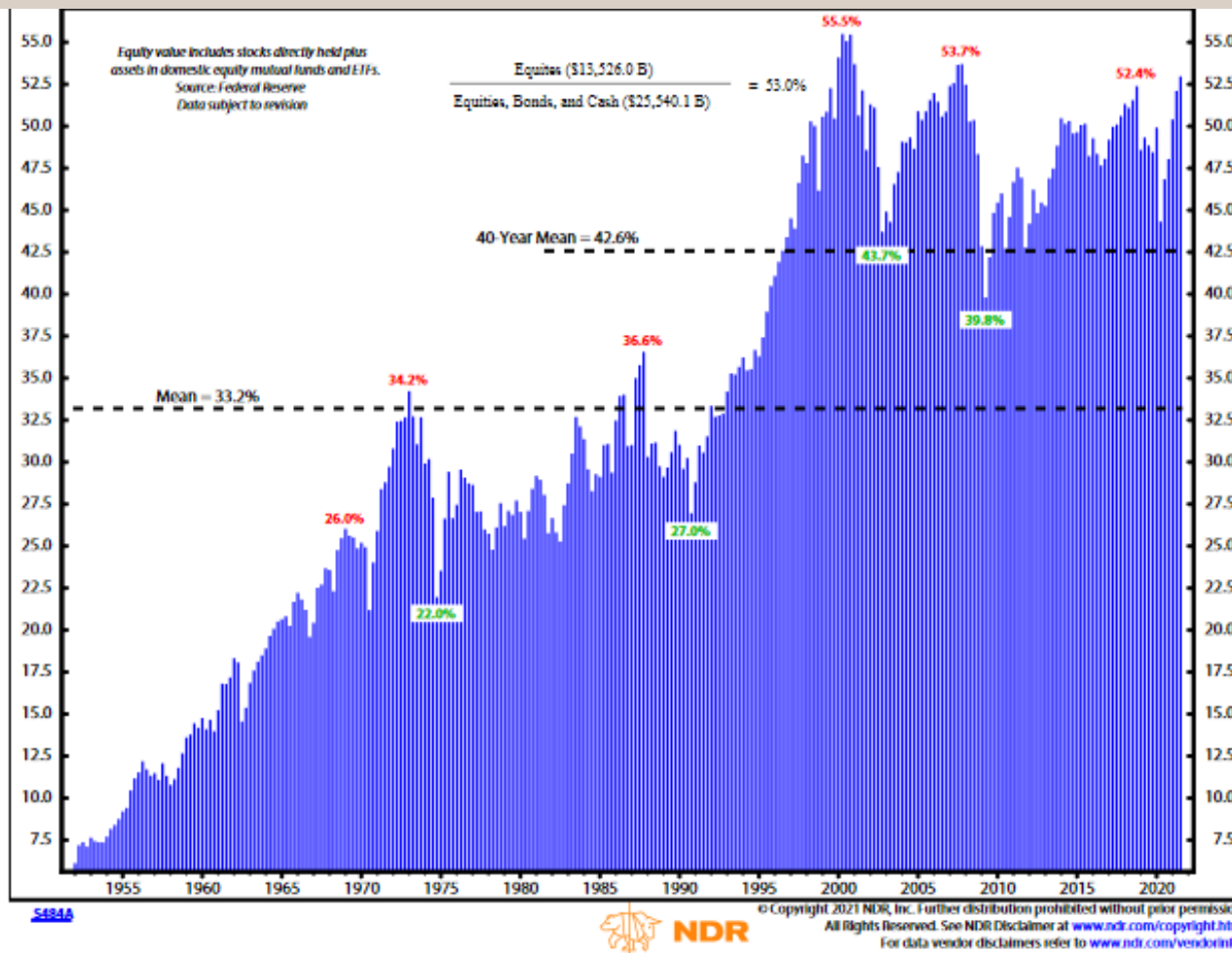
RENDA VARIABLE COMO PORCENTAJE DE ACCIONES + BONOS + LIQUIDEZ DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES DE EE.UU.



4T21 - Mal de altura temporal

INSTITUCIONES CERCA DE MÁXIMOS EN RV

- El posicionamiento de las instituciones es algo menos extremo que el de los hogares. Con estos últimos en niveles máximos históricos de exposición a renta variable, las compañías de seguros y planes de pensiones no han alcanzado aún esos niveles máximos que alcanzaron en el año 2000.
- Las necesidades de este tipo de instituciones y sus obligaciones de pagos futuros les hacen, a veces, algo menos flexibles, pero la conclusión es muy similar a la de la página anterior.
- TINA (There Is No Alternative) como muestra de la represión financiera que continúa, deja pocas opciones de forma estratégica.



ASSET ALLOCATION

FLUJOS ETFS



4T21 - Mal de altura temporal

FLUJOS ACUMULADOS EN ETFS EN EE.UU. Y EUROPA (\$ MM)

US ETF Fund Flows Summary

Name	Assets (US\$bn)	Nr. of Funds	Trailing 1M (US\$bn)	1M%	Trailing 3M (US\$bn)	3M%	YTD Flow (US\$bn)	YTD%
EQUITIES	5,208	1,173	85	1.7%	144	2.9%	481	11.6%
US	3,977	691	74	1.9%	113	3.0%	326	10.5%
International	1,231	482	11	0.9%	31	2.5%	155	15.2%
Global	1,044	330	8	0.8%	25	2.4%	127	14.6%
Europe	68	51	0	0.3%	2	3.3%	16	34.0%
Japan	26	14	1	2.1%	1	4.7%	1	5.0%
APxJ	77	53	2	2.7%	4	4.7%	12	16.9%
EM	308	122	4	1.4%	7	2.1%	34	12.3%
FIXED INCOME	1,232	351	18	1.5%	54	4.6%	151	13.8%
US FI	1,066	275	16	1.5%	47	4.6%	119	12.4%
US Govt	163	33	1	0.5%	6	3.9%	6	3.9%
US MBS	53	10	1	0.9%	-1	-1.5%	5	9.4%
US IG	241	64	1	0.2%	4	1.8%	11	4.9%
US HY	92	41	4	4.4%	3	3.8%	7	8.4%
Munis	80	49	1	1.5%	5	6.1%	16	24.0%
EM Credit	29	11	0	-0.2%	2	6.4%	4	15.1%
EM Local	6	5	0	-0.7%	0	3.1%	1	15.1%

European ETF Fund Flows Summary

Name	Assets (US\$bn)	Nr. of Funds	Trailing 1M (US\$bn)	1M%	Trailing 3M (US\$bn)	3M%	YTD Flow (US\$bn)	YTD%
EQUITIES	1,047	940	6	0.5%	13	1.2%	78	9.3%
Europe	288	362	-1	-0.2%	-2	-0.7%	5	2.0%
International	759	578	6	0.8%	15	2.0%	74	12.4%
Global	341	246	4	1.2%	11	3.3%	49	19.3%
US	325	164	2	0.6%	3	1.0%	19	7.6%
Japan	36	41	0	0.6%	0	0.7%	3	9.9%
APxJ	39	84	0	0.7%	0	0.4%	1	3.7%
EM	98	124	1	0.9%	2	1.6%	9	9.9%
FIXED INCOME	355	363	3	0.7%	8	2.4%	8	2.3%
EU FI	149	187	2	1.1%	6	4.4%	4	3.0%
EU Agg	6	14	0	3.5%	0	4.9%	0	6.6%
EU Govt	54	104	0	0.1%	2	2.8%	-1	-2.2%
EU IG	70	53	1	1.7%	4	5.5%	4	5.5%
EU HY	10	5	0	1.3%	0	1.7%	-1	-8.1%
EM Credit	24	17	0	0.2%	0	-0.8%	-2	-6.9%

Fuente: Morgan Stanley

ASSET ALLOCATION: RESUMEN POSICIONAMIENTO



4T21 - Mal de altura temporal

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



5. a.

RENTA FIJA

RENDA FIJA

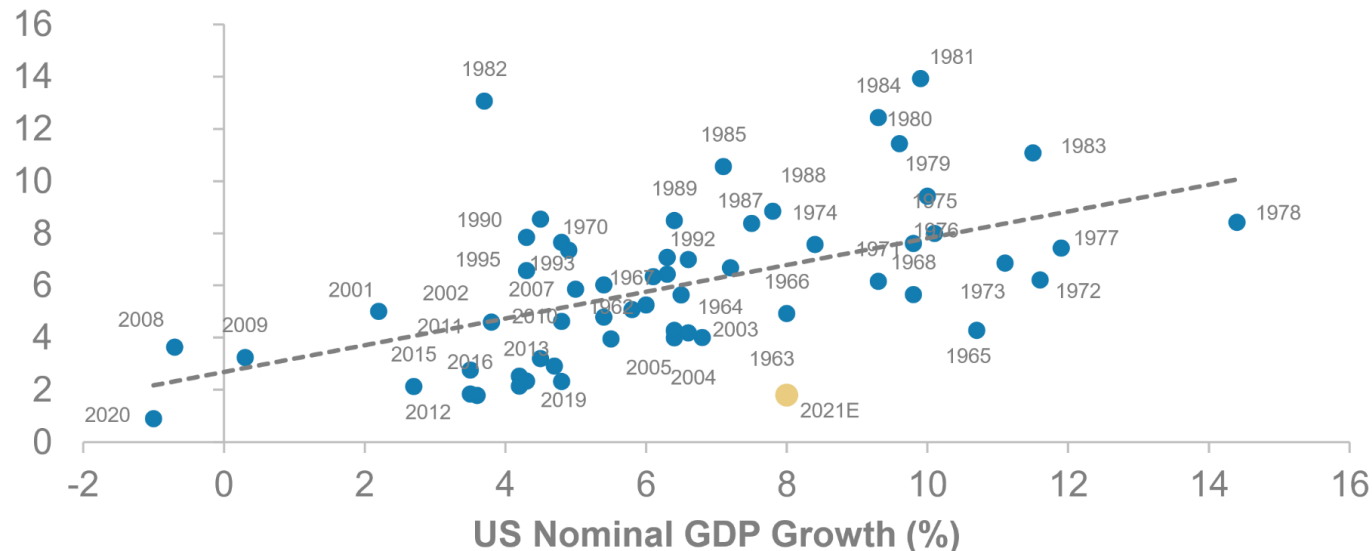
EMISIONES NETAS RF GLOBAL



4T21 - Mal de altura temporal

TIPOS DE INTERÉS BAJOS DADO EL CRECIMIENTO ACTUAL

Average US 10Y Yield (%)



Fuente: Morgan Stanley Research

TIPOS DEMASIADO BAJOS CASI EN CUALQUIER ESCENARIO

- Si el crecimiento global sigue siendo resistente, se aprueba el proyecto de ley de infraestructura de EE. UU. y los casos de Covid-19 registran un pico a corto plazo, los rendimientos de los bonos de EE. UU. deben ajustarse al alza. Eso es especialmente desafiante para las partes más caras del mercado de 'crecimiento', que se negocian con una correlación positiva con los precios de los bonos.
- Alternativamente, si la economía se desacelera, muchas primas de riesgo parecen demasiado bajas en comparación con los temores de crecimiento anteriores. Si bien es temporal, el 4T21 debería experimentar una desaceleración.

RENDA FIJA

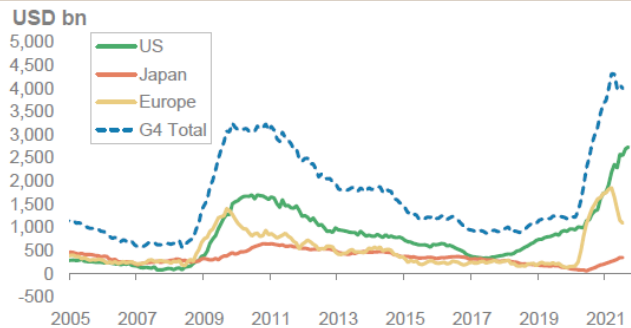
EMISIONES NETAS RF GLOBAL



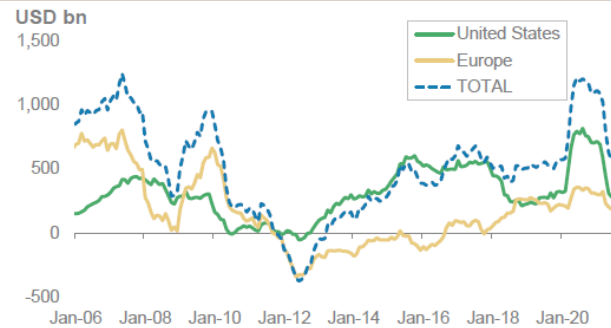
4T21 - Mal de altura temporal

LA OFERTA SE CONTRAE

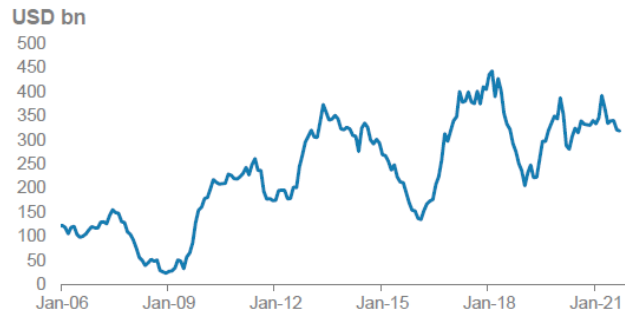
Gobiernos desarrollados



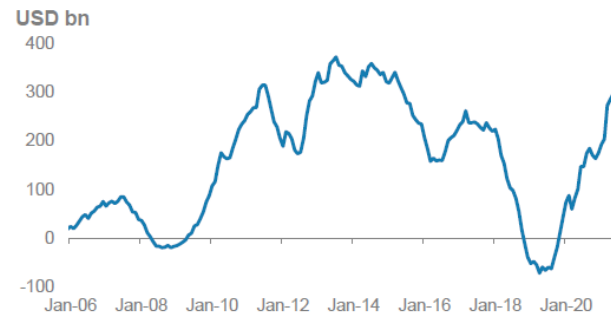
Bonos IG desarrollados



Deuda Emergente



High Yield



Fuente: ICI, Morgan Stanley Research

- Las emisiones de bonos venían repuntando de forma significativa durante los últimos trimestres y, muy especialmente, la de los bonos de gobiernos G4.
- Los gobiernos europeos han reducido fuertemente sus emisiones netas, tras el fuerte repunte consecuencia del PEPP, haciendo así bajar el número total de emisiones netas de gobiernos del G4, a pesar de EE.UU. y Japón, que mantienen la oferta de bonos en niveles máximos.
- En el mercado de crédito, la situación es algo diferente. Tras la fuerte refinanciación post pandemia, el volumen de emisiones netas continúan su tendencia a la baja.

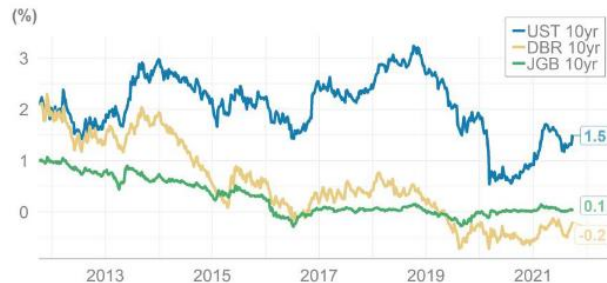
RENDA FIJA **GOBIERNOS** RIESGO SIN REMUNERAR



4T21 - Mal de altura temporal

TIPOS DE INTERÉS NOMINALES, REALES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Nominal Yields (%)



As of: 2021-09-30

Source: Morgan Stanley Research, Bloomberg

Real 10-Year Yields (bp)



As of: 2021-09-30

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

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



10-Year Breakeven Inflation (%)



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

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% volvieron a caer para recuperar niveles de 1,5% en el caso del 10 años de EE.UU.
- No esperamos fuertes repuntes adicionales de tipos en EE.UU. y apenas ningún repunte en Europa, pero la tendencia es al alza.
- Los tipos reales han caído fuertemente, consecuencia principalmente del repunte de la inflación.
- Los gobiernos desarrollados no remunerar 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.

RENDA FIJA CORPORATIVA VALORACIÓN

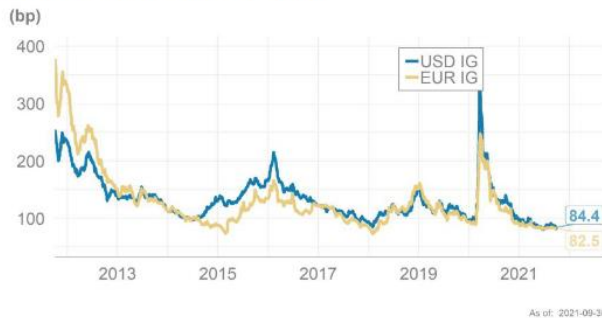


4T21 - Mal de altura temporal

TIPOS DE INTERÉS NOMINALES, REALES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

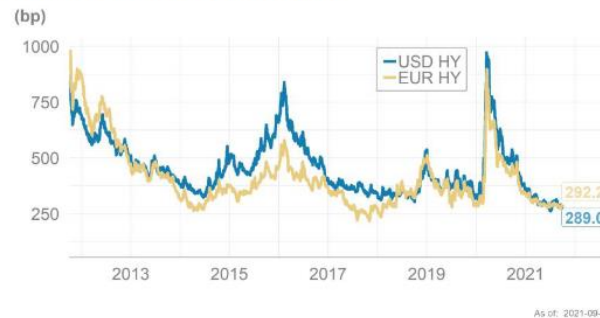
NEGATIVOS EN CRÉDITO EN GENERAL

Global IG Credit Spreads (bp)



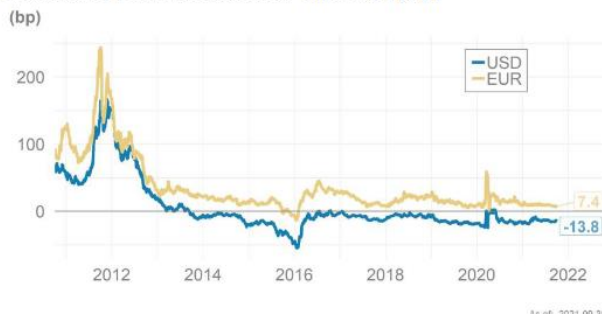
Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Global High Yield Spreads (bp)



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Financial vs. Non-Financial Spreads (bp)



Spread per Leverage, by Market



- 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, concretamente asiática, tras la corrección del mes de septiembre.

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

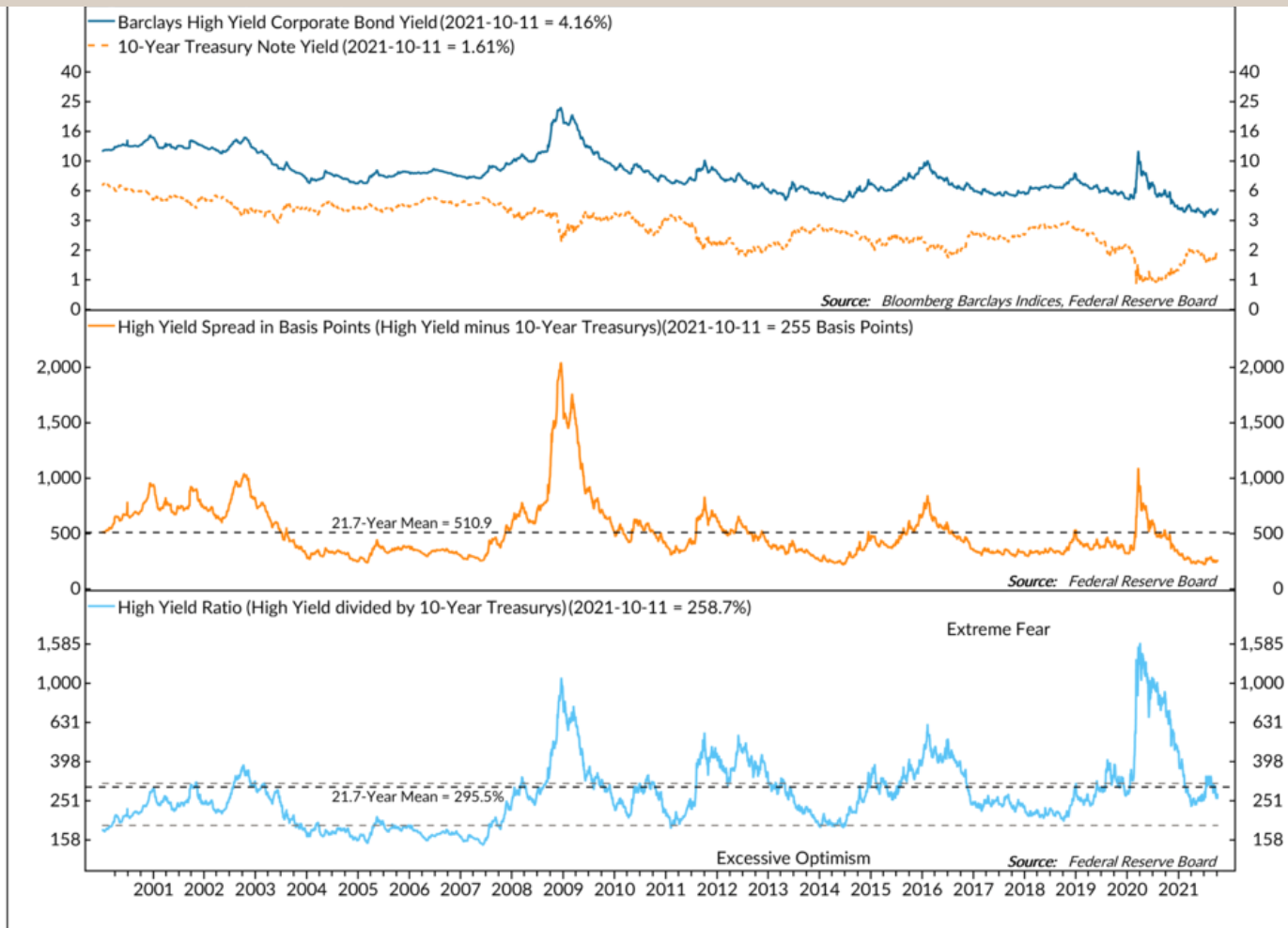
RENTA FIJA **HIGH YIELD**

NEUTRALES POR CICLO, PRUDENTES POR VALORACIÓN



4T21 - Mal de altura temporal

DIFERENCIALES DE CRÉDITO HIGH YIELD



B334A



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

CAUTOS EN HIGH YIELD

- La deuda de peor calidad debería tener buen comportamiento en la fase actual del ciclo. Su baja sensibilidad a tipos de interés y su carácter cíclico juegan a su favor.
- Sin embargo, las valoraciones están tan ajustadas que los beneficios esperados, sólo en casos muy concretos, justifican el riesgo asumido.
- En el gráfico podemos ver arriba, como el diferencial de crédito del High Yield se mueve en la dirección contraria a los tipos de interés del gobierno.
- El diferencial de crédito está muy cerca de sus niveles mínimos, pero si miramos el ratio HY (HY / Treasury Yield), no estamos en una situación de excesivo optimismo.

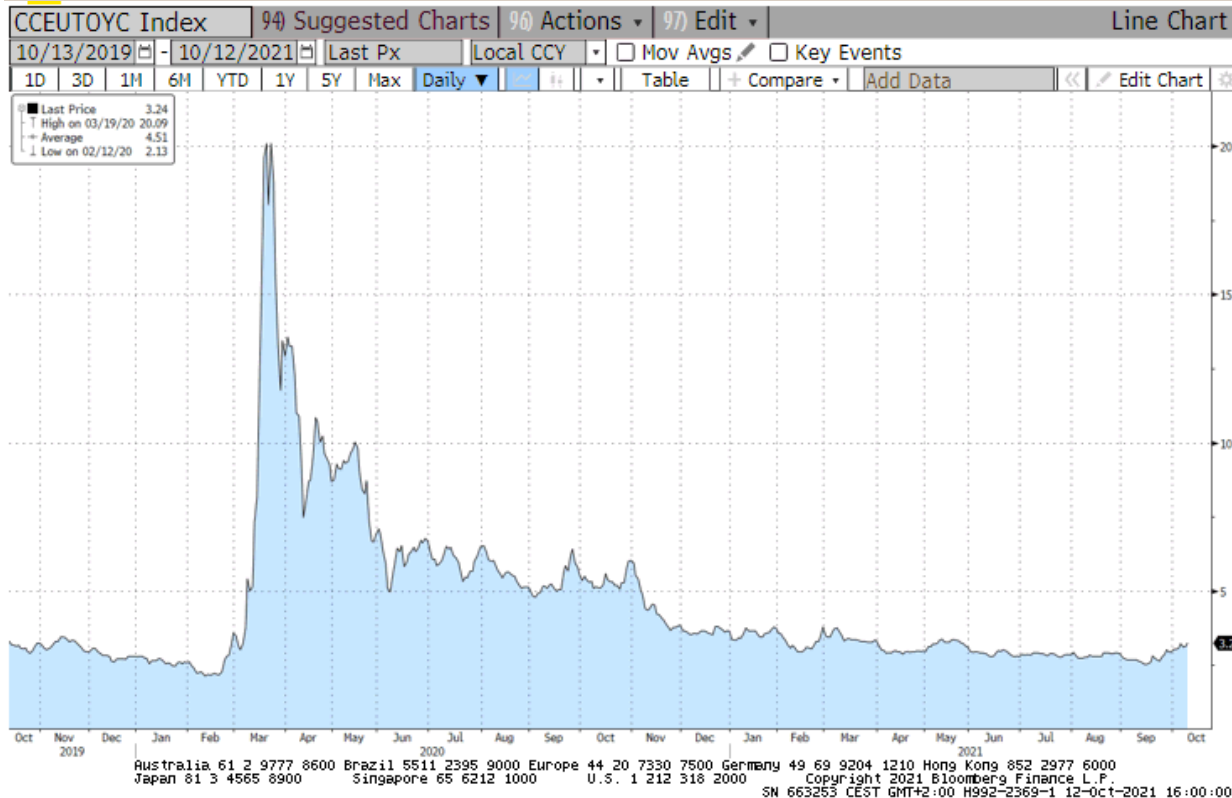
RENTA FIJA

DEUDA SUBORDINADA FINANCIERA



4T21 - Mal de altura temporal

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.
- Las valoraciones llegaron a estar muy estrechas, alcanzando el índice de Cocos una YTC del 2,5% y la reciente corrección hasta el 3,20% ofrece una buena oportunidad de entrada.

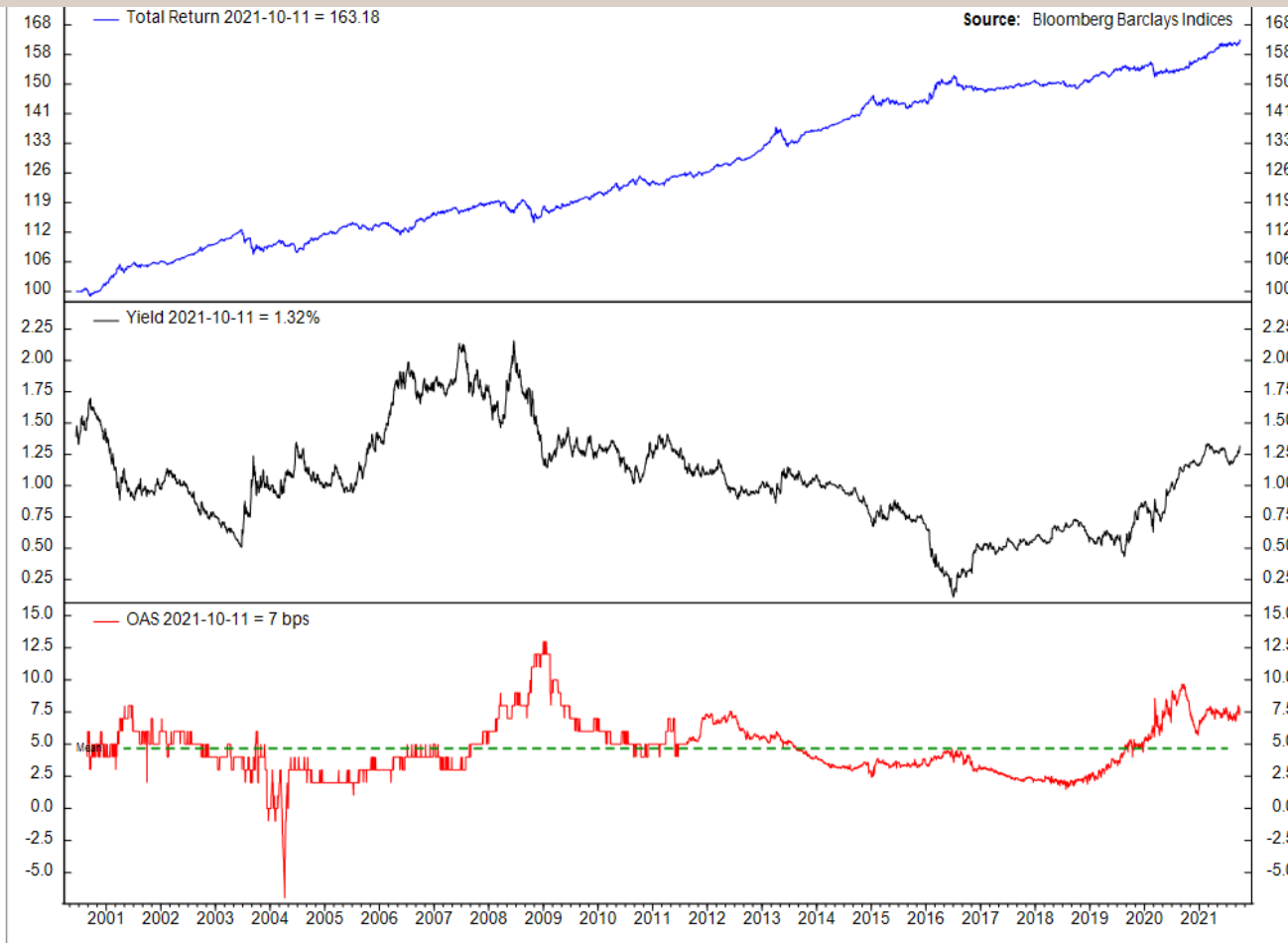
RENTA FIJA

POSITIVOS CON BONOS EMERGENTES (ASIA)



4T21 - Mal de altura temporal

RENTABILIDAD Y YIELD ASIAN-PACIFIC AGGREGATE



BMS_20.RPT



© Copyright 2021 NDR, Inc. Further distribution prohibited without prior permission.
All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html
For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

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 tirs de los bonos del gobierno americano.

RENTA FIJA

VALORACIÓN DIFERENTES REGIONES E INSTRUMENTOS



4T21 - Mal de altura temporal

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	1.49			2.38		-0.89		1.21		0.56		64		0.3	
United Kingdom	Aa3u	1.02			3.80		-2.77		0.62		0.35		55		0.3	
Germany	Aaa	-0.20			1.68		-1.88		0.50		0.47		39		0.4	
Italy	Baa3u	0.86			1.58		-0.72		1.31		0.96		58		n/a	n/a
Spain	Baa1	0.46			1.68		-1.22		1.05		0.88		43		n/a	n/a
Portugal	Baa2	0.35			n/a	n/a	n/a	n/a	1.04		0.94		44		n/a	n/a
Japan	A1	0.07			0.29		-0.22		0.19		0.60		14		0.2	
South Korea	Aa2	2.24			1.56		0.68		0.79		-0.01		48		0.2	
Australia	Aaa	1.49			1.97		-0.48		1.45		0.88		75		0.4	
Brazil	Ba2	10.33			5.03		4.02		0.63		n/a	n/a	246		n/a	n/a
Mexico	Baa1	7.37			n/a	n/a	2.59		1.50		0.55		96		0.3	
Indonesia	Baa2	6.24			n/a	n/a	4.94		2.11		0.59		78		0.5	
Russia	Baa3	7.32			n/a	n/a	0.25		0.09		n/a	n/a	78		0.0	
South Africa	Ba2	7.56			6.14		4.45		2.66		1.01		101		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	84			0.16%		69	1.6		11.4		19		4.5	
EU Inv. Grade	A3	82			0.17%		66	1.7		13.0		15		5.3	
US High Yield	B1	289			2.26%		63	3.1		4.7		101		2.9	
EU High Yield	Ba3	292			1.63%		130	4.1		3.4		74		3.9	
EM Sovereign[^]															
Brazil	Ba2	207			0.70%		137					70		3.0	
Mexico	Baa1	102			0.15%		87					48		2.1	
Indonesia	Baa2	81			0.15%		67					51		1.6	
Russia	Baa3	88			0.15%		73					50		1.7	
South Africa	Ba2	211			0.70%		141					79		2.7	

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

RENTA FIJA

RESUMEN POSICIONAMIENTO



4T21 - Mal de altura temporal

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



4T21 - Mal de altura temporal

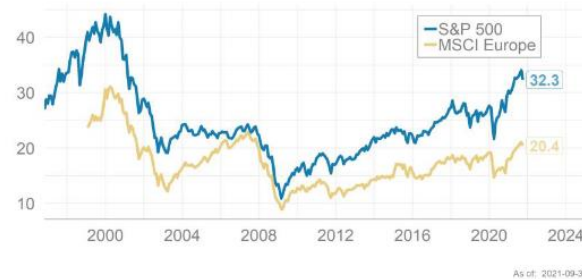
EVOLUCIÓN DE DIFERENTES RATIOS DE VALORACIÓN DE LAS BOLSAS

Forward Price/Earnings



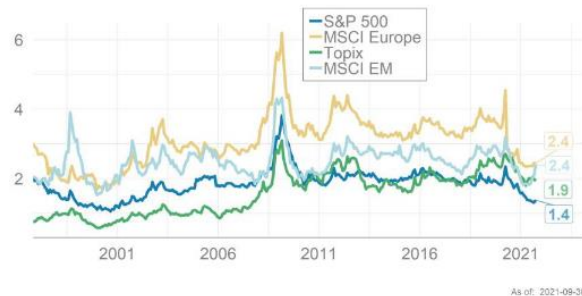
Source: Datastream, IBES, Morgan Stanley Research

Cyclically Adjusted P/E



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Dividend Yield (%)



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

Price/Book



As of: 2021-09-30

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 septiembre, las bolsas ya cotizan a múltiplos ligeramente más bajos de los alcanzados en el 1T21.
- El de-rating del 2T fue por incremento de beneficios a un ritmo mayor que la subida de las bolsas, pero en el 3T, ha sido tanto por el crecimiento de beneficios como por la ligera caída de algunos mercados, más acusada en el mes de septiembre.

RENDA VARIABLE

VALORACIÓN POR REGIONES Y SECTORES



4T21 - Mal de altura temporal

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	710		17.4		2.9		1.9		1.8		n/a	
S&P 500	4,308		20.0		4.5		3.0		1.4		134%	
MSCI Europe	1,822		15.0		2.1		1.0		2.5		79%	
EuroStoxx 50	4,048		14.9		2.1		1.6		2.3		78%	
CAC 40	6,520		14.5		1.9		1.4		2.3		74%	
DAX 30	15,261		14.1		1.9		0.3		2.1		73%	
FTSE 100	7,086		12.1		1.8		1.4		4.1		66%	
FTSE MIB (Italy)	25,684		12.0		1.3		0.9		3.4		56%	
Swiss Market Index	11,642		17.3		3.1		2.7		2.8		103%	
TOPIX	2,030		14.9		1.3		0.9		1.9		65%	
Hang Seng	24,576		11.1		1.0		1.5		2.7		49%	
MSCI Australia	1,426		16.4		2.3		2.9		3.7		87%	
MSCI EM	1,253		12.5		1.9		1.5		2.2		68%	
Brazil	1,571		7.2		1.8		1.4		4.9		51%	
China	90		12.8		1.8		1.5		1.7		68%	
India	2,042		23.5		3.9		2.9		1.0		135%	
Korea	923		10.4		1.3		1.0		1.6		53%	
S&P Fins.	625		13.8		1.6		2.7		1.7		68%	
EU Fins.	100		9.1		0.7		1.7		1.4		37%	
US Growth	9,744		31.6		11.5		6.4		0.4		286%	
US Value	3,209		15.6		2.9		2.0		2.4		94%	
EU Growth	189		23.8		4.8		2.8		1.4		150%	
EU Value	112		11.1		1.3		0.6		3.7		54%	
US Large Cap	2,901		21.2		5.0		3.2		1.4		145%	
US Small Cap	1,332		17.2		2.1		1.2		1.4		86%	

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

RENDA VARIABLE VALUE O GROWTH. SON LOS TIPOS DE INTERÉS



4T21 - Mal de altura temporal

CORRELACIÓN ENTRE ESTILO VALUE Y GROWTH

1Y Correlation

Stocks up, Yields lower

Stocks down, Yields higher

— UST 10Y vs MSCI US Growth
— UST 10Y vs MSCI US Value



Fuente: Morgan Stanley Research

VALUE O GROWTH: CUESTIÓN DE TIPOS

- Value y Growth históricamente no había estado tan influenciados por la evolución de los tipos de interés. Solían tener correlaciones inestables con los bonos, pero ambos estilos se movían de forma conjunta la mayor parte del tiempo.
- Tras el inicio de la pandemia, las correlaciones han cambiado notablemente, hasta llevar a una situación en la que se hace muy evidente que el estilo Growth tiene una correlación positiva con los bonos, mientras que Value la tiene negativa.
- En resumen, subida de tipos es positivo para Value y caída de tipos positiva para Growth, que tiene mayor duración.
- En el contexto de inflación actual (alta pero temporal en nuestra opinión), creemos que los tipos normalizarán, sin fuertes ni rápidas subidas. Recomendamos neutralidad en cuanto a estilos hasta ganar visibilidad sobre el ciclo.

RENTA VARIABLE

¿PICO DE BENEFICIOS?

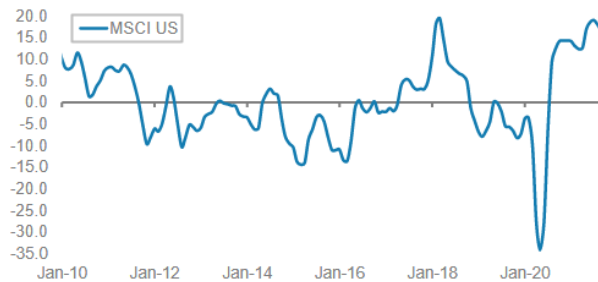


4T21 - Mal de altura temporal

ESTIMACIONES DE BPA A/A

US

N12M Earnings Revision Ratio, 3mma (%)



Source: MSCI, IBES, Morgan Stanley Research

Europe

N12M Earnings Revision Ratio, 3mma (%)



Source: MSCI, IBES, Morgan Stanley Research

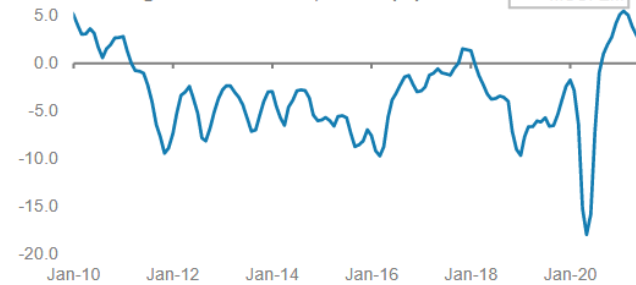
Japan

N12M Earnings Revision Ratio, 3mma (%)



EM

N12M Earnings Revision Ratio, 3mma (%)



Fuente: Morgan Stanley Research

¿PICO DE BENEFICIOS?

- Los gráficos recogen las estimaciones de beneficios para los próximos 12 meses de EE.UU, Europa, Japón y Mercados Emergentes.
- No existe un parón común a todas las regiones, pero sí que todos están en tasas de crecimiento anómalamente altas y difícilmente sostenibles.
- Esto no es un problema grave para las bolsas, a pesar de que las estimaciones comenzaran a revisarse a la baja, pero es un factor más a superar.
- Las revisiones a la baja han comenzado y existe cierto riesgo de que continúen, pero ni mucho menos se está descontando un escenario excesivamente favorable, ni en márgenes ni en ventas.
- Los números tan espectaculares se deben al efecto base y la comparación con un momento tan malo como el verano pasado.

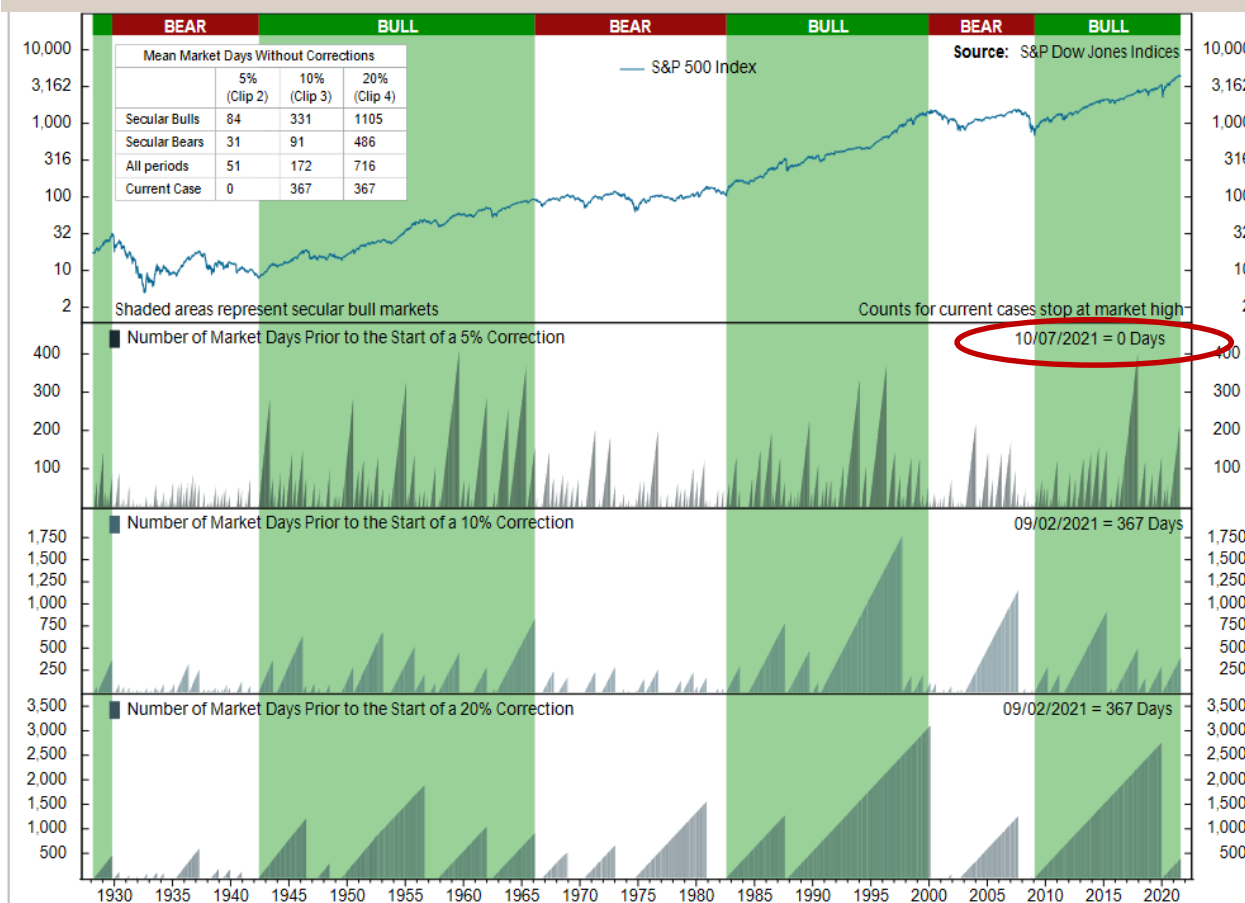
RENTA VARIABLE

TENEMOS CORRECCIONES AÚN RECIENTES



4T21 - Mal de altura temporal

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



Fuente: Ned Davis Research, 7 de octubre 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, tras la reciente corrección de algo más del 5% en el S&P 500, el tiempo pasado desde la última corrección del 10% y el 20% es aún menor que la media histórica.
- El mercado global lleva 367 días sin corregir un 10% y un 20%.
- La corrección actual podría extenderse y no descartamos un 5% adicional, pero el 20% ha ocurrido históricamente en escenarios muy diferentes al actual.

RENTA VARIABLE: POSITIVOS

RESUMEN POSICIONAMIENTO



4T21 - Mal de altura temporal

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

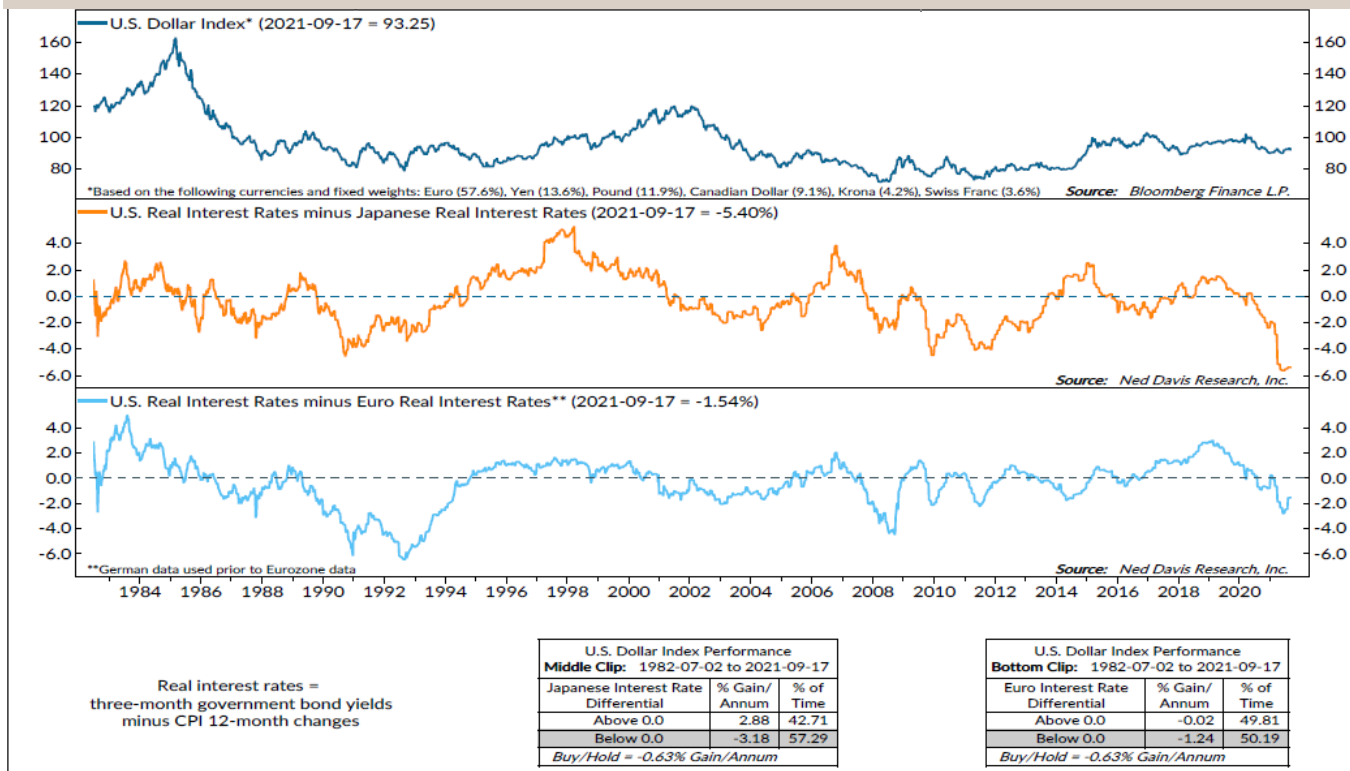
DÓLAR

ATENTOS AL DIFERENCIAL DE TIPOS



4T21 - Mal de altura temporal

DIFERENCIAL DE TIPOS EE.UU.- JAPÓN ; EE.UU.- EUROZONA



10259



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

DIFERENCIAL DE TIPOS FAVORABLE AL DÓLAR

- El diferencial de tipos es uno de los mejores predictores para la evolución de una divisa en el medio plazo. El capital se mueve hacia allí donde está mejor remunerado.
- El diferencial del dólar frente al Yen japonés (línea naranja del centro) o el € (línea azul clara del gráfico inferior), está en niveles bajos, pero con tapering anunciado y teniendo en cuenta que la Reserva Federal estadounidense será el primero en mover ficha de esos tres bancos centrales (otros relevantes ya lo han hecho), esperamos que el dólar esté soportado frente al € y el JPY.
- En cualquier caso, somos neutrales y no optimistas con el dólar por valoración y porque los déficits, junto al techo de deuda y lo penalizadas que ya han estado algunas divisas asiáticas, nos hace preferir estas últimas frente al dólar.

Fuente: Ned Davis Research

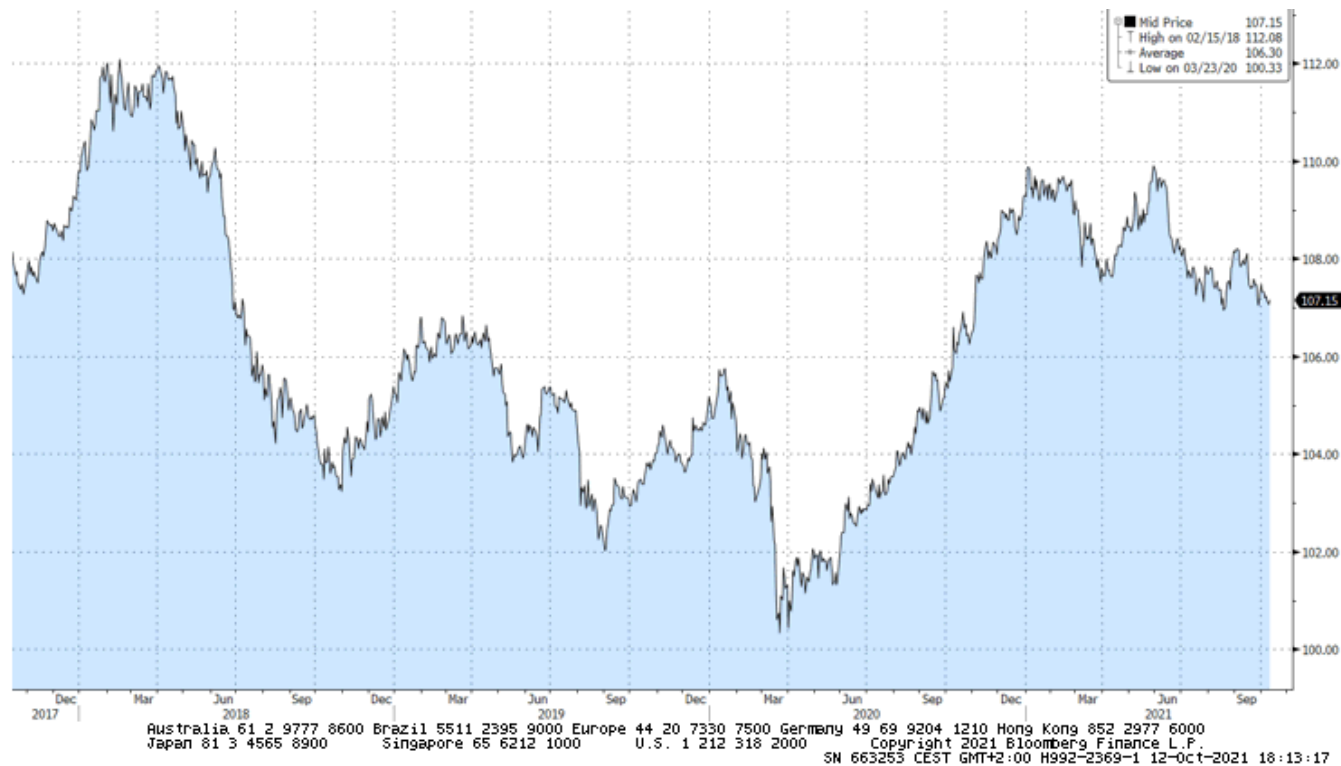
DIVISAS ASIÁTICAS

OPORTUNIDAD TRAS LA CORRECCIÓN



4T21 - Mal de altura temporal

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE DIVISAS ASIÁTICAS



LAS DIVISAS ASIÁTICAS DAN UNA OPORTUNIDAD

- La reciente corrección de las divisas asiáticas contra el dólar estadounidense, fruto de la aversión al riesgo generalizada en la últimas semanas, arrancó ya hace casi un año, fruto de las perspectivas de EE.UU. y el proceso de vacunación que avanzaban a un ritmo muy superior al de Asia.
- Ahora hemos llegado a una situación en la que pensamos que las divisas asiáticas tienen valor por diferencial de crecimiento y valoración.
- El diferencial de tipos, en cambio, es posible que sea más favorable al dólar, dado que en Asia el margen fiscal es mayor y, si fueran necesarios estímulos adicionales, los gobiernos parten, en general, de niveles de deuda más razonables.

Fuente: Bloomberg

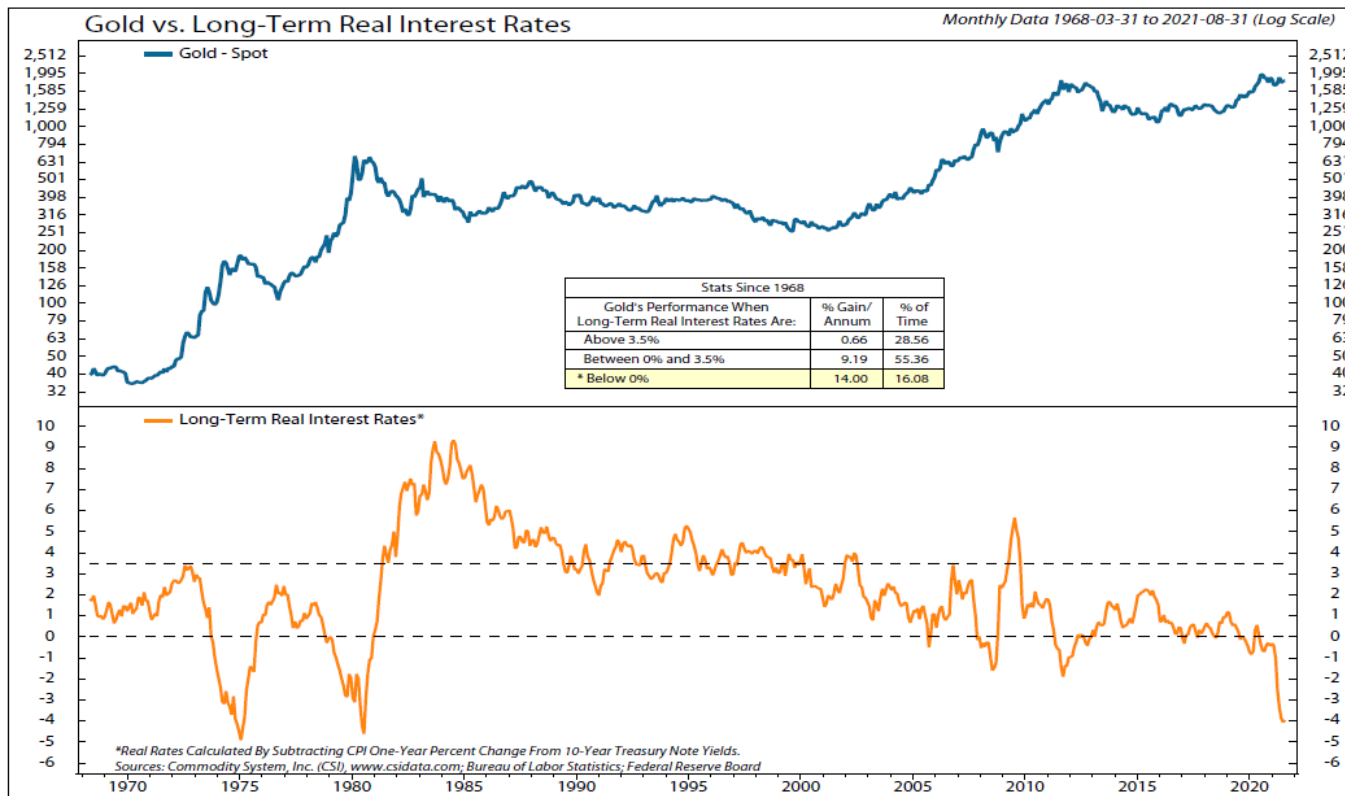
ORO: TIPOS REALES NEGATIVOS DEBERÍAN SOPORTAR AL ORO



4T21 - Mal de altura temporal

OPTIMISTAS EN ORO Y METALES PRECIOSOS A PESAR DE LA RECIENTE DECEPCIÓN

Evolución del precio del lingote de oro frente a tipos de interés reales



- Los inversores, inseguros sobre la evolución de los tipos en los próximos meses, prefirieron mantenerse alejados del metal amarillo y pensamos que el mero hecho de ganar visibilidad en cuanto a política monetaria, será favorable al oro. Esto, que puede sonar contra intuitivo, lo basamos en que los tipos reales van a continuar muy bajos (o cero) durante un largo periodo de tiempo.
- Las noticias en el mercado físico son bastante buenas y los flujos hacia los ETF se han revertido, después de caer drásticamente en el cuarto trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2021.
- Los Bancos Centrales también han vuelto a comprar tras haber suspendido sus programas de compras en la pandemia. Las compras de BC en el primer semestre del año alcanzaron las 330 toneladas, un 39% por encima del promedio de los primeros 5 semestres anteriores. En línea con las compras récord realizadas en 2018 y 2019.
- Además, según la encuesta anual de mitad de año del World Gold Council, el 21% de los bancos centrales indican que quieren aumentar su exposición al oro (frente al 20% en 2020 y el 8% en 2019) y ninguno quiere reducir su exposición.
- La joyería también se ha recuperado (+56% interanual en el primer semestre), pero se mantiene un 17% por debajo del promedio de 5 años.

Fuente: Ned Davis Research

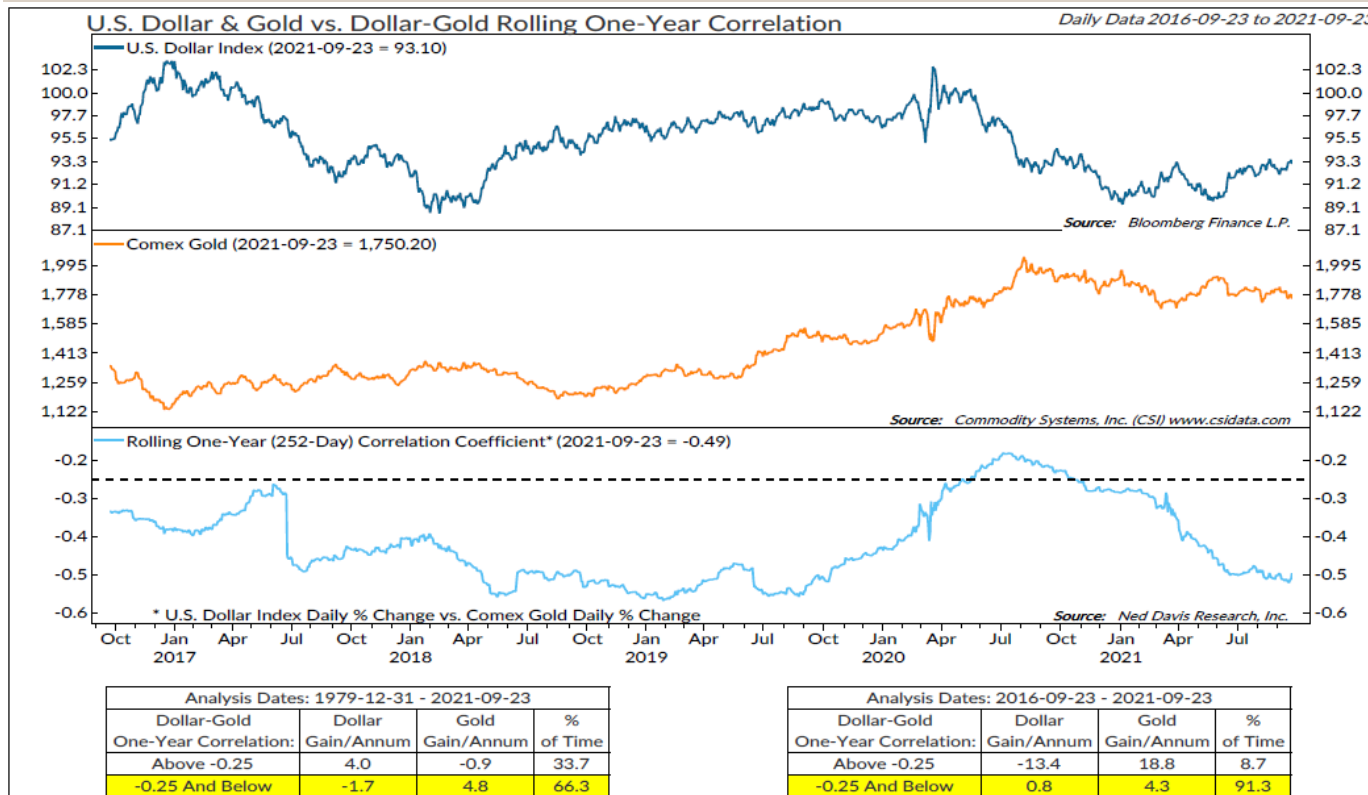
ORO: LA FORTALEZA DEL DÓLAR NO AYUDA



4T21 - Mal de altura temporal

OPTIMISTAS EN ORO Y METALES PRECIOSOS

Correlación Oro vs US Dollar



- La fortaleza del dólar no ha ayudado a la evolución del oro pero, como hemos escrito anteriormente, pensamos que esa fortaleza tiene un recorrido limitado.



© Copyright 2021 Ned Davis Research, Inc. Further distribution prohibited without prior permission. All Rights Reserved. See NDR Disclaimer at www.ndr.com/copyright.html. For data vendor disclaimers refer to www.ndr.com/vendorinfo/

Fuente: Ned Davis Research

OTROS ACTIVOS: RESUMEN POSICIONAMIENTO



MATERIAS PRIMAS

- **POSITIVOS EN ORO Y EN PETRÓLEO**

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

PETRÓLEO: la ausencia de CapEx de los últimos años ya está haciéndose notar y el precio del gas, está soportando el del petróleo.

DIVISAS

- **NEGATIVOS CON EL DÓLAR**

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



6.

RESUMEN
POSICIONAMIENTO

POSICIONAMIENTO



4T21 - Mal de altura temporal

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. Tras haber reducido el trimestre pasado la exposición a bonos corporativos de mejor calidad crediticia, ahora reducimos también la exposición a High Yield.
- En renta variable, estamos algo cautos tácticamente, pero positivos de forma estratégica. Neutralizamos la sobreponderación a Growth frente a Value.
- Continuamos incrementando posiciones en gestión alternativa, este trimestre, buscando con diferentes perfiles de liquidez, inversiones no correlacionadas con las bolsas.
- Utilizamos algo de liquidez como inversión, no como falta de ideas, a la espera de mejores oportunidades.



ANEXO.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS EN EL 3T 2021

BREVE REPASO DE MERCADOS 3T 2021

RENTABILIDADES DIFERENTES ACTIVOS



4T21 - Mal de altura temporal

Market	Latest	CHANGES			PERFORMANCE			Latest	VALUATIONS		RSI 14D		
		1 Mth Δ	3 Mth Δ	YTD Δ	1 Mth	3 Mth	YTD		10YAvg	10Y Z-Score			
EQUITIES	Level	Price Returns (%)			Total Returns (%)			Fwd Earnings Yield					
US	S&P 500	4308	■	-4.8	0.2	14.7	-4.7	0.6	15.9	5.0%	6.0%	■	34
Europe	MSCI EUROPE	1822	■	-3.1	0.1	12.9	-2.9	0.6	15.7	6.7%	7.1%	■	40
Asia	TOPIX	2030	■	3.5	4.5	12.5	4.3	5.2	14.4	6.7%	7.2%	■	49
EM	MSCI EM	1253	■	-4.2	-8.8	-3.0	-3.9	-8.0	-1.0	8.0%	8.6%	■	38
RATES	Yield (%)	Yield Change (bp)			Total Returns (%)			Real Yield (Headline CPI)					
USTs	2 Year	0.28	■	7	3	16	-0.1	0.1	0.0	-4.97	-0.91	■	64
	5 Year	0.97	■	19	8	60	-0.6	0.0	-1.1	-4.29	-0.39	■	64
	10 Year	1.49	■	18	2	57	-1.6	0.0	-3.4	-3.76	0.22	■	62
	30 Year	2.05	■	11	-4	40	-2.9	0.5	-7.5	-3.21	0.93	■	61
Bunds	2 Year	-0.70	■	3	-3	2	-0.1	-0.2	-0.6	-3.65	-1.52	■	61
	5 Year	-0.56	■	12	3	18	-0.5	-0.2	-0.8	-3.51	-1.24	■	71
	10 Year	-0.20	■	19	1	37	-1.5	-0.3	-2.5	-3.16	-0.62	■	71
	30 Year	0.27	■	19	-1	44	-3.3	0.1	-6.7	-2.68	0.06	■	69
JGBs	5 Year	-0.09	■	3	2	3	-0.1	-0.1	-0.1	0.31	-0.52	■	64
	10 Year	0.07	■	5	1	5	-0.5	0.0	-0.1	0.47	-0.25	■	62
CREDIT	Spread (bp)	Spread Change (bp)			Excess Returns (bp)			Spread (bps)					
US	IG Corporates	84	■	-2	4	-12	26	-16	193	84	132	■	44
	HY Corporates	289	■	1	21	-71	53	85	558	289	455	■	54
EUR	IG Corporates	82	■	-1	0	-9	16	25	120	82	129	■	44
	HY Corporates	292	■	6	13	-51	29	75	460	292	410	■	65
EM	EM \$ Credit	323	■	19	30	25	-87	-91	114	323	339	■	70
FX	Spot	% Change			Total Returns			REER					
G10	EURUSD	1.16	■	-1.9	-2.3	-5.2	-2.0	-2.5	-5.6	95	95	■	27
	GBPUSD	1.35	■	-2.0	-2.6	-1.4	-2.0	-2.6	-1.4	102	104	■	34
	USDJPY	111	■	1.2	0.2	7.8	1.2	0.2	7.9	71	79	■	61
EM	BRLUSD	0.18	■	-5.3	-8.7	-4.6	-4.8	-7.4	-1.8	58	80	■	35
	INRUSD	0.01	■	-1.7	0.1	-1.6	-1.4	1.1	1.9	102	97	■	38
	ZARUSD	0.07	■	-3.6	-5.2	-2.5	-3.2	-4.1	0.9	75	79	■	37

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

BREVE REPASO DE MERCADOS 3T 2021

RENDA VARIABLE



4T21 - Mal de altura temporal

RENTABILIDADES DE LA RENTA VARIABLE: SECTORES Y REGIONES (Sept y YTD)

USD					
Sep-21 (%)	ACWI	US	Europe	Japan	EM
Energy	9.1	9.0	11.5	10.5	7.7
Financials	-1.4	-2.0	-1.5	6.7	-1.8
Consumer Discretionary	-3.3	-2.7	-4.2	4.3	-8.7
Consumer Staples	-3.7	-4.1	-4.3	0.9	-2.0
Industrials	-4.6	-5.9	-5.5	1.1	-3.2
Real Estate	-5.1	-6.3	-9.3	2.2	-0.4
Health Care	-5.1	-5.5	-6.0	2.5	-2.7
Information Technology	-5.7	-5.8	-8.3	3.0	-5.5
Communication Services	-5.7	-6.5	-5.2	3.9	-5.5
Utilities	-6.2	-6.1	-10.4	-0.5	0.7
Materials	-7.0	-7.3	-8.6	0.1	-5.7

Local Ccy					
Sep-21 (%)	ACWI	US	Europe	Japan	EM
Energy	10.0	9.0	13.6	12.2	9.3
Financials	-0.7	-2.0	0.3	8.4	-0.6
Consumer Discretionary	-2.8	-2.7	-2.4	6.0	-8.0
Consumer Staples	-2.8	-4.1	-2.5	2.5	-0.2
Industrials	-3.8	-5.9	-3.7	2.7	-1.6
Health Care	-4.6	-5.5	-4.2	4.1	-1.6
Real Estate	-4.7	-6.3	-7.6	3.8	0.2
Information Technology	-5.4	-5.8	-6.6	4.6	-4.5
Communication Services	-5.4	-6.5	-3.5	5.5	-4.8
Utilities	-5.5	-6.1	-8.7	1.1	2.5
Materials	-6.0	-7.3	-6.9	1.7	-3.9

USD					
YTD (%)	ACWI	US	Europe	Japan	EM
Energy	33.4	42.5	26.4	28.5	26.2
Financials	21.2	29.6	15.7	20.0	9.0
Information Technology	13.4	14.5	21.2	14.7	2.7
Real Estate	13.3	23.3	0.6	12.3	-14.5
Communication Services	12.5	20.1	7.9	-7.1	-8.6
Health Care	10.5	13.9	9.8	-4.2	-5.2
Industrials	10.4	10.4	13.5	7.6	8.9
Materials	7.5	10.3	8.7	2.9	13.0
Consumer Staples	3.0	4.4	3.8	-2.9	-2.7
Consumer Discretionary	2.9	9.5	8.3	9.1	-22.7
Utilities	0.6	3.6	-8.6	-7.7	12.2

Local Ccy					
YTD (%)	ACWI	US	Europe	Japan	EM
Energy	35.1	42.5	30.6	38.9	28.6
Financials	23.3	29.6	20.9	29.6	10.8
Real Estate	15.2	23.3	5.3	21.4	-13.3
Information Technology	14.5	14.5	27.9	23.9	5.1
Communication Services	13.8	20.1	12.4	0.3	-7.0
Industrials	13.3	10.4	19.2	16.2	12.4
Health Care	12.3	13.9	15.1	3.5	-2.9
Materials	10.4	10.3	13.1	11.2	15.8
Consumer Staples	5.2	4.4	7.8	5.0	-0.0
Consumer Discretionary	4.8	9.5	13.7	17.9	-21.6
Utilities	2.4	3.6	-4.1	-0.2	15.6

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

BREVE REPASO DE MERCADOS 3T 2021

RENDA VARIABLE



4T21 - Mal de altura temporal

RENTABILIDADES DE LA RENTA VARIABLE: ESTILO Y CAPITALIZACIÓN (Sept y YTD)

MSCI ACWI	September-21 (%)				YTD (%)			
	Local Ccy		in USD		Local Ccy		in USD	
	Large Cap	-3.6	-4.1	13.1	11.4			
Small Cap	-2.2	-2.9	16.4	14.0				
Growth	-4.6	-5.2	11.6	9.7				
Value	-2.4	-2.9	14.9	13.1				

MSCI US	September-21 (%)				YTD (%)			
	Local Ccy		in USD		Local Ccy		in USD	
	Large Cap	-4.8	-4.8	15.2	15.2			
Small Cap	-2.9	-2.9	15.4	15.4				
Growth	-5.7	-5.7	14.7	14.7				
Value	-3.6	-3.6	15.7	15.7				

MSCI Europe	September-21 (%)				YTD (%)			
	Local Ccy		in USD		Local Ccy		in USD	
	Large Cap	-2.6	-4.4	16.2	11.1			
Small Cap	-4.5	-4.4	17.2	18.7				
Growth	-4.1	-5.8	17.0	11.5				
Value	-1.7	-3.5	14.3	9.6				

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

BREVE REPASO DE MERCADOS 3T 2021

MATERIAS PRIMAS



4T21 - Mal de altura temporal

RENTABILIDADES DE LAS MATERIAS PRIMAS (Sept y YTD)

Commodities

S&P GSCI

	September 2021 (%)	YTD (%)
Energy	11.6	62.8
S&P GSCI	6.0	38.3
Agriculture	0.8	17.8
Industrial Metals	-2.0	21.5
Precious Metals	-3.8	-8.9

	September 2021 (%)	YTD (%)
Natural Gas	33.2	132.4
Cotton	14.8	31.6
Heating Oil	9.9	60.0
WTI Crude	9.6	55.1
Brent Crude	9.6	69.6
Gasoline	5.2	67.6
Cocoa	5.2	-0.1
Aluminum	4.7	45.3
Lean Hogs	3.2	63.8
Tin	2.6	108.1
Coffee	0.8	45.9
Wheat	0.3	11.1
Sugar	-0.1	38.1
Lumber	-0.9	-23.3
Zinc	-0.9	6.8
Corn	-2.8	39.7
Gold	-3.3	-7.6
Soybeans	-3.7	1.3
Live Cattle	-5.0	-8.0
Platinum	-5.2	-11.3
Copper	-6.2	16.4
Lead	-7.7	7.8
Silver	-8.1	-16.9
Nickel	-8.2	8.0
Iron Ore	-16.4	-10.0

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

BREVE REPASO DE MERCADOS 2021

SE ACABÓ EL CICLO DE LOS BONOS



4T21 - Mal de altura temporal

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	Commodities
2	MSCI China	Russell 2000	Inflation Bonds	MSCI Europe	S&P 500	S&P 500	REITS	Russell 2000	MSCI EM	US 10yr	REITS	Russell 2000	REITS
3	Global HY	Commodities	EM\$Sov Credit	Global HY	MSCI Japan	US 10yr	US 10yr	US HY	MSCI Europe	US Agg. Bond	Russell 2000	MSCI EM	S&P 500
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	Russell 2000
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 Japan
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	Inflation Bonds
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	US 2yr
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	MSCI EM
12	EM Local Debt	US IG	Russell 2000	Inflation Bonds	MSCI EM	Global HY	US HY	MSCI Japan	Commodities	Commodities	Commodities	Global HY	US IG
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	US Agg. Bond
14	MSCI Japan	MSCI China	MSCI Europe	US Agg. Bond	EM Local Debt	EM Local Debt	MSCI China	MSCI China	US IG	MSCI Japan	US Agg. Bond	EM Local Debt	EM Local Debt
15	US Agg. Bond	MSCI Europe	MSCI Japan	US 10yr	US 10yr	MSCI Japan	EM Local Debt	US 2yr	US Agg. Bond	MSCI EM	US 10yr	EM\$Sov Credit	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 10yr
17	US 10yr	US 2yr	MSCI China	US 2yr	Commodities	Commodities	Commodities	MSCI Europe	US 2yr	MSCI China	US 2yr	REITS	MSCI China

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

BREVE REPASO DE MERCADOS 3T 2021 YA NO ESTÁ TODO EN MÁXIMOS DE 6 MESES

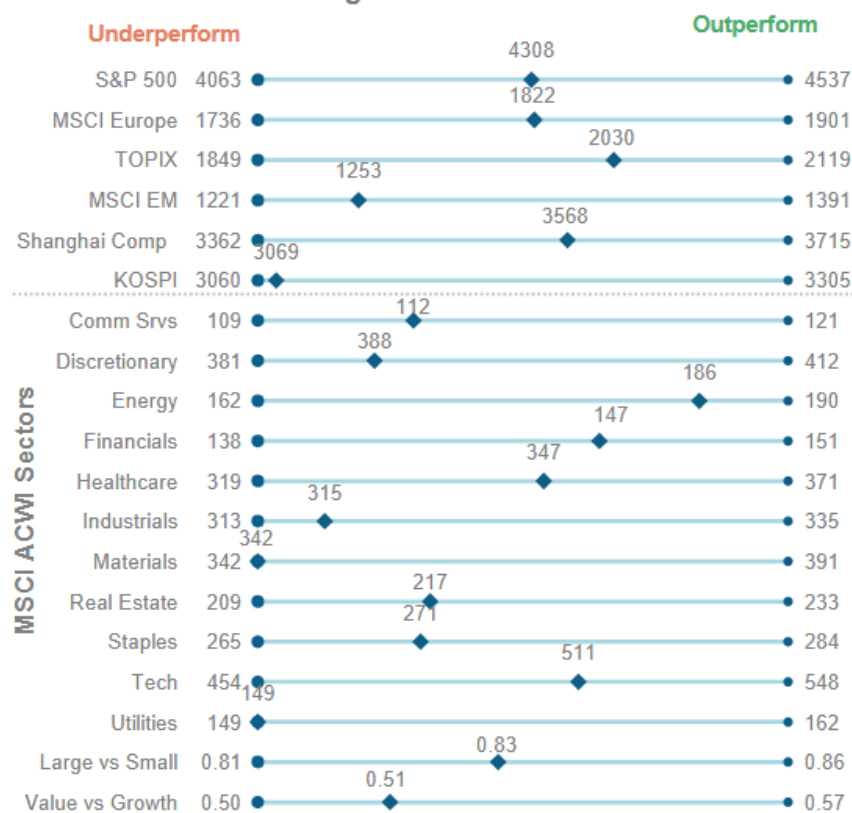


4T21 - Mal de altura temporal

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

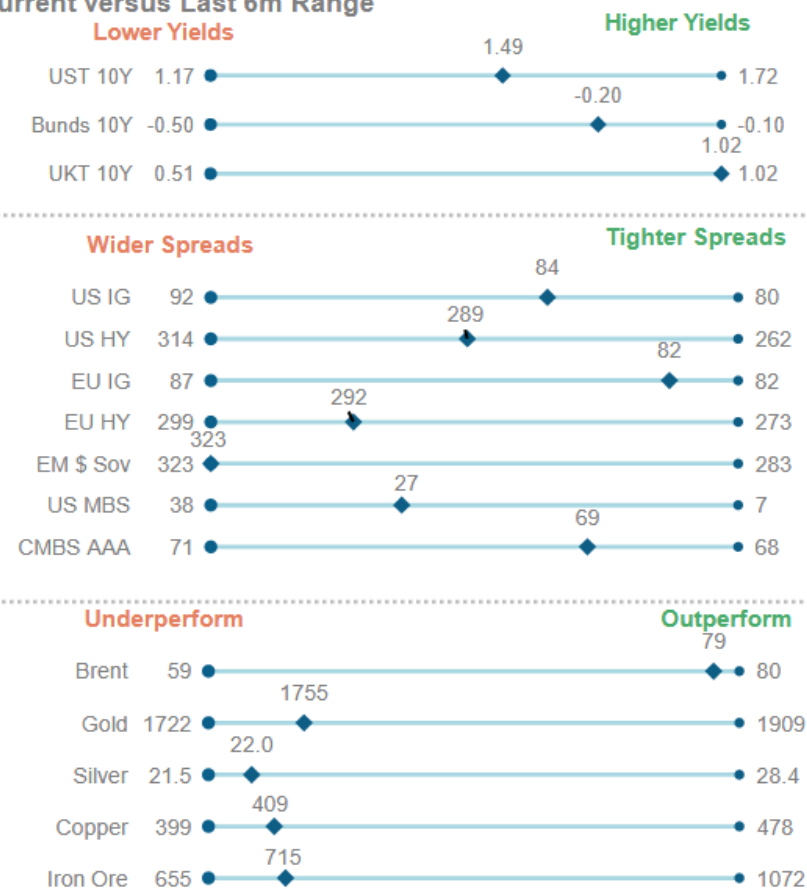
Equities

Current versus Last 6m Range



Fixed Income

Current versus Last 6m Range



BREVE REPASO DE MERCADOS 3T 2021

PAUSA EN LA RECUPERACIÓN DE LAS BOLSAS

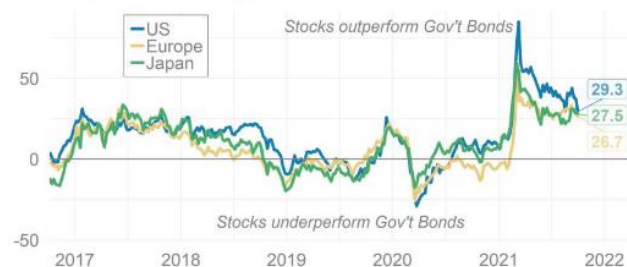


4T21 - Mal de altura temporal

RENTABILIDADES RELATIVAS – DIFERENCIA DE RETORNO TOTAL (12 meses)

Equities versus Govt. Bonds (%)

Stocks less Bonds 12M TR (%)

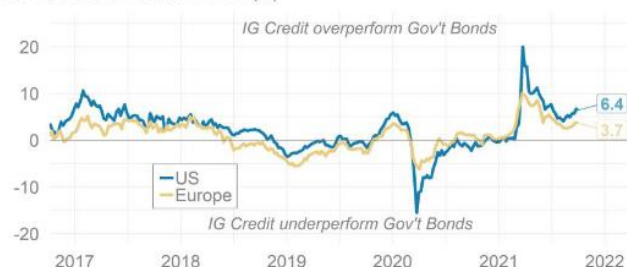


As of: 2021-09-30

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Investment Grade Credit versus Govt. Bonds (%)

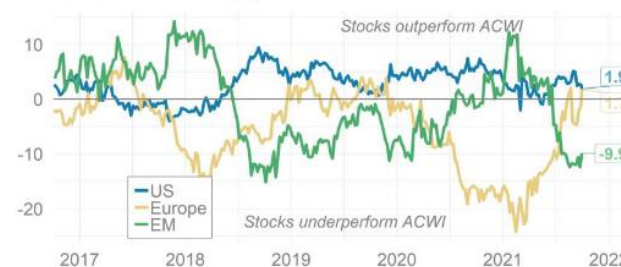
IG Credit less Bonds 12M TR (%)



As of: 2021-09-30

Regional Equities vs. MSCI ACWI (%)

Stocks less ACWI 12M TR (%)



As of: 2021-09-30

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

Equities versus High Yield (%)

Stocks less HY 12M TR (%)



As of: 2021-09-30

Fuente: Morgan Stanley con datos a 30 de septiembre 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 se ha comportado mejor en las últimas caídas.
- 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, a pesar de que en la corrección del mes de septiembre, los bonos High Yield han recuperado gran parte del terreno perdido, especialmente en EE.UU.

BREVE REPASO DE MERCADOS 3T 2021

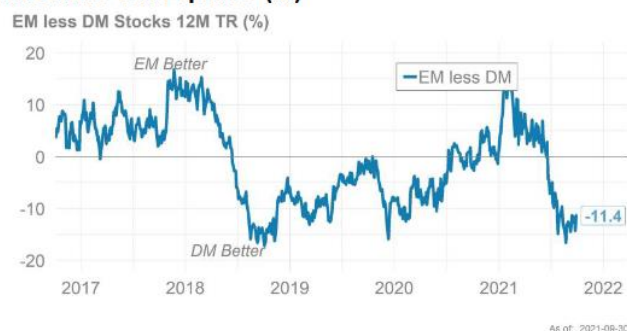
PAUSA EN LA RECUPERACIÓN DE LAS BOLSAS



4T21 - Mal de altura temporal

RENTABILIDADES RELATIVAS – DIFERENCIA DE RETORNO TOTAL (12 meses)

EM versus DM Equities (%)

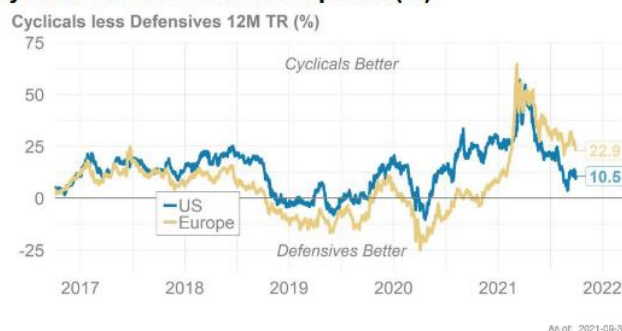


Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research. Note: Both indices are in USD.

Small-Cap versus Large-Cap Equities (%)

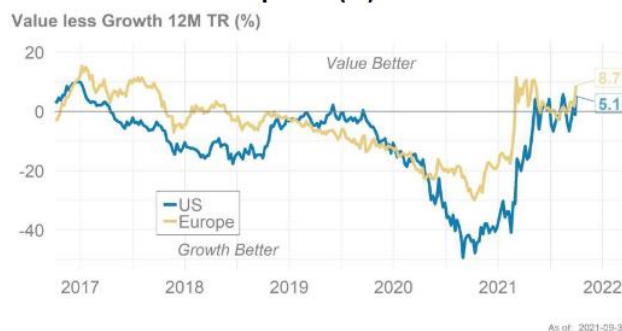


Cyclical versus Defensive Equities (%)



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Value versus Growth Equities (%)



Fuente: Morgan Stanley con datos a 30 de septiembre 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 3T21.
- Emergentes ceden la ventaja que tenían frente a desarrollados tras un peor comportamiento en el primer semestre, que se ha acelerado en el mes de septiembre.
- Las pequeñas compañías también han perdido gran parte de su exceso de rentabilidad frente a las grandes, aunque continúan muy por encima en los últimos 12 meses.
- A pesar de las frecuentes y fuertes rotaciones de Value a Growth y viceversa de corto plazo, con algo más de perspectiva, Value lo ha hecho mucho mejor desde el inicio de la recuperación.

AVISO LEGAL

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





ayg.es
efginternational.com

BARCELONA

Avda. Diagonal, 640
08028 Barcelona
93 342 44 03

LEÓN

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

LOGROÑO

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

MADRID

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

PAMPLONA

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

SANTANDER

Castelar, 7
39004 Santander
94 221 63 90

SEVILLA

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

VALENCIA

Conde de Salvatierra, 9
46004 Valencia
96 091 57 44

VALLADOLID

Santiago, 29
47001 Valladolid
98 336 31 34

LUXEMBURGO

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