



Carta de inversión trimestral-

4^{to} trimestre del 2021

Contenido

Contexto macroeconómico regional	2
Previsiones de consenso del mercado	5
Tabla de rendimientos	6
Gráficos clave	7
Escenarios a 6 meses	8
Evaluación de clase de activos	10
Niveles de convicción según clase de activos	12
Aviso legal	13

Resumen

- El crecimiento del PIB mundial está alcanzando niveles máximos y las presiones inflacionistas están aumentando. Tras rendimientos extraordinarios en renta variable y renta fija, inversores tendrán que ajustar sus expectativas de rentabilidad a largo plazo si se cumple el principio de "reversión a la media".
- Estados Unidos es la primera gran economía desarrollada cuyo PIB vuelve a niveles pre- pandémicos. Aunque la confianza de los consumidores ha disminuido, el "efecto riqueza" del aumento del valor de las viviendas y de los precios de las acciones proporciona mucha pólvora para que los consumidores vuelvan a ser un motor económico.
- El proceso de reapertura europeo está muy avanzado y tiene un retraso de unos 6 meses con respecto a Estados Unidos. Si los planes de estímulo fiscal de Europa se aplican bien e impulsan las perspectivas de crecimiento de la UE, podrían volver más flujos de fondos globales al viejo continente.
- Incertidumbre con respecto al crecimiento del PIB de China y la dinámica de los beneficios de las empresas ha aumentado debido a los vientos políticos y económicos adversos. Los problemas en China también suponen problemas para los inversores en otros mercados emergentes y el descuento de valoración está justificado.
- Conclusión: En un ciclo económico "normal" el crecimiento máximo del PIB sería inflacionario y los bancos centrales iniciarían un nuevo ciclo de tipos de interés. Sin embargo, el ciclo económico actual está lejos de ser normal y los bancos centrales occidentales toleran una inflación más alta y mantienen los tipos de interés bajos. Como la demanda sigue siendo sólida, esperamos que la renta variable supere a los bonos de larga duración. Al mismo tiempo, el recorrido alcista de la renta variable es limitado y podría desencadenarse un retroceso si el mercado llegara a la conclusión de que la inflación no es transitoria y si los rendimientos de los bonos estadounidenses aumentaran demasiado rápido.

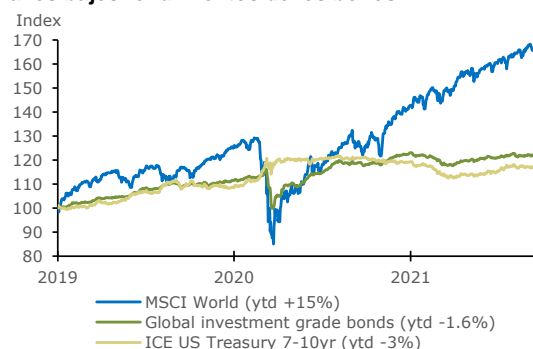


1 Contexto macroeconómico regional

Hora de ajustar las expectativas de rentabilidad a largo plazo

En los dos últimos años y en lo que va de año, los inversores de renta variable se han visto mimados por rendimientos de dos dígitos. Inversiones en **bonos globales de grado de inversión** (de alta calidad) y en **bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años** también obtuvieron rentabilidades cercanas a 0 de dos dígitos en 2019 y 2020, pero van negativas en lo que va de año (gráfico 1). Dado que los diferenciales de los bonos están ajustados y las presiones inflacionistas están aumentando lentamente, es casi seguro que los inversores en bonos de alta calidad de larga duración perderán dinero en términos reales durante los próximos doce meses. Los inversores en renta variable también deben **ajustar sus expectativas de rentabilidad a largo plazo** si se cumple el principio de "reversión a la media" (convergencia del crecimiento de beneficios de empresas y de valoraciones de las acciones a su promedio a largo plazo). Dicho esto, a corto plazo, sin recesión a la vista y con las empresas aumentando las inversiones para ampliar la producción, los inversores deberían seguir **favoreciendo renta variable, activos de mayor riesgo y rendimiento, estrategias de nicho e inversiones alternativas**.

Gráfico 1: Todas las clases de activos están apalancada a los bajos rendimientos de los bonos

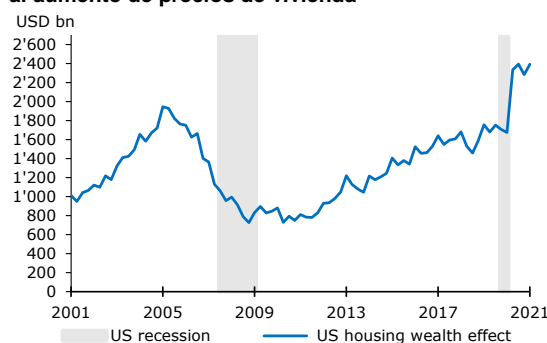


Fuente: Bloomberg Finance L.P., Alpinum Investment Management

Estados Unidos

En el segundo trimestre del 2021, **EE.UU. entró en una etapa de recuperación más madura** al convertirse en la primera gran economía desarrollada cuyo PIB vuelve a los niveles pre-pandémicos. Para todo el año 2021, el consenso del mercado prevé un crecimiento del PIB del +5,9% y del +4,2% en el 2022. A corto plazo, la propagación de la variante Delta tuvo un claro impacto en la confianza económica y el índice "University of Michigan Consumer Sentiment" bajó de 81 en julio a 71 puntos en agosto. Dicho esto, **las perspectivas siguen siendo positivas**, ya que la flexibilización de las restricciones, la vacunación masiva y el "efecto riqueza" en los hogares estadounidenses proporcionan mucha pólvora seca para que los consumidores vuelvan a ser un motor económico. De hecho, **no hay que subestimar el "efecto riqueza"**. Los estudios sugieren que cuando los hogares se enriquecen por aumento del valor de vivienda y de precios de acciones, gastan más y estimulan la economía en general. Mientras que el "efecto riqueza de la vivienda en EE.UU." fue profundamente negativo durante la crisis crediticia mundial de 2008, literalmente se disparó durante la pandemia de 2020 (gráfico 2).

Gráfico 2: Consumidores adinerados, también debido al aumento de precios de vivienda



Fuente: Reserva Federal, Alpinum Investment Management

En agosto, el empleo total en nómina no agrícola aumentó por 235.000 puestos (por debajo de las expectativas) y la **tasa de desempleo descendió al 5,2%**. En su reunión de septiembre, la Reserva Federal de EE.UU. reiteró su postura de no subir los tipos hasta que se alcance el "**máximo empleo**" (probablemente en torno al 3,5%). Por lo tanto, a pesar de cierta "angustia inflacionaria" en el mercado, es la tasa de desempleo la que determinará principalmente la política monetaria de la Fed. Inversores también deben recordar que la decisión de la Reserva Federal de reducir (frenar las compras de activos) es independiente de su decisión de subir los tipos de interés. Por el momento, el mercado espera que la Fed estadounidense **comience a subir los tipos a finales de 2022 o principios de 2023**.



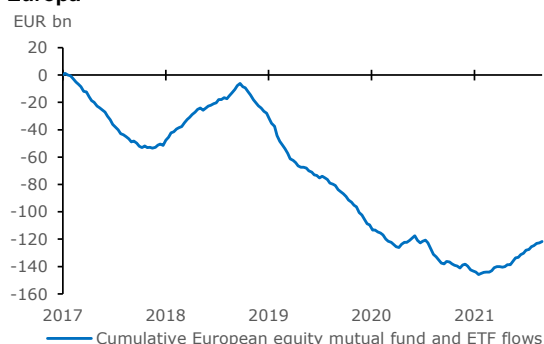
Europa

La **recuperación europea está bien encaminada**, mientras que la relajación gradual de las medidas en toda la región ha permitido que se recuperen las actividades de hospitalidad, turismo y servicios de entretenimiento. En comparación con EE.UU., el proceso de **reapertura europeo tiene un retraso de unos 6 meses** y para 2021 el consenso del mercado espera que el crecimiento del PIB de la zona euro alcance el +5% y el +4,3% en el 2022. Además del proceso de reapertura, el **viento de cola actual para una recuperación más sostenible y duradera** es el paquete fiscal de 2 billones de euros de la UE (1,2 billones de euros del Marco Financiero Plurianual y 800.000 millones de euros del Fondo UE Nueva Generación). Si se aplica bien y **si impulsa las perspectivas de crecimiento de la UE**, inversores podrían volver a evaluar las acciones europeas y los flujos de fondos podrían volver más al viejo continente. (gráfico 3).

El viento de cola fiscal se complementa con el compromiso del Banco Central Europeo (BCE) de mantener en gran medida las compras de activos y de **mantener los tipos en niveles bajos**. Según el BCE, el repunte de la inflación general y de la inflación subyacente de la zona euro al 3% y el 1,6% interanual, respectivamente, es "principalmente temporal". Tanto si es temporal como si no, las principales razones para que el **BCE retrase el proceso de normalización de la política monetaria** son, en primer lugar, evitar que el euro se aprecie frente al dólar, en segundo lugar, evitar que los diferenciales de los bonos periféricos se amplíen y, en tercer lugar, contrarrestar cualquier desaceleración china.

Alea iacta est. Bajo el liderazgo de Olaf Scholz, el Partido Socialdemócrata de Alemania (SPD), de tendencia izquierdista, es el que más escaños ha obtenido en las elecciones federales (25,7%). Se espera que Alemania mantenga su rumbo fiscal.

Gráfico 3 Fondos globales podrían volver cada vez más a Europa



Fuente: Bloomberg Finance L.P., Alpinum Investment Management

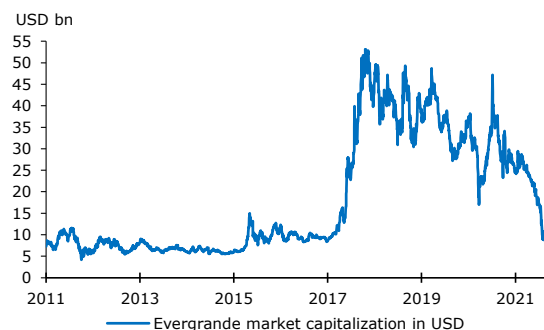
China y los mercados emergentes

Para 2021, el consenso del mercado espera que el **PIB de China crezca un +8,4%** y un +5,5% en 2022. Dicho esto, en comparación con el último trimestre, la incertidumbre ha aumentado, ya que el crecimiento de China y la dinámica de los beneficios de las empresas se enfrentan cada vez más a **vientos políticos y económicos adversos**. En el ámbito político, el Presidente Xi Jinping presentó en agosto un plan de "**prosperidad común**" que servirá de guía para la política nacional hasta y más allá del centenario de China en 2049. Los puntos claves del plan son el énfasis en la "propiedad mixta" (influencia del Estado en las empresas privadas), la "redistribución de la renta de los hogares" (aumentar la clase media) y la "censura de los medios de comunicación" (controlar el discurso). Las recientes acciones de las autoridades (por ejemplo, la paralización de la OPV de Ant Group, las restricciones a la educación privada y a la industria del juego) muestran la **interferencia del regulador** y los vientos adversos a los beneficios empresariales en determinados sectores. Las recientes noticias sobre Evergrande y la **probable quiebra del segundo promotor inmobiliario más grande de China** (gráfico 4), con una deuda que asciende a unos 300.000 millones de dólares, es otro lastre para el ánimo de los inversores.

Se espera que el **Gobierno acabe interviniendo**, ya que no puede permitir que el impago de la empresa se extienda al sector inmobiliario en general y se extienda al sistema bancario. Por lo tanto, el sentimiento del mercado dependerá probablemente de la manera en que el gobierno maneje la tensión crediticia de Evergrande. En cuanto a la parte económica, el índice compuesto de directores de compras Caixin de China cayó de 53,1 en julio a 47,2 en agosto, lo que implica un **descenso en la actividad de servicios e industria**. Aunque gran parte de la debilidad puede explicarse por la política de cero tolerancias de China y debería ser de naturaleza temporal, es un lastre adicional para los precios de los activos chinos.

Los **problemas en China también significan problemas para los inversores en otros mercados emergentes (EM)**. Además, la movida de la FED a una política menos acomodaticia hará subir los rendimientos de los bonos corporativos y soberanos de los mercados emergentes denominados en dólares. Por último, la vacunación de Covid-19 en la mayoría de los ME sigue estando muy por detrás de los mercados desarrollados y dificulta el proceso de reapertura. Dicho esto, el "**price momentum**" **sigue siendo negativo** y el descuento de valoración de los ME parece estar justificado por el momento.

Gráfico 4: Promotor chino Evergrande en dificultades financieras



Fuente: Bloomberg Finance L.P., Alpinum Investment Management



Conclusiones de inversión

El crecimiento del PIB mundial está alcanzando niveles máximos de cara a 2022. En un ciclo económico "normal", el crecimiento máximo del PIB sería inflacionario y los bancos centrales iniciarían un nuevo ciclo de tipos de interés. Sin embargo, el ciclo económico actual dista mucho de ser normal y los bancos centrales occidentales toleran las tasas de inflación más altas para estimular el crecimiento y desinflar la carga de la deuda pública. Para los inversores, esto implica que las subidas de los tipos de interés no son inminentes y que la represión financiera continuará. Mientras la demanda final siga siendo sólida y el capital barato para que las empresas amplíen su producción, **esperamos que la renta variable siga superando a los bonos de larga duración**. Al mismo tiempo, el recorrido alcista de la renta variable es en cierto modo limitado, y podría desencadenarse un retroceso en caso de que el mercado concluya que la inflación no es transitoria y los rendimientos de los bonos estadounidenses suban de forma estructural y/o con una velocidad superior a la prevista.

Gráfico 5: La economía real se pone al día con la "nueva normalidad"



Bonos: Los diferenciales de la renta fija mundial están ajustados, la represión financiera continuará y EE.UU. será el primer gran bloque económico occidental en comenzar a reducir la compra de activos. En un entorno así, es fundamental ser selectivo y **evitar** los activos de grado de inversión y los bonos soberanos de **larga duración**. Nuestro conjunto de oportunidades actuales incluye el **riesgo de crédito en préstamos europeos, bonos de alto rendimiento a corto plazo estadounidenses y escandinavos y el crédito estructurado**. El **alto rendimiento asiático** se ha abierto como oportunidad de inversión táctica.

Renta variable: Con relación a los bonos, la **renta variable sigue siendo una clase de inversión atractiva** y los inversores, aunque con mala conciencia, siguen "comprando la caída". Mantenemos una **cartera bien equilibrada** con una clara **inclinación hacia renta variable de mercados desarrollados**, como los **US large caps & acciones de crecimiento** y las **acciones cíclicas europeas**. Desde una perspectiva táctica, creemos que es **premature** entrar en la **renta variable de mercados emergentes**.



2 Previsiones de consenso del mercado

Crecimiento PIB %	2019	2020	2021e	2022e
Mundo	2.8	-3.2	5.9	4.5
Estados Unidos	2.3	-3.4	5.9	4.2
Europa	1.5	-6.3	5.0	4.3
Alemania	1.1	-4.6	3.1	4.5
Francia	1.8	-7.9	6.1	4.0
Italia	0.3	-8.9	5.9	4.2
Reino Unido	1.5	-9.9	6.8	5.4
Suiza	1.3	-2.5	3.5	3.0
Japón	0.0	-4.7	2.4	2.5
Mercados emergentes	4.3	3.1	6.6	5.2
Asia Ex-Japón	5.4	1.4	7.3	5.6
Latinoamérica	1.3	-6.1	6.3	2.8
EMEA region	2.7	-2.8	4.8	3.6
China	6.0	2.3	8.4	5.5
India	6.5	4.0	-7.5	9.2
Brasil	1.4	-4.1	5.2	2.1
Rusia	2.0	-3.0	4.0	2.5

Tasas de bancos centrales %	2019	2020	2021e	2022e
US Fed Funds	1.75	0.25	0.25	0.35
ECB Main Refinancing	0.00	0.00	0.00	0.00
China 1yr Best Lending	4.35	4.35	4.30	4.30
Bank of Japan Overnight	-0.07	-0.03	0.00	0.00
UK Base Rate	0.75	0.10	0.10	0.30
Swiss 3mth CHF Libor	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75

Principales tasas de interes %	2019	2020	2021e	2022e
USA 3mth rate	1.9	0.2	0.2	0.4
USA 10yr Gov't Bond	1.9	0.9	1.6	2.0
Eurozone 3mth rate	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
Eurozone 10yr Gov't Bond	-0.2	-0.6	-0.2	0.0
China 3mth rate	3.0	2.8	2.5	2.4
China 10yr Gov't Bond	3.1	3.1	2.9	3.0
UK 3mth rate	0.8	0.0	0.1	0.3
UK 10yr Gov't Bond	0.8	0.2	0.9	1.2
Swiss 3mth rate	-0.7	-0.8	-0.7	-0.8
Swiss 10yr Gov't Bond	-0.5	-0.6	-0.2	0.1

Inflación %	2019	2020	2021e	2022e
Mundo	3.5	3.2	3.5	3.2
Estados Unidos	1.8	1.2	4.3	3.0
Europa	1.2	0.3	2.2	1.6
Alemania	1.4	0.4	2.9	1.8
Francia	1.3	0.5	1.7	1.5
Italia	0.7	-0.2	1.5	1.2
Reino Unido	1.8	0.9	2.1	2.5
Suiza	0.4	-0.7	0.5	0.6
Japón	0.5	0.0	-0.1	0.6
Mercados emergentes	3.9	3.1	3.4	3.7
Asia Ex-Japón	2.6	2.6	1.4	2.6
Latinoamérica	9.5	2.8	11.0	8.7
EMEA región	6.0	5.2	7.5	6.1
China	2.9	2.5	1.2	2.3
India	3.7	6.6	6.2	5.5
Brasil	3.7	3.2	7.7	4.5
Rusia	4.5	3.4	6.0	4.3

Materias primas	2019	2020	2021e	2022e
NYMEX WTI oil USD/barrel	53	48	67	69
ICE Brent oil USD/barrel	58	51	72	72
Iron Ore USD/metric ton	91	159	161	73
Copper USD/metric ton	6174	7766	9329	9302
Gold USD/troy oz	1518	1899	1783	1757
Silver USD/troy oz	17.9	26.4	24.7	22.5

Tasas de cambio	2019	2020	2021e	2022e
EURUSD	1.12	1.22	1.18	1.19
EURCHF	1.09	1.08	1.09	1.13
USDCHF	0.97	0.89	0.92	0.93
EURJPY	122.2	126.1	130.00	129.00
EURGBP	0.85	0.89	0.85	0.84
USDJPY	108.7	103.2	110.00	112.00
GBPUSD	1.33	1.37	1.39	1.43
USDCNY	6.96	6.53	6.43	6.38
USDBRL	4.02	5.19	5.25	5.39
USDRUB	62.49	74.03	72.00	70.50

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Alpinum Investment Management

Nota: Q2= data de septiembre 28, 2021 / PE=price-earnings / PB=price-book / EPS=earnings per share / YtW=yield-to-worst



3 Tabla de rendimientos

Rendimientos				
Mercados de acciones	Precio	Q2	12meses	Div.yld
MSCI World (USD)	3104	2.9%	15.5%	1.8
MSCI World (USD) hedged	1520	3.5%	18.5%	n.a.
HFRX Global Hedge Fund	1437	0.4%	4.3%	n.a.
S&P 500	4455	3.7%	19.4%	1.4
Russell 1000	2502	3.3%	18.6%	1.3
Nasdaq 100	15330	5.3%	19.3%	0.7
Stoxx Europe 600	463	2.3%	15.08%	3.0
MSCI Emerging Markets	1265	-8.0%	-1.9%	2.7
Nikkei 225	30240	5.0%	10.2%	1.7
China CSI 300	4884	-6.5%	-4.5%	2.0

Valoraciones de mercados de acciones	Forward		EPS growth	
	PE	PB	2021e	2022e
MSCI World (USD)	20.0	3.1	87%	7%
MSCI World (USD) hedged	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
HFRX Global Hedge Fund	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
S&P 500	22.0	4.5	62%	9%
Russell 1000	22.7	4.4	65%	9%
Nasdaq 100	28.9	8.3	56%	11%
Stoxx Europe 600	16.7	2.1	216%	7%
MSCI Emerging Markets	13.3	1.8	63%	7%
Nikkei 225	18.1	1.9	91%	6%
China CSI 300	15.2	2.0	16%	16%

Rendimientos				
Bonos gubernamentales	Yield	Q2	12mes	YtW
10yr US Treasury	1.45	0.3%	-2.9%	n.a.
10yr Euro gov't bond	-0.24	0.3%	-1.9%	n.a.
10yr German gov't bond	-0.24	-0.1%	-2.2%	n.a.
10yr Italian gov't bond	0.77	0.6%	-1.0%	n.a.

Rendimientos				
Indices globales renta fija	Precio	Q2	12mes	YtW
Barclays Global Corporate IG	303	0.1%	-1.6%	1.6
Barclays US Corporate IG	3544	0.8%	-0.3%	2.1
Barclays Euro Corporate IG	266	0.2%	-0.2%	0.3
Barclays Emerging Market USD	1281	0.1%	-0.4%	4.1
Barclays US Corporate HY	2452	1.2%	4.9%	3.9
Barclays Pan-European HY	439	0.9%	4.7%	3.1

Performance			
Materias primas y divisas	Precio	Q2	12mes
Brent oil	79	5.3%	54%
US Energy Services	54	-15.0%	22.8%
Copper	9342	-0.2%	19.1%
Gold	1759	-0.7%	-7.2%
EURUSD	1.17	-1.2%	-4.7%
EURCHF	1.09	-1.0%	0.2%

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Alpinum Investment Management

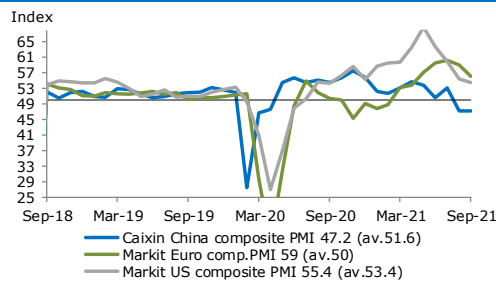
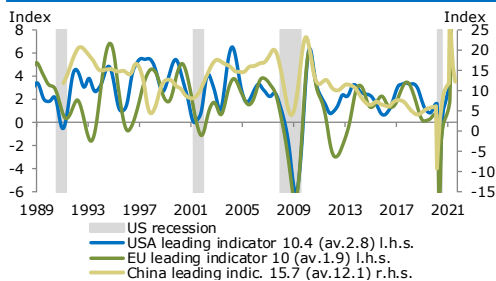
Nota: Q2 = data de junio 28 2021, 2020 / PE=price-earnings / PB=price-book / EPS=earnings per share / YtW=yield-to-worst



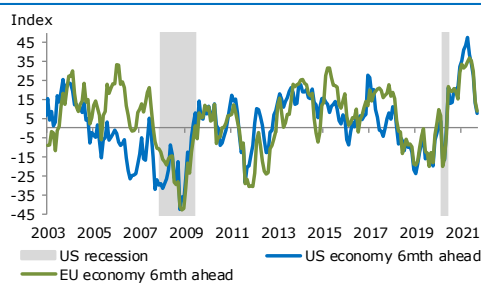
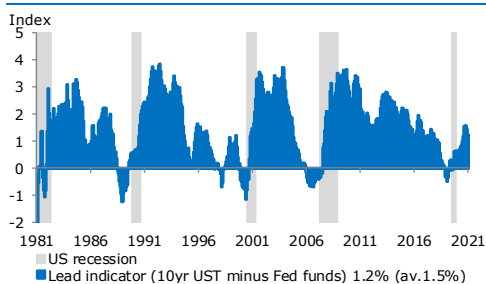
4 Gráficos claves

Leading indicators and manufacturing

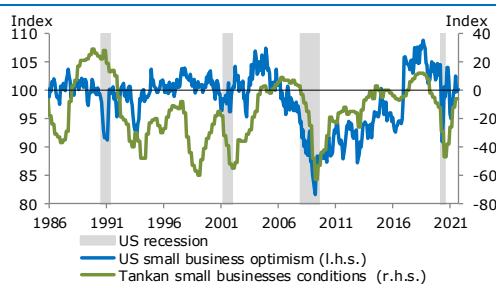
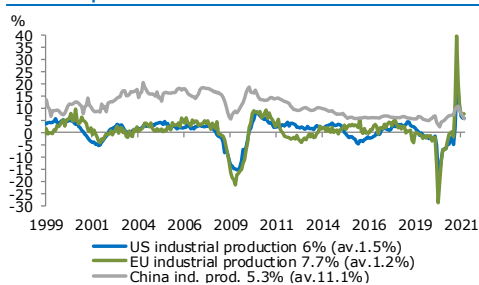
Source: Bloomberg Finance L.P., Alpinum Investment Management



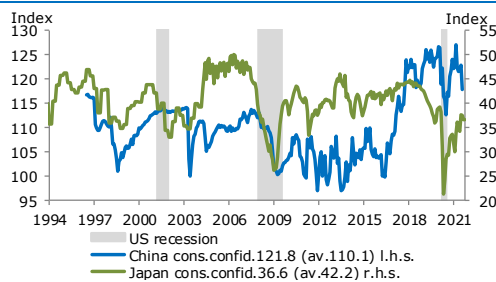
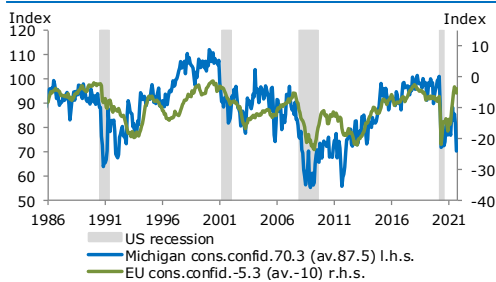
Recession indicator



Industrial production and small businesses



Consumer confidence





5 Escenarios a 6 meses

Escenario central 70%	Conclusiones de inversión
<ul style="list-style-type: none">▪ EEUU: Recuperación del PIB en forma de U, desde el -3% en 2020 hasta el +6% en 2021. Estados Unidos se encuentra en medio de una fuerte recuperación cíclica. Los esfuerzos de vacunación están dando sus frutos y protegiendo de los grandes brotes de nuevas infecciones. Además del apoyo sin precedentes del gobierno y de la Reserva Federal, experimentamos una reactivación del consumo personal, del gasto en infraestructuras y del impulso de las inversiones empresariales.▪ Eurozona: El PIB se desplomó un -6% en 2020 y se recupera un +~5% en 2021. La recuperación en UE va retrasada en comparación con la de EE.UU., pero el impulso va en aumento. Se espera que el sur de Europa registre un fuerte crecimiento interanual de ingresos en 2022. El enorme impulso fiscal (y los pagos solidarios del norte al sur) y las acciones sin precedentes del BCE siguen siendo un fuerte apoyo.▪ China: No habrá recesión en 2020 y se prevé un crecimiento del 8% en 21 a pesar de la ralentización del crecimiento▪ Petróleo: Los precios mantienen el sesgo alcista con el desarrollo de la recuperación económica mundial y las limitaciones de la cadena de suministro.	<ul style="list-style-type: none">▪ Acciones: Experimentan una recuperación en forma de V y cotizan según las expectativas de beneficios de 2022. La renta variable es vulnerable con múltiplos de PER >20, pero sigue siendo la clase de activo "tradicional" preferida. Potencial alcista limitado con las valoraciones actuales. La política monetaria sigue siendo favorable, a pesar de las medidas de reducción que nos esperan. Los valores cíclicos siguen estando bien ofertados. Recomendamos un enfoque equilibrado en términos de "estilo" de renta variable.▪ Las tasas de interés: Postura negativa en cuanto a la exposición a los tipos, mientras la presión al alza de los rendimientos se mantiene. (EE.UU.) La exposición a la duración sólo sirve como diversificador y cobertura de cola, pero menos eficaz a estos niveles.▪ Crédito: Los diferenciales de crédito tienen un precio justo y las tasas de impago de las empresas han alcanzado su punto máximo. Preferimos los préstamos europeos, los bonos HY e IG asiáticos y la exposición al crédito estructurado.▪ Materias primas/divisas: La ventaja del interés relativo favorece al dólar y las materias primas mantienen el sesgo alcista.
Escenario optimista 15%	Conclusiones de inversión
<ul style="list-style-type: none">▪ EE.UU: Recuperación en forma de V con un crecimiento del PIB superior al 7%. El despliegue de la vacunación es un gran éxito, las medidas de disuasión social se levantan por completo y se evitan los cierres regionales. Los programas de estímulo fiscal, la demanda reprimida de los consumidores y el gasto en capex alimentan una economía ya "caliente".▪ Europa: Gracias a una fuerte recuperación en 2021 y al inmenso estímulo fiscal (incluido el fondo de recuperación) y monetario, los países periféricos encuentran parada.▪ China/ mercados emergentes: No hay efectos relevantes de la locura regulatoria china; recuperación cíclica a medida que los mercados de exportación se recuperan (UE/EEUU) y los tipos de interés en los marcos alemanes se mantienen bajos. Las tasas de vacunación ganan tracción	<ul style="list-style-type: none">▪ Acciones: Habiendo descontado ya una recuperación económica en forma de V, los mercados empiezan a descontar una economía de la "Edad de Oro keynesiana", es decir, un entorno "Ricitos de Oro" para la renta variable y potencialmente una exageración de los múltiplos de las acciones.▪ Las tasas de interés: Los tipos suben y la curva se empina. Evite la duración a medida que se reactiva la inflación.▪ Crédito: Las tasas de impago de las empresas se mantienen por debajo de las medias históricas. El crédito en general y sobre todo los préstamos son los más beneficiados.▪ Materias primas/divisas: Apoyo al bloque de materias primas y a los metales preciosos. El euro se acelera y algunos tipos de cambio de mercados emergentes se recuperan.
Escenario pesimista 15%	Conclusiones de inversión
<ul style="list-style-type: none">▪ EE.UU: La recuperación se distrae a <+5% en 2021, mientras infecciones vuelven a aumentar debido a las nuevas variantes del virus. Se vuelven a introducir medidas de distanciamiento social y se requieren nuevos cierres locales/regionales. Las tasas de desempleo vuelven a dispararse.▪ Europa: Países periféricos se recuperan lentamente y una nueva caída del turismo internacional pasa factura. Los inversores pierden fe y los rendimientos italianos a largo plazo aumentan. La recuperación de Alemania se interrumpe significativamente (crisis de confianza de la UE 2.0).	<ul style="list-style-type: none">▪ Acciones: La renta variable cae, pero evita nuevos mínimos (corrección de mitad de ciclo). La renta variable estadounidense, seguida de la europea, liderará la corrección.▪ Los tipos de interés: Los tipos bajarán, pero el potencial fuera del USD es limitado. Apoyo a los conjuntos de alta calidad (bonos del Tesoro estadounidense, bonos corporativos A y AA o bonos de agencias). ¡El efectivo es rey!▪ Crédito: Tasas de impago de empresas volverán a subir, pero gracias a un gasto monetario y fiscal sin precedentes se evitará un colapso del sistema financiero. Favorecer bonos de corta duración/alta calidad.



-
- **China/EM:** El regulador chino presiona demasiado, lo que lleva a un crecimiento <5% en el '22 deteriorando las exportaciones. Los mercados emergentes reaccionan mal, mientras el comercio mundial se mantiene en niveles bajos y las divisas se deprecian.
 - **Materias primas/divisas:** negativo para el bloque de materias primas el USD y CHF y el JPY sirven como refugio.

Riesgo de eventos excepcionales

- La burbuja (Tecnología) de acciones estalla, crisis de liquidez.
 - Crisis de deuda soberana italiana, "divorcio Euro".
 - Conflicto militar entre EE.UU./China en el Mar del Sur de China.
 - La vacuna pierde su eficacia/ nuevas variantes del virus
 - Estancamiento (reversión de la era des inflacionaria).
 - Colapso de mercados emergentes similar a 1998.
-



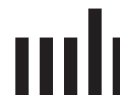
6 Evaluación de clase de activos

Acciones	Comentarios
<ul style="list-style-type: none">▪ Mantenemos nuestro sesgo positivo por la renta variable. La renta variable recibe el apoyo de la recuperación cíclica, mientras que la inflación aumenta, pero (aún) no es una preocupación estructural. Además, la renta variable recibe un apoyo natural debido a la escasez de alternativas de inversión.▪ Los múltiplos de la renta variable pueden mantenerse elevados, mientras inversores prestan poca atención a los actuales informes de beneficios distorsionados. Nos enfocamos en los beneficios de 2021/22 y un múltiple de 18-20 estaría bien justificado.▪ Creemos en la coexistencia de los "cíclicos" y los ganadores de la innovación estructural (es decir, las grandes tecnologías). El apalancamiento operativo supondrá un impulso para los sectores cíclicos en 2021 y más adelante.▪ La renta variable no estadounidense podría finalmente obtener mejores resultados. Sobre todo, si el dólar deja de fortalecerse. Consideramos crear una posición sobreponderada en Europa, pero esperamos un "price momentum" positivo.	<ul style="list-style-type: none">▪ La renta variable estadounidense incorpora valoraciones avanzadas en comparación con otras regiones. Sin embargo, la economía también es más resistente en cuanto a la perspectiva del 2021/22 y también está respaldada por los beneficios de las "grandes tecnologías", que proporcionan un sólido suelo. De ahí se justifica una prima de valoración.▪ Con bancos centrales ultra laxos, los altos múltiplos de la renta variable están justificados, pero el aire se está enrareciendo a niveles superiores a 20. Es decir, una relación P/E estadounidense de 22 da lugar a un rendimiento de los beneficios del 4,5% y todavía se compara bien con un rendimiento del 1,6% para los bonos del Estado a 10 años. En Europa, esta comparación da lugar a un rendimiento de los beneficios del 5,8% (relación P/E de 17) en comparación con los rendimientos negativos de los bonos gubernamentales.▪ Si el despliegue de la vacuna cobra mayor impulso, también lo harán la recuperación cíclica y los mercados bursátiles impulsados por las exportaciones; los mercados emergentes, asiáticos y de la UE serán los más beneficiados.
Crédito/Renta Fija	Comentarios
<ul style="list-style-type: none">▪ Tipos: Las perspectivas a corto plazo del riesgo de duración de los tipos de interés siguen siendo negativas. Desde el punto de vista estructural, el riesgo de duración es poco atractivo, especialmente en Europa y sólo mantenemos una mínima exposición. En cambio, consideramos la exposición a la duración como un diversificador de la cartera, mientras que preferimos los bonos del Tesoro de EE.UU.▪ IG: Mantenemos un mínimo de bonos estadounidenses con grado de inversión y sólo algunos bonos europeos IG. Ciertos bonos IG asiáticos ofrecen una oportunidad táctica.▪ Alto rendimiento: Los préstamos y los bonos de alto rendimiento siguen ofreciendo rendimientos atractivos en términos relativos y absolutos, de los cuales preferimos los préstamos. En general, favorecemos los bonos selectivos a corto plazo de EE.UU., los préstamos europeos y las CLO en euros de todas las categorías de riesgo.▪ Deuda emergente: Los bonos de los mercados emergentes ofrecen una ventaja de valor relativo, mientras que preferimos los bonos en moneda fuerte, ya que los diferenciales siguen siendo relativamente amplios. Actualmente sólo mantenemos un número muy limitado de bonos en moneda local.	<ul style="list-style-type: none">▪ Los mercados están inundados de liquidez por los bancos centrales a nivel mundial y esto no cambiará pronto. La introducción del marco de "objetivos de inflación media" por parte de la FED ha cambiado la percepción del mercado. La inflación subyacente sigue anclada en niveles aceptables.▪ El BCE se ha comprometido a mantener los tipos bajos durante más tiempo para apoyar la recuperación económica.▪ Con el "más bajo por más tiempo", los diferenciales de crédito en gran parte siguen siendo sostenidos. El mercado general sigue siendo benigno para el crédito, aunque, los créditos y sectores selectivos tienen un precio perfecto.▪ Nos gusta el mercado de crédito estructurado, como los RMBS estadounidenses sin agencia o los CLO europeos.▪ Consideramos la posibilidad de cosechar la prima de liquidez de los préstamos directos (préstamos corporativos/hipotecarios).▪ También identificamos un rendimiento atractivo en los "nuevos" alternativos, pero la selección y una gestión adecuada de la liquidez son primordiales.



Alternativos	Comentarios
<ul style="list-style-type: none">▪ Las estrategias long-short de crédito identifican muchas operaciones de valor relativo, tanto largas como cortas.▪ Las estrategias long-short de renta variable se benefician de una mayor volatilidad y de la creciente dispersión de los resultados.▪ Los préstamos alternativos como clase de activos es interesante en un entorno de tipos "bajos durante más tiempo".	<ul style="list-style-type: none">▪ La crisis actual produce muchos perdedores y ganadores, lo que constituye un gran coto de caza para los gestores activos. Además, la "disrupción innovadora" también provoca una mayor dispersión de los precios entre valores individuales, sectores, así como clases de activos.▪ Los gestores macroeconómicos globales se benefician de los movimientos bruscos del mercado en cualquier dirección (es decir de los tipos).

Activos reales	Comentarios
<ul style="list-style-type: none">▪ El oro se beneficia cuando los tipos de interés reales bajan y viceversa. Por lo tanto, es una situación compleja para el oro a corto plazo, mientras que el aumento de la inflación y el cese de la fortaleza del dólar son un apoyo para el oro.	<ul style="list-style-type: none">▪ La recuperación cíclica es beneficiosa para los precios de las materias primas. Además, un dólar más débil es beneficioso para todo el bloque de divisas de las materias primas. El oro sufre cuando suben los tipos (reales).



7 Niveles de convicción según clase de activos

Acciones	Infraponderado	←	Neutral	→	Sobreponderado
Norteamérica	□	□	■	□	□
Europa	□	□	□	■	□
Suiza	□	□	■	□	□
China	□	□	■	□	□
Japón	□	□	■	□	□
Asia – Mercados emergentes	□	■	□	□	□
Otros- Mercados emergentes	□	□	■	□	□
Renta Fija					
US – Bonos del tesoro	□	■	□	□	□
Euro – Bonos gubernamentales	■	□	□	□	□
US – Bonos grado de inversión	□	■	□	□	□
Europa – Bonos grado de inversión	■	□	□	□	□
US – Alto rendimiento	□	□	■	□	□
US corto plazo – Alto rendimiento	□	□	■	□	□
US -Préstamo	□	□	□	■	□
US – Bonos municipales	□	□	■	□	□
Europa – Alto rendimiento	□	□	■	□	□
Europa- Corto plazo- Alto rendimiento	□	□	■	□	□
Europa - Préstamo	□	□	□	□	■
US/EUR Preferred Securities	□	□	■	□	□
US/EUR Asset Backed Securities	□	□	□	■	□
Mercados emergentes- divisa local	□	□	■	□	□
Mercados emergentes- divisa dura	□	□	■	□	□
Mercados emergentes – Alto rendimiento	□	□	□	■	□
Materias primas					
Oro	□	□	■	□	□
Petróleo (Brent)	□	□	■	□	□
Hedge Fund: Estrategias					
Equity Long-Short	□	□	□	□	■
Credit Long-Short	□	□	□	□	■
Acciones corporativas impulsadas por eventos	□	□	□	□	■
Global Macro	□	□	□	□	■
Hedge Fund: Enfoque regional					
Hedge Fund: Norteamérica	□	□	■	□	□
Hedge Fund: Europa	□	□	■	□	□
Hedge Fund: China/Japón	□	□	■	□	□
Hedge Fund: Mercados emergentes	□	□	■	□	□

Nota: La tabla de convicción anterior refleja, por un lado, nuestra opinión sobre la rentabilidad relativa esperada de una clase de activos frente a índices de referencia bien conocidos, como el BarCap Global aggregate (para la renta fija) y el MSCI World (para la renta variable), pero, por otro lado, también incorpora parcialmente nuestra opinión sobre la rentabilidad absoluta esperada frente al "efectivo".



Aviso legal

El presente documento o correo electrónico y cualquier archivo adjunto que se transmita con él (en adelante, el documento) son confidenciales y están destinados exclusivamente al uso del destinatario. Si ha recibido este documento por error, por favor infórmenos inmediatamente y bórralo.

Este documento ha sido elaborado por Marcuard Heritage AG, sus subsidiarias o filiales (en adelante, Marcuard Heritage) y está destinado exclusivamente para su información. No pretende ser un asesoramiento o investigación de inversiones, un prospecto de venta, una oferta o una solicitud de oferta para entrar en cualquier actividad de inversión.

Este documento es de información genérica y no considera los objetivos específicos de inversión, la situación financiera o las necesidades particulares de ningún receptor. Por lo tanto, no debe ser considerado por los receptores como un sustituto del ejercicio de su propio juicio. Las explicaciones contenidas en este documento se basan en principios y supuestos económicos generales. Diferentes supuestos o puntos de vista podrían conducir a resultados materialmente diferentes. Toda inversión conlleva un cierto grado de riesgos de inversión. Se resaltan por lo tanto esos riesgos (que pueden ser considerables). Las variaciones de los tipos de cambio pueden tener un efecto negativo en el precio, el valor o los ingresos de una inversión. El mercado de determinados valores puede ser ilíquido y, por lo tanto, puede resultar difícil valorar la inversión e identificar los riesgos. Algunas inversiones pueden ser objeto de una reducción súbita y considerable de su valor y pueden tener un rendimiento inferior a la cantidad invertida. El rendimiento pasado no garantiza los resultados a futuro.

Algunos enlaces del presente documento pueden conducir al acceso a sitios web de terceros proveedores. Esos enlaces se proporcionan únicamente para su beneficio e información. Marcuard Heritage no revisa ni controla la información de ningún sitio web de terceros. Aunque Marcuard Heritage se esfuerza por asegurar que la información sea exacta, Marcuard Heritage no representa ni garantiza la exactitud, validez o integridad de la información. Por consiguiente, Marcuard Heritage no asume ninguna responsabilidad por la exactitud, integridad o legalidad del contenido de dichos sitios web o de las ofertas y servicios contenidos en ellos. El acceso a los sitios web de terceros se realiza bajo su propio riesgo.

Marcuard Heritage no proporciona ningún tipo de asesoramiento fiscal o jurídico y no hace ninguna declaración sobre el tratamiento fiscal de activos o los rendimientos de inversión de los mismos, tanto en general como en referencia a las circunstancias y necesidades específicas del destinatario. Los receptores deben obtener asesoramiento jurídico y fiscal independiente sobre las consecuencias en la jurisdicción respectiva y deben consultar a su asesor personal para asegurarse de que el producto y los servicios de inversión respectivos son adecuados para ellos.

Este documento no está destinado a ser distribuido en los Estados Unidos o a personas de los Estados Unidos o en jurisdicciones en las que su distribución por parte de Marcuard Heritage estaría restringida. Marcuard Heritage prohíbe la redistribución de la misma en su totalidad o en parte sin el acuerdo previo por escrito de Marcuard Heritage. Marcuard Heritage, sus directores o empleados no aceptan responsabilidad alguna por las acciones de terceros a este respecto, ni tampoco responsabilidad alguna por cualquier pérdida o daño derivado del uso de este documento.

Toda la información está sujeta a copyright con todos los derechos reservados. Cualquier comunicación con Marcuard Heritage puede ser grabada.

Información de contacto:

www.marcuardheritage.com
investmentsolutions@marcuardheritage.com