

Retos y oportunidades para la economía y el mercado global en la era post-pandemia



Escenarios económicos y de mercado



Desaceleración



Expansión



Inflación transitoria

20%

Macro: gradual pérdida de pulso cíclico durante 2022-23, más intensa si se retiran estímulos rápido, y vuelta a un escenario de "estancamiento secular" de bajo crecimiento y baja inflación. Incapacidad de las políticas fiscales y monetarias para abandonar este régimen.

Mercado: bajo crecimiento y alto apalancamiento penalizan a crédito corporativo y bolsas (mejor *growth*/defensivos vs *value*/cíclicos); tipos nominales deprimidos por caída de expectativas de inflación y de subidas de tipos. "QE infinity" como receta para mantener el equilibrio, con efectividad decreciente. Emergentes vulnerables. USD lateral, aunque más sensible a vaivenes en aversión al riesgo.

60%

Macro: crecimiento económico superior al potencial en 2022-23, con moderación de presiones de costes en 2022 y sin producirse efectos de segunda ronda (espiral precios-salarios), que devuelven la inflación a la proximidad del objetivo de los bancos centrales, sin riesgos de desanclaje de expectativas a largo plazo.

Mercado: configuración positiva para bolsas, con vuelta de la rotación sectorial y de estilos hacia *value*/ciclo; primas de riesgo de crédito corporativo contenidas; subida gradual de tipos nominales liderada en mayor medida por componente real (más en EEUU, menos en la zona Euro); apreciación gradual del USD y buen comportamiento de activos EM.



Inflación permanente

5%

Macro: desaceleración cíclica intensa con persistencia de inflación elevada, por conjunción de factores coyunturales y estructurales; bancos centrales incapaces de controlar la deriva alcista de precios dado el riesgo de generar una crisis de deuda (pública y privada), con daño a su credibilidad en el control de la inflación.

Mercado: reacción abrupta al alza en curvas de tipos, liderada por el componente de compensación por inflación y prima de riesgo/incertidumbre. Tipos reales suben en menor medida, pero también. Presión sobre activos de riesgo, en especial crédito corporativo y bolsas. Castigo a EM vulnerables (por apalancamiento) y USD fuerte.

15%

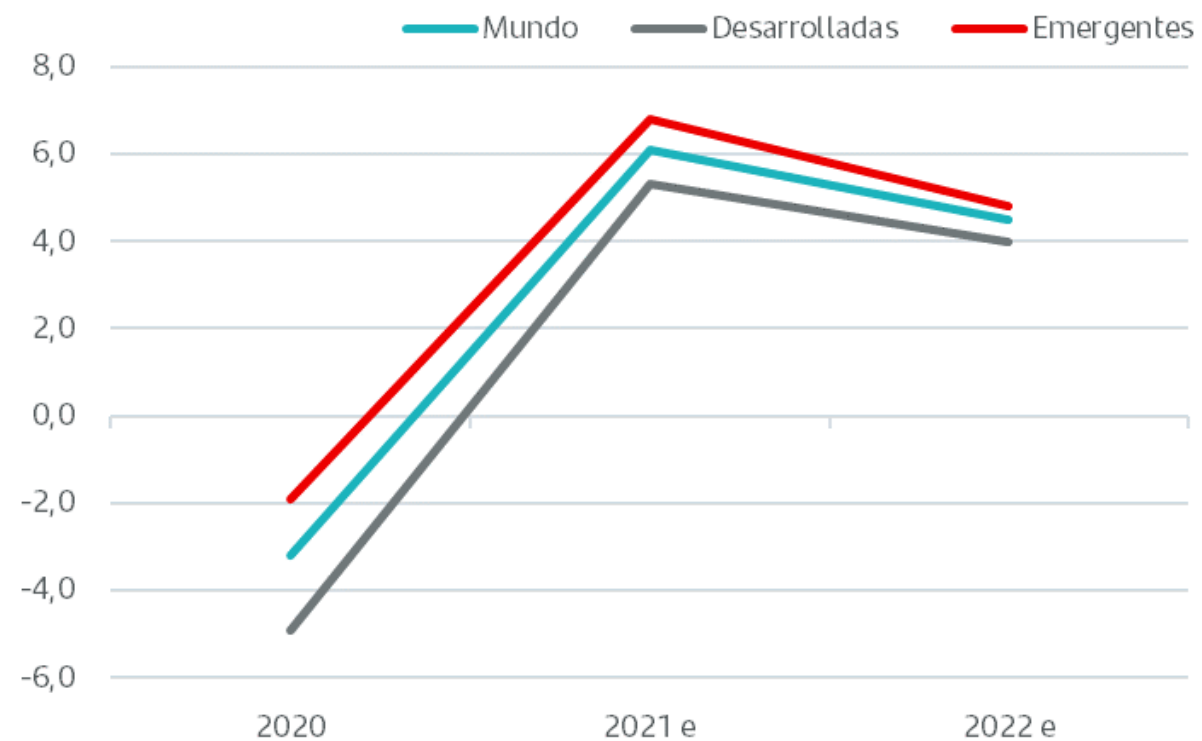
Macro: expansión robusta apoyada en la dilución de cuellos de botella y muy gradual retirada de apoyo fiscal y monetario; efectos de segunda ronda mantienen la inflación por encima del objetivo de los bancos centrales.

Mercado: fricción creciente entre tipos reales, crédito y bolsa, ya sea (i) pronto, por aceleración en la retirada de estímulos monetarios, o (ii) más tarde, por permisividad con la desviación de la inflación vs objetivo, que de inicio soporta a los activos de riesgo por alza de tipos nominales dirigido por *breakeven* de inflación (tipo real estable).

Previsiones de crecimiento del PIB

% anual	2020	2021e	2022e
Mundo	-3,2	6,1	4,5
Desarrolladas	-4,9	5,3	4,0
 EEUU	-3,4	5,5	4,0
 Zona Euro	-6,4	5,1	4,3
 Alemania	-4,9	2,4	4,1
 Francia	-8,0	6,8	4,3
 Italia	-8,9	6,3	4,7
 España	-10,8	4,3	4,7
 Japón	-4,6	2,1	3,3
 Reino Unido	-9,7	7,0	4,2
Emergentes	-1,9	6,8	4,8
 Brasil	-4,1	4,8	1,0
 México	-8,3	5,6	3,6
 Rusia	-2,9	4,1	2,5
 India	-7,1	8,8	7,4
 China	2,3	8,0	5,3

Fuente: elaboración propia



Balance de riesgos a corto plazo



Resolución ordenada del caso Evergrande, proceso que, aunque se dilatará, no derivaría en una espiral sistémica.
Riesgo de nuevos giros de tuerca en materia de regulación, compensados con nuevas dosis de estímulo fiscal y monetario.



Margen para que los precios de las *commodities* continúen elevados durante más tiempo debido al ajuste más lento entre demanda y oferta.
Impacto en las cadenas de producción globales, debido a la escasez de componentes clave y el incremento del coste del transporte marítimo.



Los bancos centrales comienzan el proceso de normalización monetaria. En un primer estadio, entre los del G-3, empezando por el *tapering*, como es el caso de la Fed a partir de finales de noviembre.
Riesgo de cola para el mensaje de transitoriedad inflacionaria que vienen vertiendo las autoridades monetarias. Cuanto más se prolongue la situación de precios elevados, más probabilidad de que el mercado deje de comprar el mensaje “contemplativo” de los bancos centrales.



El conflicto político sobre el techo de la deuda se desatascaría en diciembre. De no hacerlo, no prevemos un impacto sustancial en crecimiento.
Aprobación o no de nuevos planes de estímulo fiscal: será necesario el apoyo de los Republicanos, lo que moderaría su alcance.



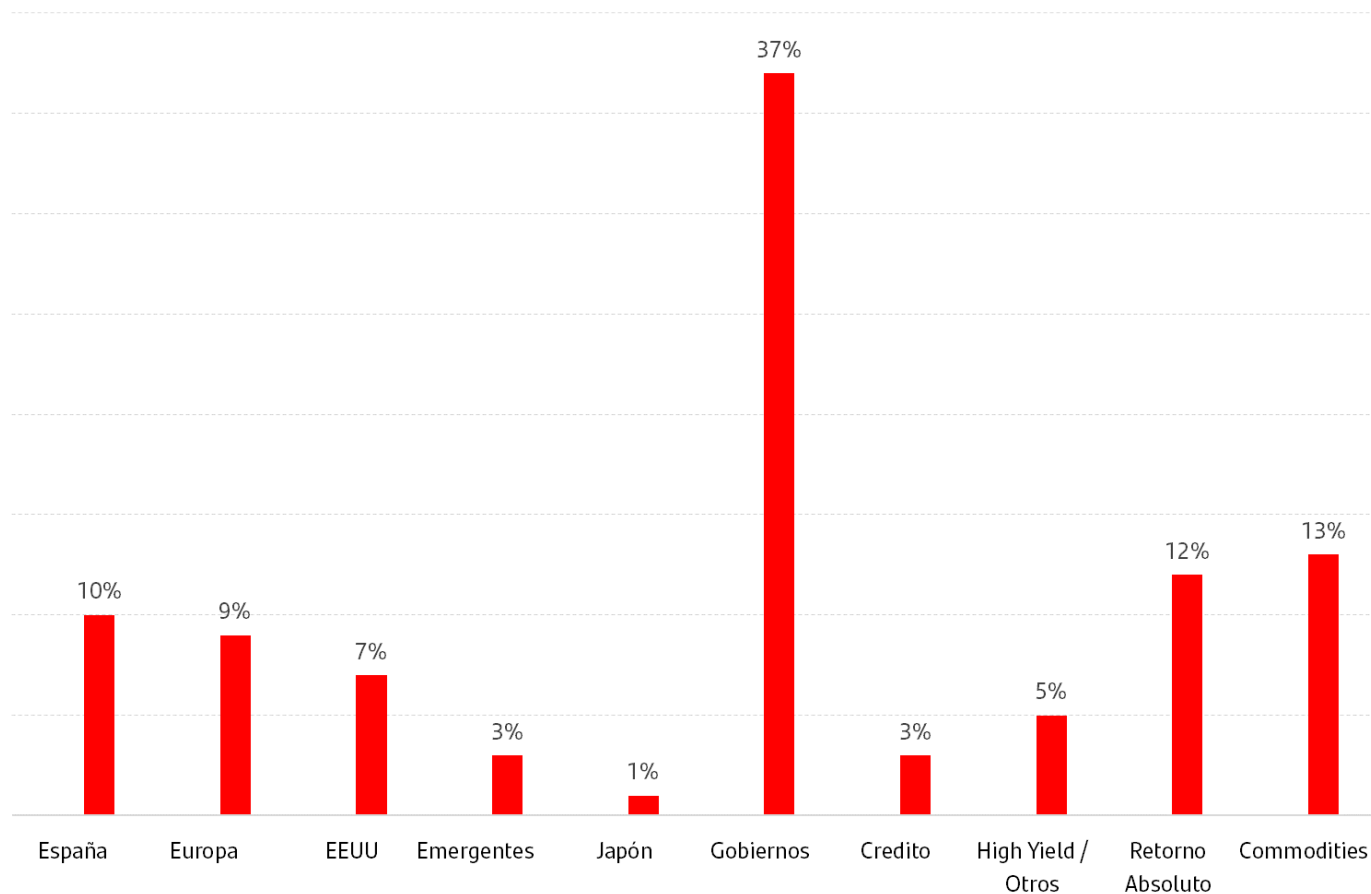
La vacunación masiva debilita la traslación de contagios a presión sanitaria derivando en menores restricciones a la movilidad y escaso daño al pulso cíclico (salvo excepciones).
Riesgo de nuevas cepas que maten la ganancia de pulso de la actividad y reduzcan la eficacia para mantener la presión sanitaria controlada.



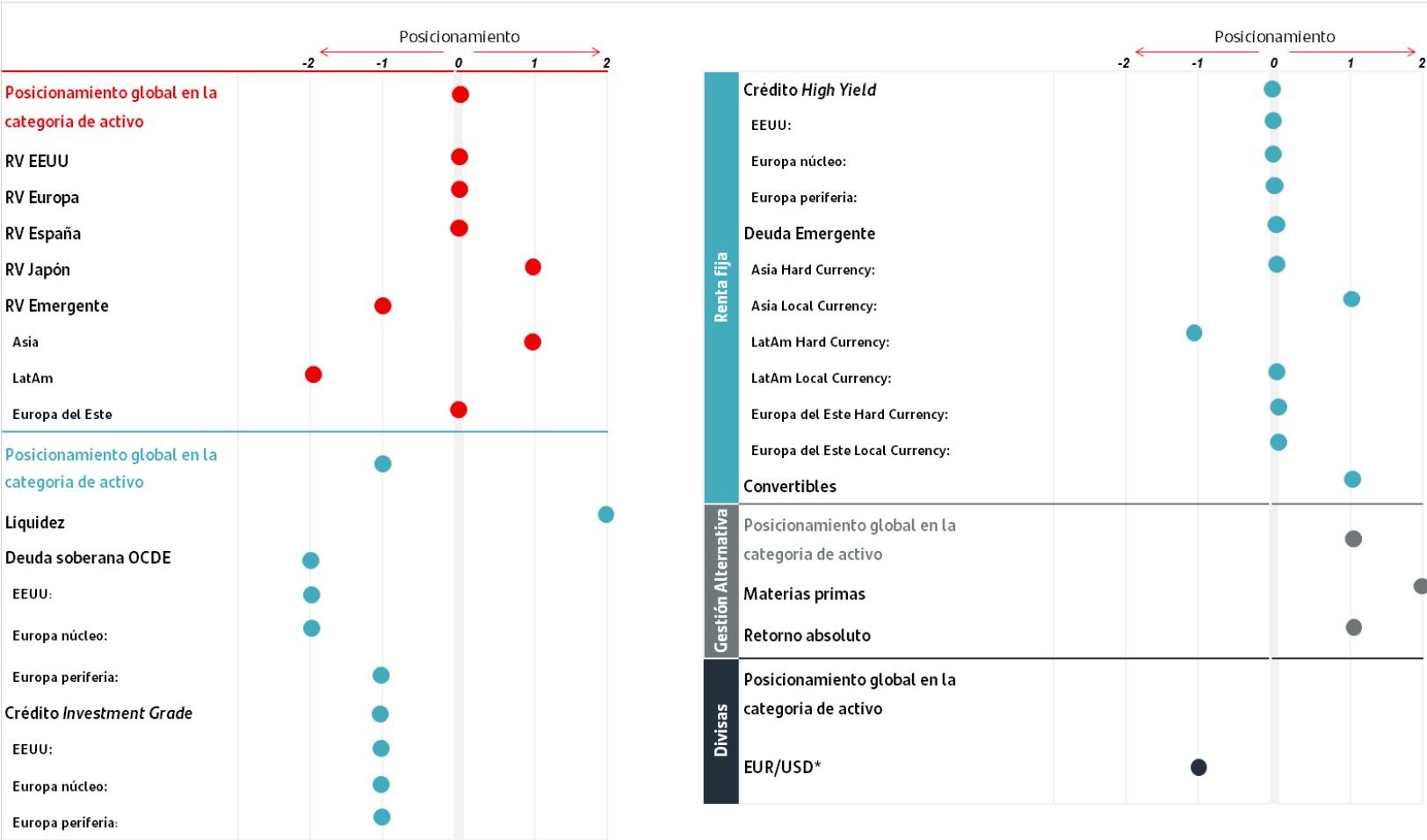
Los resultados empresariales del 3T21 están sorprendiendo al alza y mostrando, una vez más, una expansión de los márgenes.
Para ver un problema en los márgenes/beneficios empresariales necesitaríamos ver un fuerte incremento de los costes laborales.

Cartera modelo estratégica

Activos	Equilibrado	Bench
Renta Variable	30,00%	30,00%
Máximo	60%	
Mínimo	0%	
España	10,00%	10,00%
Europa	9,00%	9,00%
EEUU	7,00%	7,00%
Emergentes	3,00%	4,00%
Japón	1,00%	0,00%
Renta Fija	45,00%	50,00%
Máximo	3,00	
Mínimo	1,00	
Gobiernos	37,00%	40,00%
Credito	3,00%	5,00%
High Yield / Otros	5,00%	5,00%
G. Alternativa	25,00%	20,00%
Retorno Absoluto	12,00%	
Commodities	13,00%	
Riesgo Divisa	Equilibrado	
Dólar EEUU	100,00%	0,00%



Posicionamiento recomendado



*Apostamos por depreciación del EUR / apreciación USD



Your global private banking platform

Thank you.