

Perspectivas 2022

santaluciaam.es |    

santalucía
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.

Índice de contenidos

01 Evolución y visión de los mercados

2021 en perspectiva

- Renta Fija: 2021, mercado bajista, con la excepción de HY y subordinados 5
- Renta Variable: 2021, muy buen año, con la excepción de China y Mercados Emergentes 5

2022. La visión de Santalucia AM

- House View 6
- ¿Cuáles son los riesgos para los mercados financieros en 2022? 7

Visión Macro

- La recuperación global continúa su curso 8
- El crecimiento ha recuperado los niveles pre-covid 9
- La variante Ómicron reduce la movilidad en las economías desarrolladas 9

COVID

- COVID: Evolución de casos 10
- COVID: Evolución de muertes 11
- Ómicron: más transmisible pero menos severa 12
- Ómicron: Aporta incertidumbre y volatilidad 12
- Ómicron: menores hospitalizaciones 13
- Ómicron: menores UCI 14

Inflación

• Mercados laborales tensionados	15
• Mercado laboral EE.UU	16
• Incremento de las tasas de ahorro	17
• Efecto riqueza	17
• Disrupciones en la cadena de producción	18
• Cuellos de botella y rupturas de stocks	19
• Precios energéticos disparados	21
• Gas: inventarios en mínimos	22
• Almacenamiento de energía. Efecto acopio	23
• Inflación. Punto de inflexión de las tendencias	24
• Inflación global	24
• Inflación EE.UU	26
• Inflación. Punto de inflexión de las tendencia alcista	27

02 Políticas monetarias

• Cambio de discurso de la Fed	29
• Fed. Reelección de Powell	29
• ECB. Fin del PEPP en marzo	30
• Normalización 2022. De Quantitative Easing a Quantitative Tightening	31
• Liquidez y mercados financieros	32

03 Posicionamiento de las carteras frente a la inflación

• Posicionamiento de las carteras	34
• Posicionamiento en Renta Variable	35
• Posicionamiento en Renta Fija	42

01

**Evolución
y visión de
mercados**



1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Renta Fija: 2021, mercado bajista, con la excepción de HY y subordinados

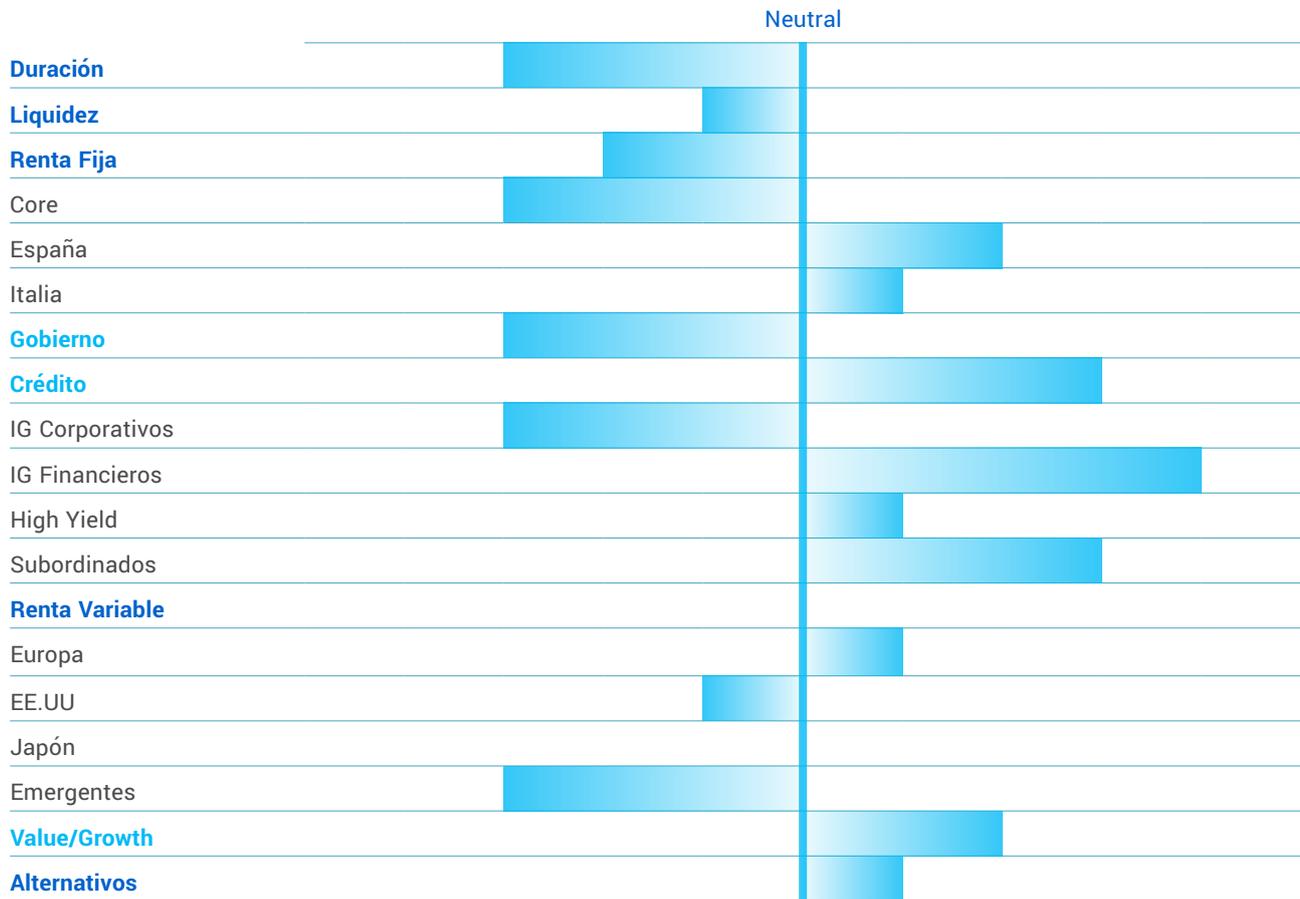
INDICES RENTA FIJA	%2021
RENDA FIJA GLOBAL AGREGADA	-2,23%
RENDA FIJA GLOBAL CREDITO	-1,84%
RENDA FIJA GLOBAL ALTO RENDIMIENTO	1,54%
RENDA FIJA EEUU AGREGADA	-1,54%
RENDA FIJA EEUU GRADO DE INVERSION	-1,04%
RENDA FIJA EEUU ALTO RENDIMIENTO	5,28%
RENDA FIJA EUROPA AGREGADA	-2,85%
RENDA FIJA EUROPA GRADO DE INVERSION	-1,08%
RENDA FIJA EUROPA BONOS VERDES	-1,55%
RENDA FIJA EUROPA ALTO RENDIMIENTO	3,18%
RENDA FIJA EMERGENTE AGREGADA	-2,82%

Renta Variable: 2021, muy buen año, con la excepción de China y Mercados Emergentes

INDICES RENTA VARIABLE	%2021
RENDA VARIABLE MUNDIAL	19,02%
RENDA VARIABLE MUNDIAL ESTILO VALOR	20,41%
RENDA VARIABLE MUNDIAL ESTILO CRECIMIENTO	17,28%
RENDA VARIABLE EEUU	28,71%
DOW JONES INDUSTRIAL	20,95%
NASDAQ 100	27,51%
RUSSELL 2000	14,78%
RENDA VARIABLE ZONA EURO	23,34%
RENDA VARIABLE EUROPA	24,91%
FTSE 100	18,44%
DAX 30	15,79%
RENDA VARIABLE ESPAÑA	10,78%
RENDA VARIABLE JAPON	12,05%
NIKKEI 225	6,66%
RENDA VARIABLE EMERGENTE	-2,54%
MSCI ASIA PACIFIC EX JAPAN	-2,90%
RENDA VARIABLE CHINA	-23,22%
RENDA VARIABLE INDIA	26,23%
RENDA VARIABLE LATINOAMERICA	-8,09%
RENDA VARIABLE MERCADOS FRONTERA	19,73%

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

House View

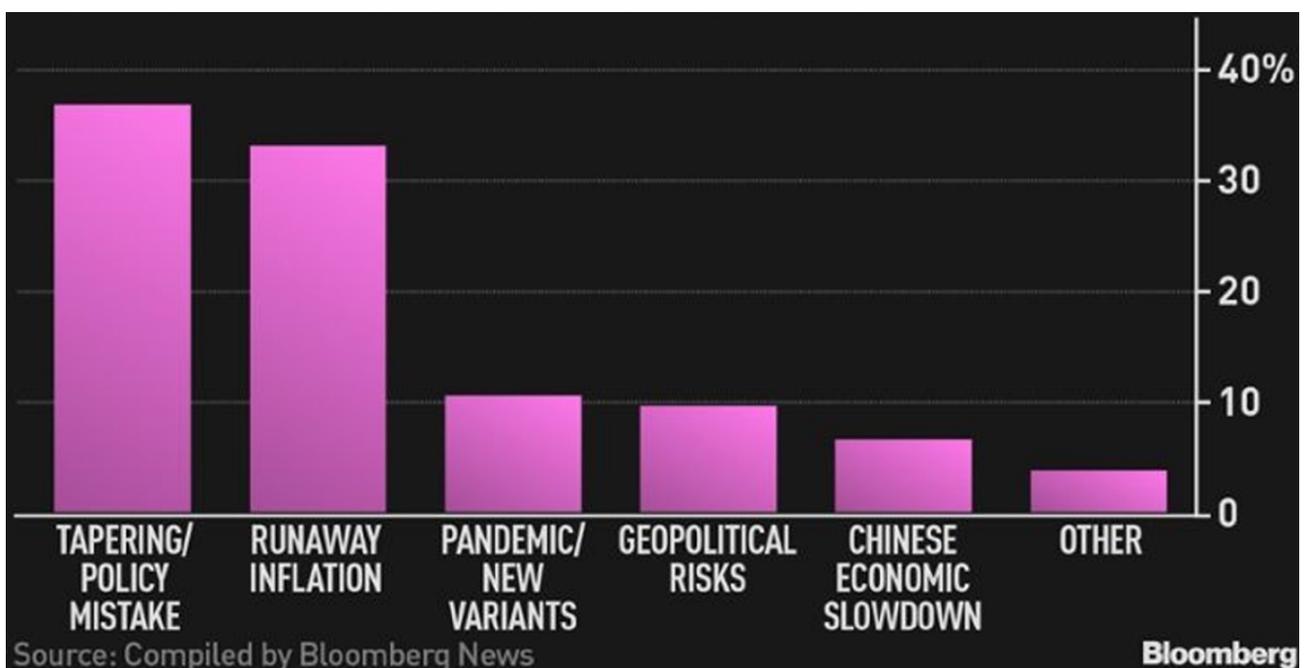


1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

¿Cuáles son los riesgos para los mercados financieros en 2022?

- Principalmente los relacionados con políticas monetarias e inflación
- La pandemia y riesgos geopolíticos, preocupan en menor medida
- Nos preocupa más lo que esta menos descontado: una desaceleración del PIB chino

Principales riesgos para la Renta Variable en 2022



1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Visión Macro: la recuperación global continúa su curso

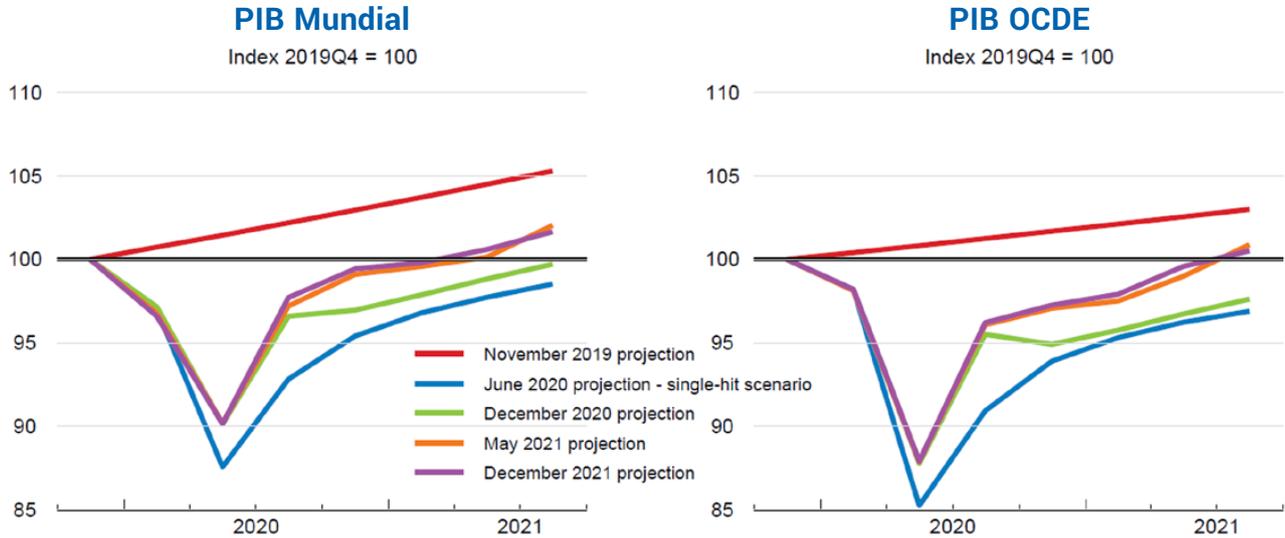
- Robusto crecimiento global en 2021: en el entorno del 5,6%
- Crecimiento sano esperado para 2022: en el entorno del 4,5%
- Las políticas fiscales continuarán siendo expansivas en 2022, especialmente en Europa
- Las tasas de desempleo se seguirán reduciendo en 2022
- Las inflaciones se encuentran en niveles máximos al cierre de 2021
- Las presiones inflacionistas no son sólo temporales, tardarán varios trimestres en relajarse durante 2022
- Las políticas monetarias, tendrán que ir normalizando, con la Reserva Federal liderando el movimiento
- Las nuevas variantes del Covid como Ómicron aportarán incertidumbre, pero no pensamos que puedan descarrilar el crecimiento global en 2022.

	Average 2013-2019	2020	2021	2022	2023	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q4	
		Per cent							
Real GDP growth¹									
World ²	3.3	-3.4	5.6	4.5	3.2	3.8	3.9	3.2	
G20 ²	3.5	-3.1	5.9	4.7	3.3	4.1	3.8	3.3	
OECD ²	2.2	-4.7	5.3	3.9	2.5	4.4	3.3	2.2	
United States	2.4	-3.4	5.6	3.7	2.4	5.1	3.0	2.3	
Euro area	1.9	-6.5	5.2	4.3	2.5	4.9	3.3	2.1	
Japan	0.8	-4.6	1.8	3.4	1.1	0.0	3.1	0.9	
Non-OECD ²	4.3	-2.2	5.8	4.9	3.8	3.2	4.3	4.0	
China	6.8	2.3	8.1	5.1	5.1	3.9	5.5	5.0	
India ³	6.8	-7.3	9.4	8.1	5.5				
Brazil	-0.3	-4.4	5.0	1.4	2.1				
Unemployment rate⁴	6.5	7.1	6.2	5.5	5.2	5.7	5.4	5.1	
Inflation¹⁻⁵	1.7	1.5	3.5	4.2	3.0	4.9	3.4	3.1	
Fiscal balance⁶	-3.2	-10.4	-8.4	-5.2	-3.7				
World real trade growth¹	3.4	-8.4	9.3	4.9	4.5	6.1	5.2	4.2	

Fuente: OCDE Economic Outlook diciembre 2021

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Macro: El crecimiento ha recuperado los niveles pre-COVID



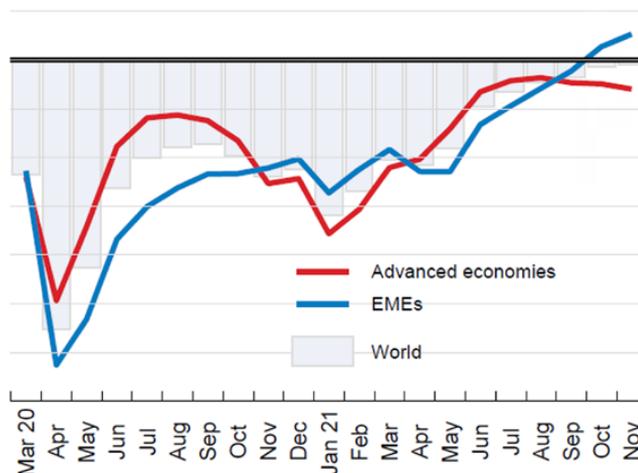
Fuente: OCDE Economic Outlook diciembre 2021

Visión Macro

El incremento de contagios y la variante Ómicron han provocado soft lockdowns en Europa, frenando la movilidad en las economías desarrolladas en el final de año.

Índice de movilidad Google (actividades de ocio)

% change from visits in period Jan 3 - Feb 6 2020



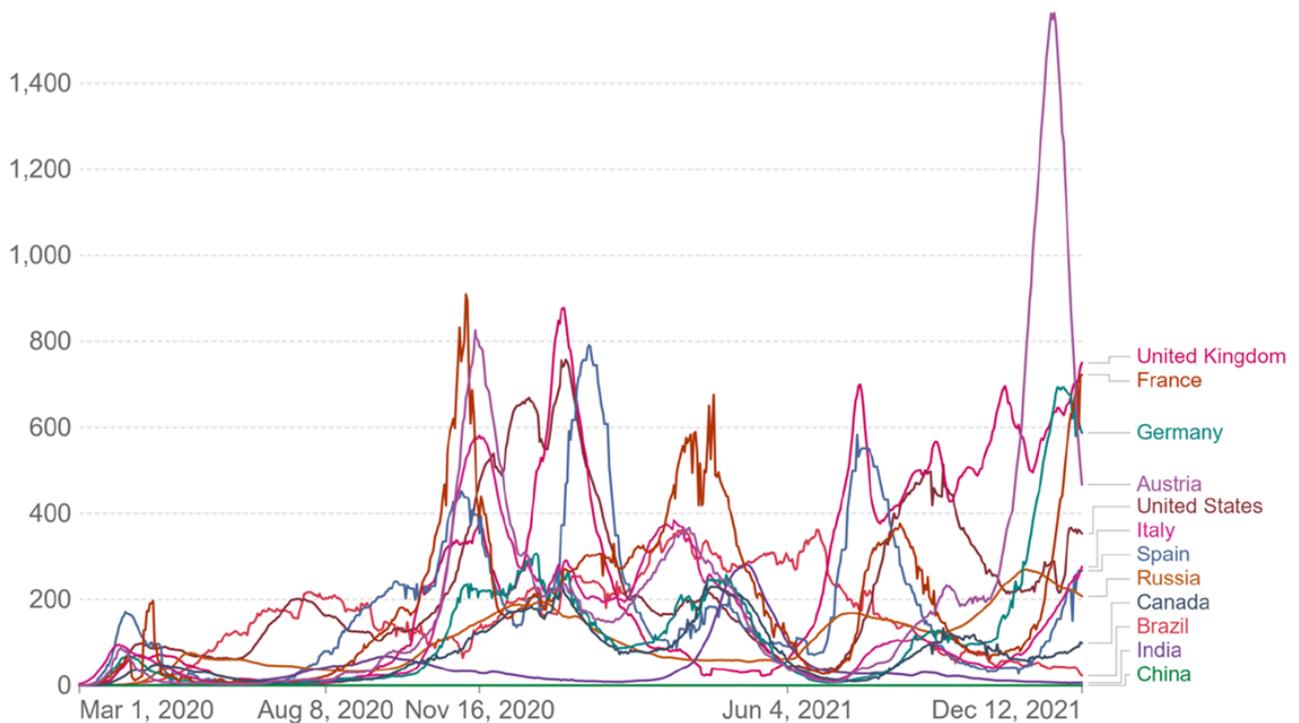
Fuente: Google Community Mobility Reports

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

COVID: Evolución de casos

El reciente repunte de casos en Austria, en máximos, y en Alemania, UK y Francia, similares a los máximos en olas anteriores, está provocando restricciones a la movilidad selectivas en Europa.

Casos diarios confirmados de Covid-19 por millón de personas

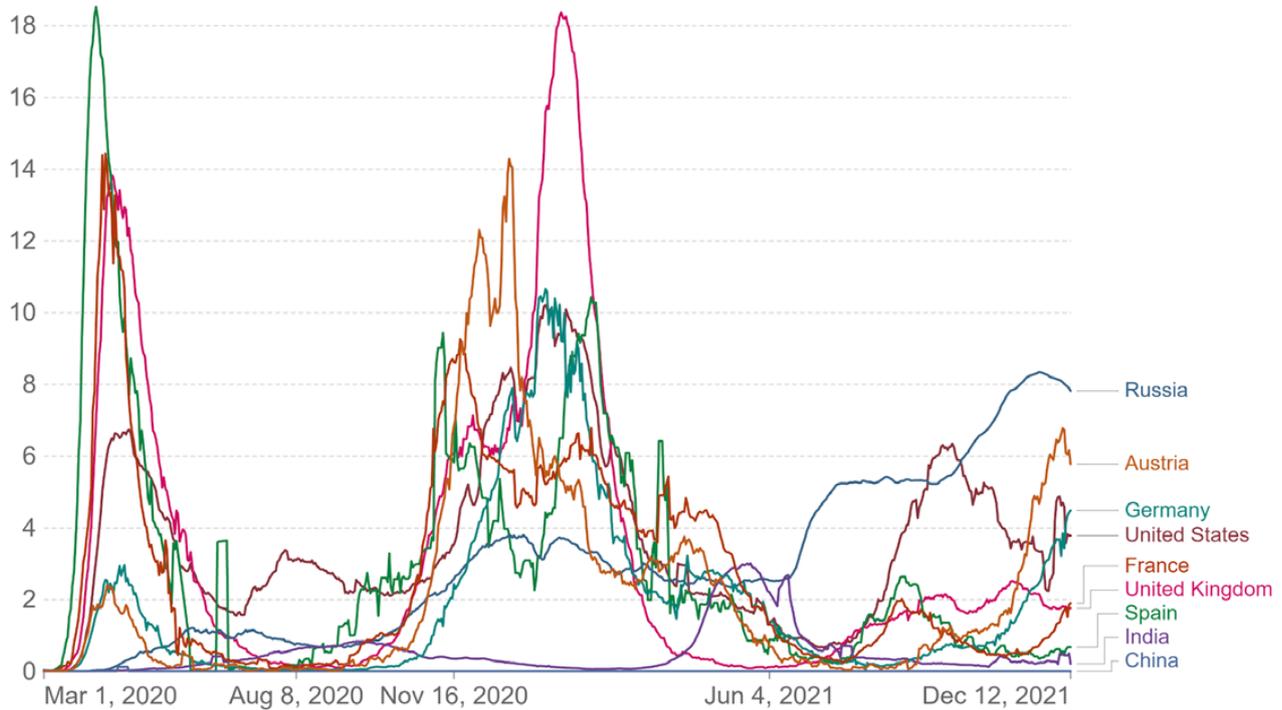


1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

COVID: Evolución de muertes

Como consecuencia de las vacunaciones masivas, con la excepción de Rusia, con tan sólo un 48% de la población vacunada, la incidencia mortal del Covid en las olas recientes esta siendo menor que en olas precedentes.

Muertes diarias confirmadas de Covid-19 por millón de personas



Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

CC BY

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

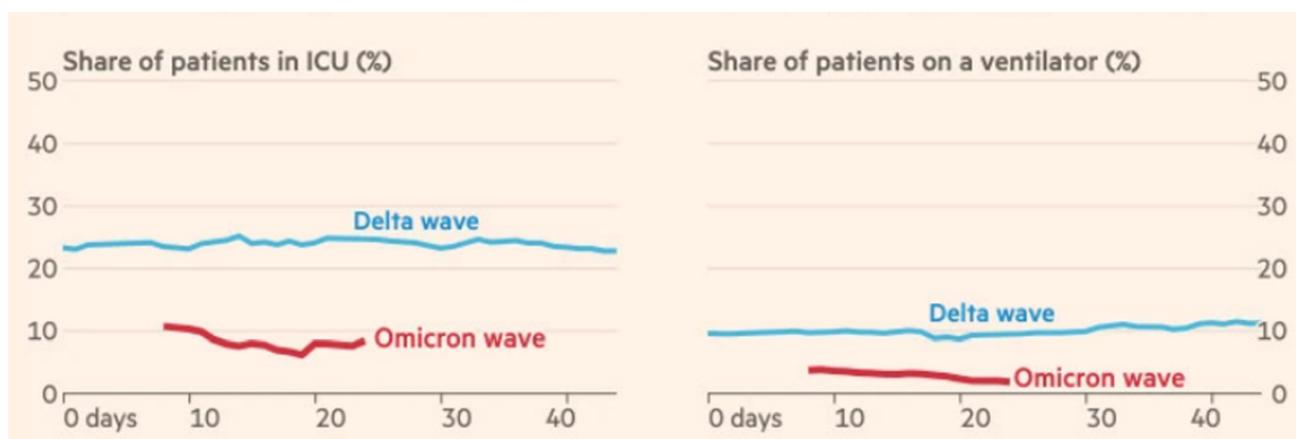
Ómicron: más transmisible pero menos severa

- Ómicron tiene una severidad un 29% inferior a anteriores variantes
- La efectividad de las vacunas contra la infección se reduce hasta un 30%
- Sin embargo, las vacunas de Pfizer con doble dosis ofrecen un 70% de efectividad en reducción riesgo de hospitalización y muerte
- La inmunización de los infectados se reduce con el paso del tiempo, generando mayores reinfecciones
- Los niños tienen menor tasa de positividad que los adultos
- En Sudáfrica sólo el 26% estaba vacunado, frente al 72% en la Unión Europea
- La píldora de Pfizer es efectiva reduciendo hospitalizaciones un 89%, incluido Ómicron
- **Conclusión:** Ómicron es más transmisible que otras cepas anteriores, pero menos severa, especialmente para los vacunados con pauta completa

Ómicron: Aporta incertidumbre y volatilidad

- La mayor transmisibilidad de Ómicron y la reacción de los gobiernos tras su anuncio ha provocado incertidumbre y volatilidad en los mercados.
- Sin embargo, la menor severidad de esta variante, la previsible, aunque menor efectividad de las vacunas existentes, y el mayor número de vacunaciones que ha provocado, podrían ser factores positivos.

El porcentaje de enfermos de COVID que requirieron cuidados intensivos en Gauteng es mucho más bajo que con la variante Delta

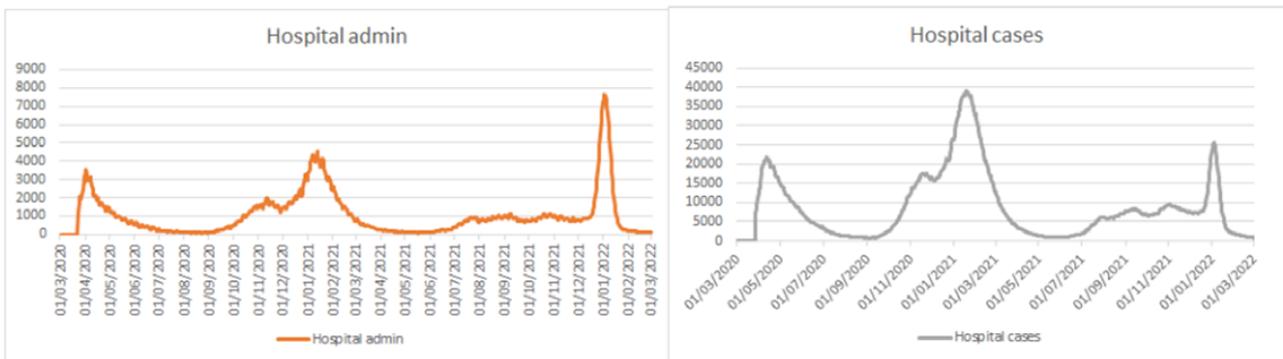


1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Ómicron: menores hospitalizaciones

La carga hospitalaria provocada por la variante Ómicron es menor que la de variantes predominantes anteriores.

Comparando la carga hospitalaria no ajustada de la oleada Ómicron con la anterior

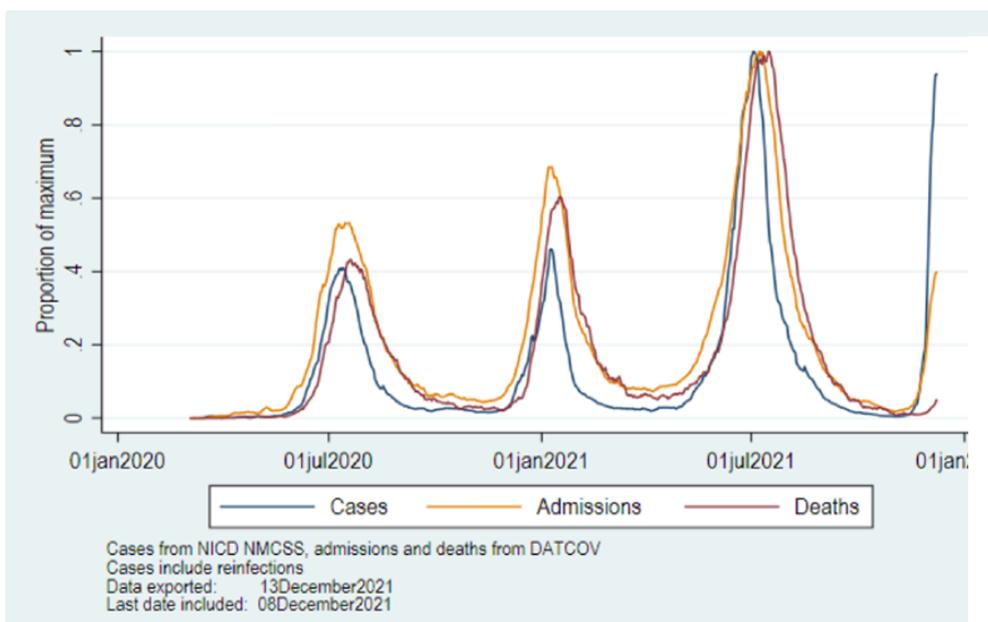


Source: Morgan Stanley Research

13

Los datos preliminares de la región de Gauteng, en Sudáfrica, nos permite estimar el impacto de Ómicron. Se observa que, aunque los contagios han crecido muy rápidamente, el impacto en muertes es muy reducido.

Casos (normalizados), admisiones y fallecimientos en Gauteng

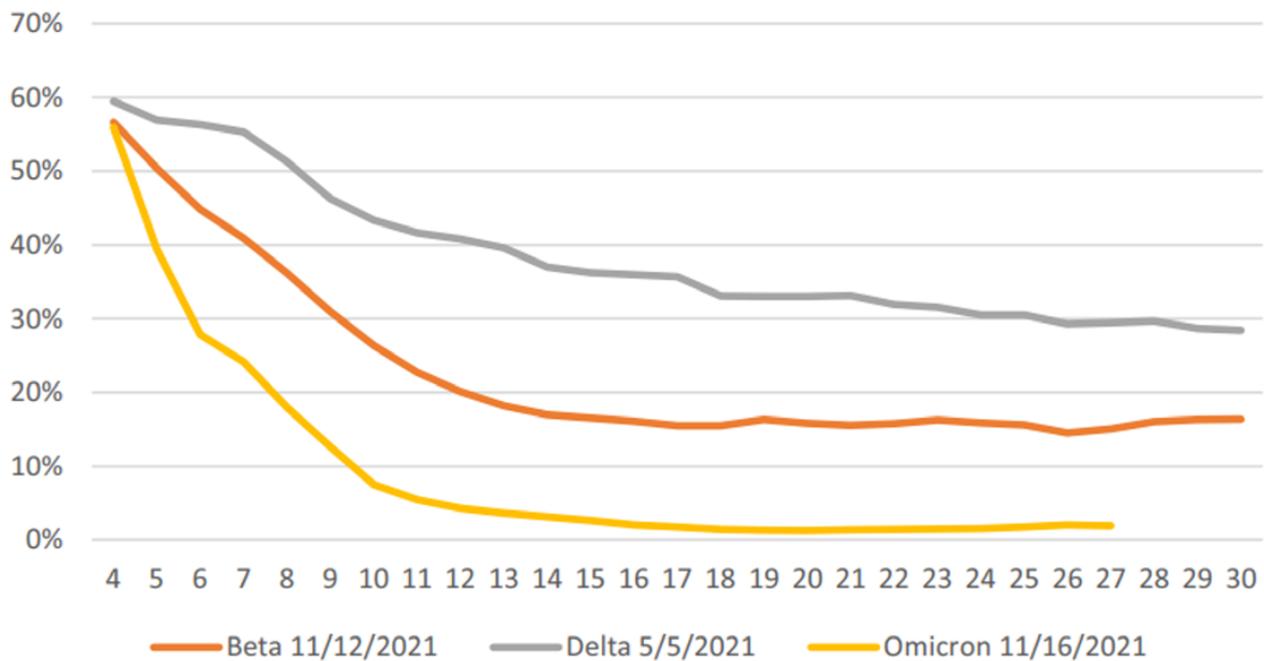


1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Ómicron: menores UCI

- La variante Ómicron está provocando un menor porcentaje de ingresos en UCI que las variantes predominantes anteriores.
- Parece confirmarse que su mayor transmisibilidad va asociada a menor severidad.

Pacientes de la provincia de Gauteng ingresados en la UCI como porcentaje de los casos diarios de COVID 19



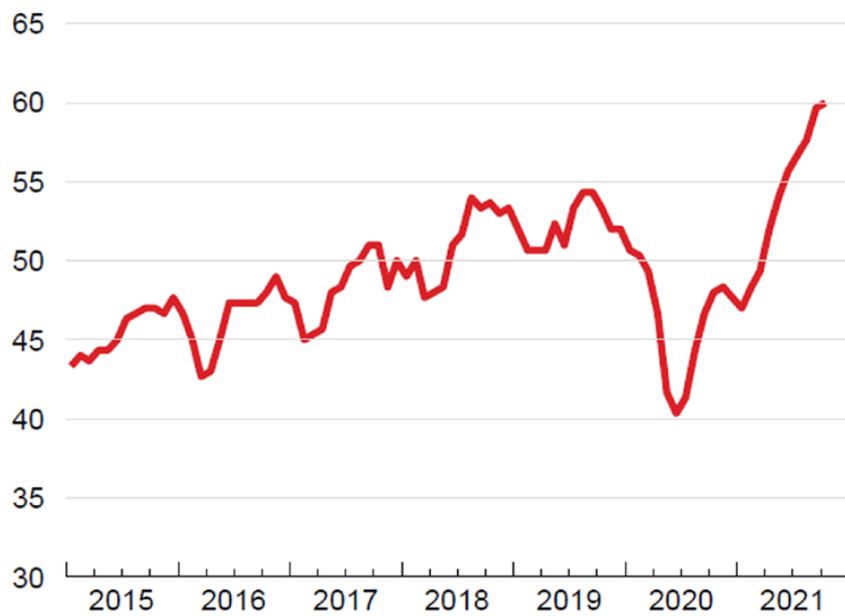
Fuente: <https://covid-19dashboard.news24.com/>

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Mercados laborales tensionados

- En USA y UK se están observando tensiones laborales ante la falta de candidatos para cubrir las vacantes disponibles, lo que podría alimentar incrementos salariales.

Ofertas de empleo en pequeñas empresas estadounidenses con pocos o ningún candidato cualificado (% de empresas)

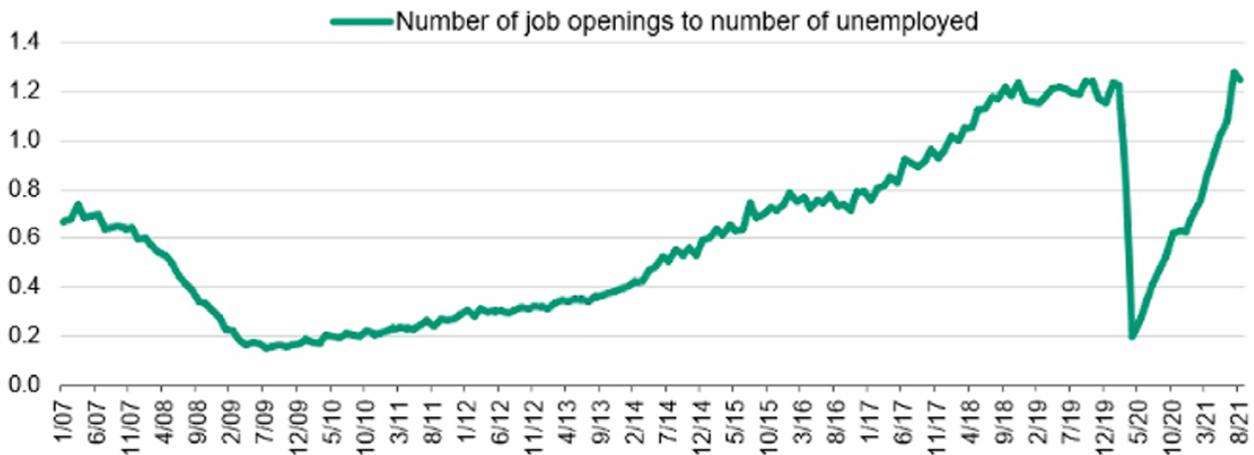


Fuente: National Federation of Small Business

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Mercado laboral EE.UU

La proporción de puestos de trabajo vacantes disminuyó muy ligeramente y se mantiene por encima de los máximos anteriores a la pandemia

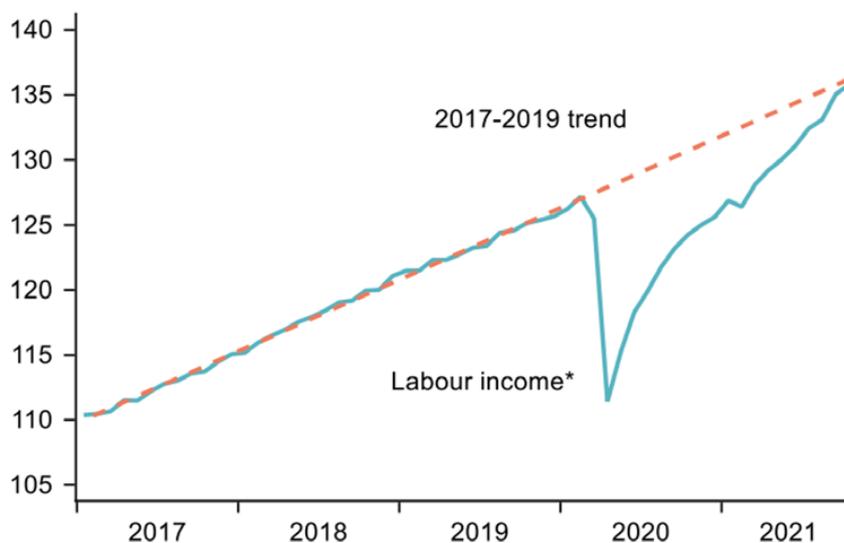


Sources: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS); The Conference Board; Moody's Investors Service

16

A finales de 2021 las rentas del trabajo en Estados Unidos han recuperado sus niveles anteriores al estallido del Covid.

Ingresos laborales privados de EE.UU. frente a la tendencia anterior a la crisis (en miles de millones de dólares)



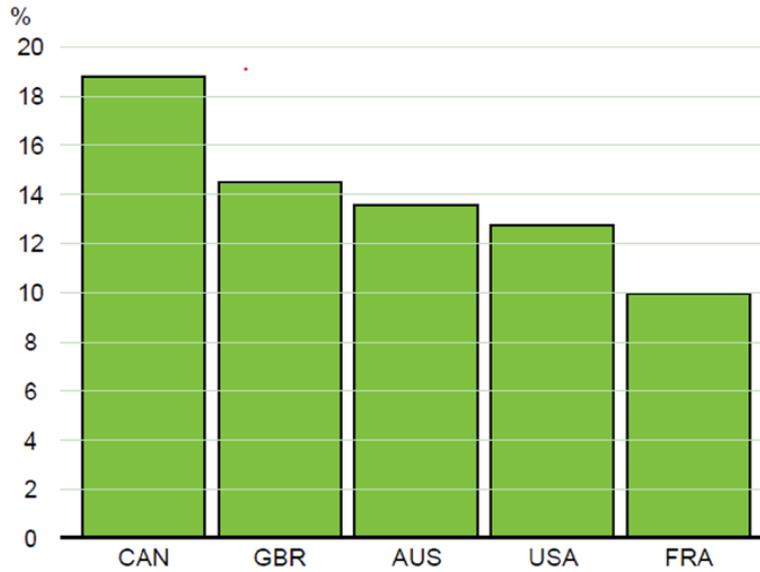
*Private labour income is measured as the product of total payrolls and average weekly earnings
Sources: BLS, Macrobond, BNP Paribas

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Incremento de las tasas de ahorro

El exceso de ahorro de los hogares tras al pandemia sigue siendo muy relevante en las principales economías desarrolladas.

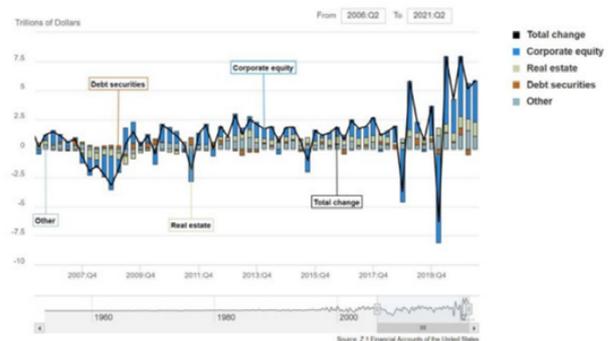
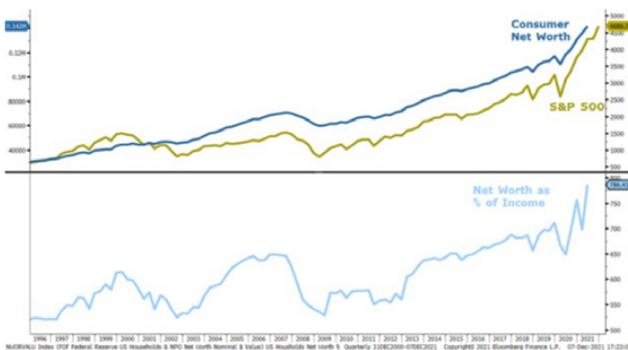
Exceso de ahorro de los hogares



17

Efecto riqueza

El efecto riqueza, ligado a la revalorización de los activos financieros, se encuentra en máximos históricos.

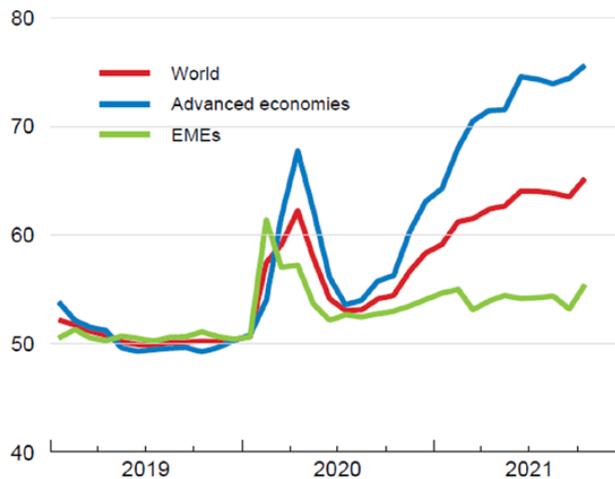


1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Disrupciones en la cadena de producción

Los retrasos de proveedores para la producción manufacturera se han multiplicado exponencialmente en las economías desarrolladas.

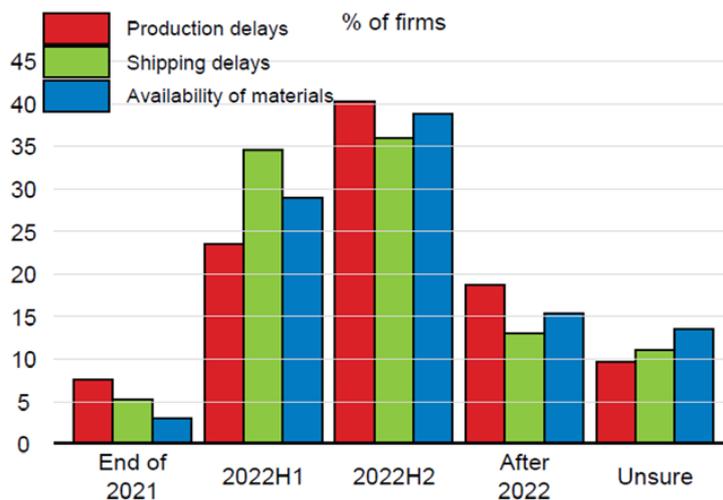
Plazos de entrega de los proveedores en la fabricación
Balance



Fuente: Markit

Hasta la segunda mitad de 2022 no se espera que se desatasquen los cuellos de botella actuales, por lo que no pensamos que sea un problema temporal.

Expectativas de las empresas estadounidenses sobre el fin de las interrupciones de la cadena de suministro



Fuente: Duke University, FRB Richmond and FRB Atlanta CFO Survey

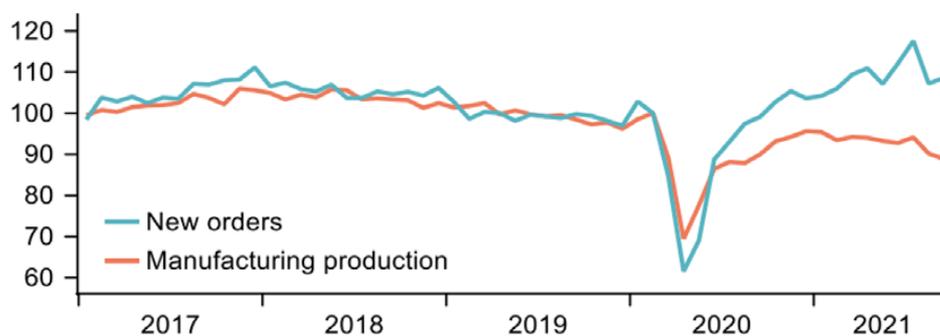
1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Cuellos de botella y rupturas de stocks

Los pedidos manufactureros en Alemania han crecido mucho más que la producción en 2021.

La oferta irá gradualmente satisfaciendo la demanda a lo largo de 2022, aunque pensamos que será un proceso lento que seguirá provocando tensiones de precios.

Los nuevos pedidos del sector manufacturero alemán superan a la producción (Feb 2020=100)



Sources: German Federal Statistical Office, Macrobond, BNP Paribas

Los retrasos en los plazos de entrega de proveedores han crecido exponencialmente en 2021.

Pensamos que en 2022 se irán relajando, pero lentamente por lo que continuarán distorsionando los procesos productivos y ejerciendo presión alcista en precios de importación.

Plazos de entrega de los proveedores del PMI (índice, invertido)



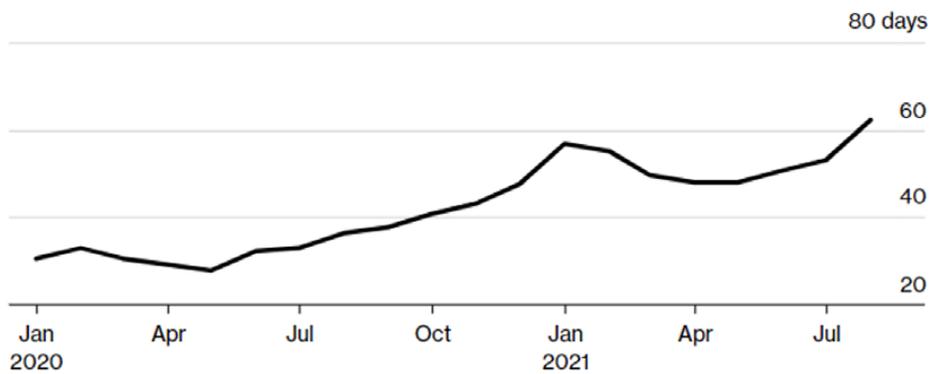
Sources: IHS Markit, Macrobond, BNP Paribas

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Cuellos de botella y rupturas de stocks

El tiempo de entrega del transporte marítimo de China a Los Angeles se ha duplicado por el colapso de sus dos puertos.

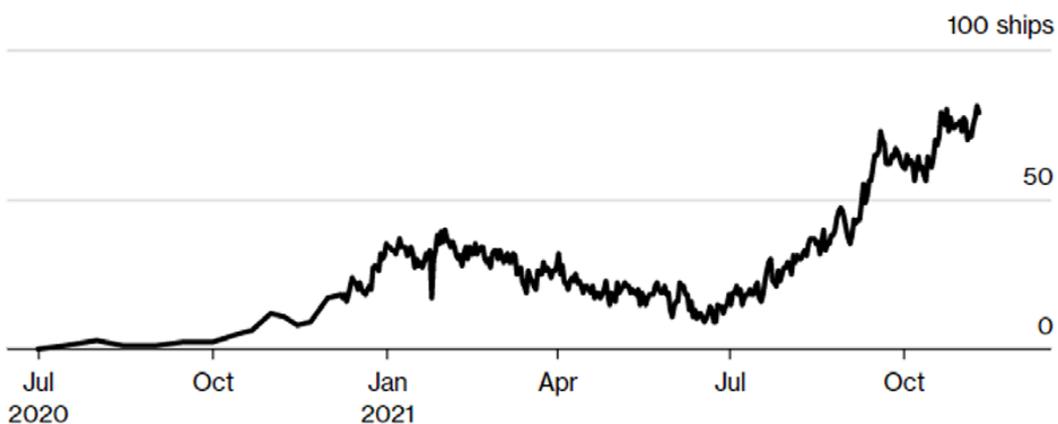
El transporte marítimo transpacífico sufre retrasos



Source: Flexport

El número de barcos esperando a entrar a los puertos de Los Angeles ha crecido exponencialmente.

Un respaldo en espera de ataque

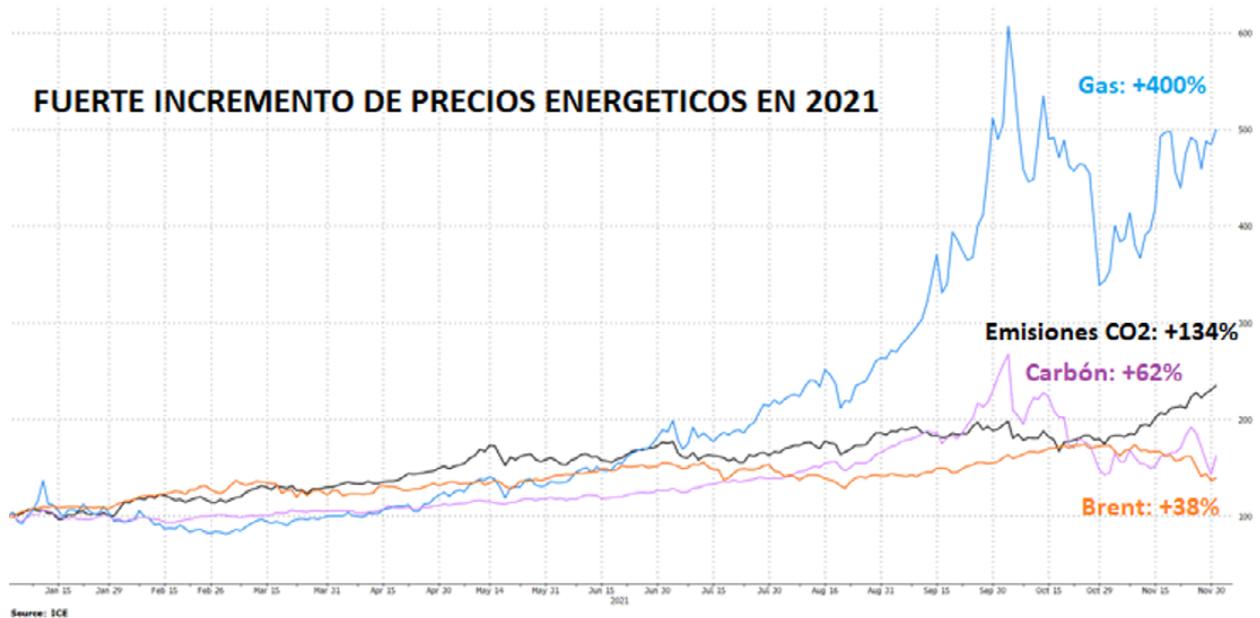


Source: Marine Exchange of Southern California & Vessel Traffic Service L.A./Long Beach

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Precios energéticos disparados

El fuerte incremento del precio de materias primas energéticas en 2021 es muy inflacionista, expandiendo sus impactos a un amplio número de sectores y actividades.

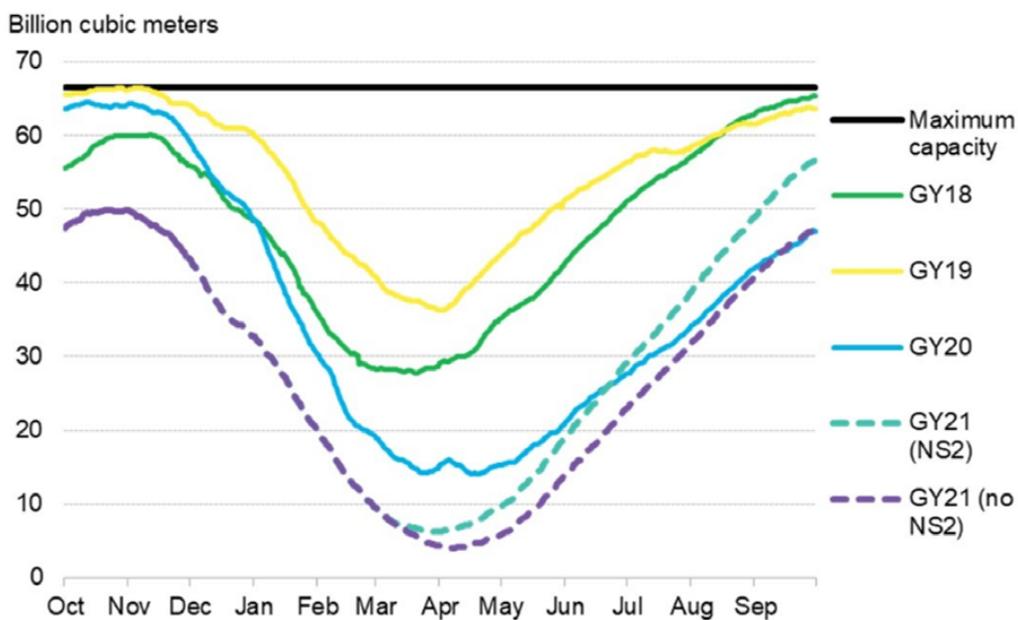


Fuente: Bloomberg, elaboración propia

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Gas: inventarios en mínimos

- El mercado de gas sigue tenso, ya que el suministro de Rusia a Europa se ha reducido sustancialmente en los últimos años, por lo que los inventarios están en mínimos.
- La discrepancia por el control del nuevo gasoducto por el mar báltico a Alemania (Nordstream 2, ND2) ha retrasado su aprobación, lo que sigue tensionando la oferta de gas a Europa, especialmente si hay un invierno frío.



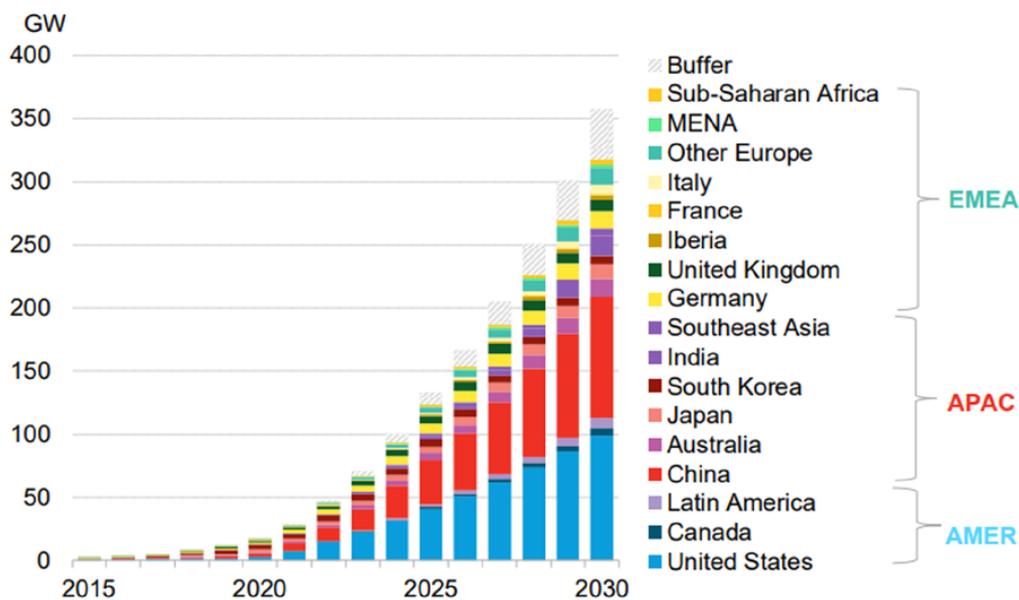
Fuente: BloombergNEF

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Almacenamiento de energía. Efecto acopio

- La incertidumbre respecto a la ruptura de suministros llevará al almacenamiento global de energía a crecer a ritmos históricos.
- Liderado por Estados Unidos y China, el almacenamiento se multiplicará por 20 veces en 2030.

Instalaciones de almacenamiento de energía acumuladas en todo el mundo



1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Inflación. Punto de inflexión de las tendencias

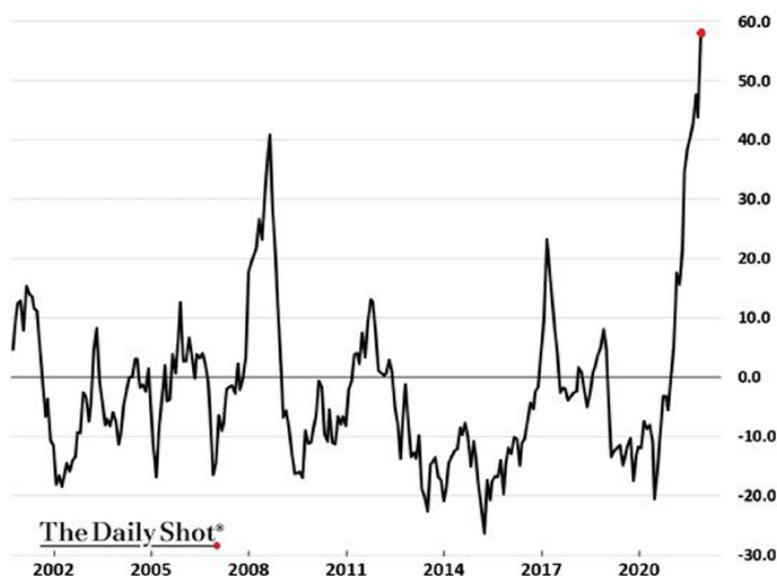
Después de cuatro décadas con tendencia bajista en inflación global y tipos de interés, la dirección parece haber cambiado de rumbo, con tasas de inflación máximas de varias décadas. Los motivos de este cambio de tendencia son los siguientes:

- Reorientación del modelo de crecimiento chino, migrando el foco de la producción al consumo interno.
- La crisis del Covid ha puesto de manifiesto la excesiva dependencia de China como fabricante del mundo. La relocalización en Europa o USA es inflacionista.
- La transición energética, que no ha hecho más que comenzar, tiene como consecuencia visibles consecuencias inflacionistas.
- Las presiones en las cadenas de suministro, con comienzo en 2021.
- La mayor presión negociadora de salarios en mercados laborales más tensionados como USA y UK.
- La expansión fiscal sin precedentes es inflacionista

Inflación global

El índice Citi de sorpresas globales de inflación marcó un nuevo máximo en noviembre.

Índice de sorpresa de la inflación mundial de Citi



Source: Citi

1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

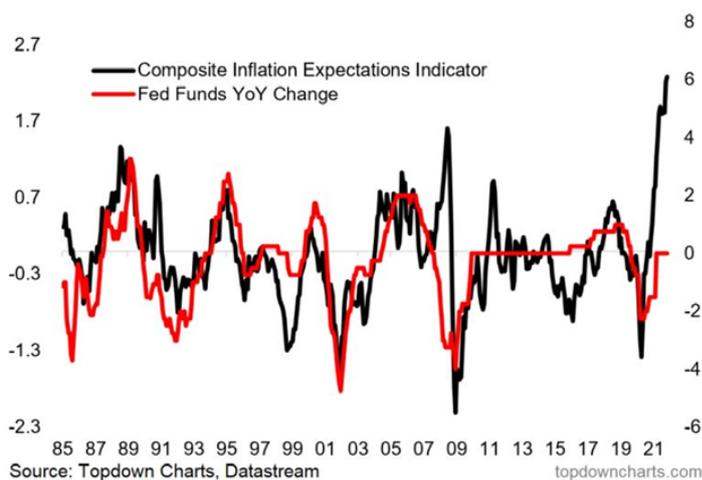
Inflación global

- La inflación USA publicó en noviembre su mayor registro desde hace 40 años, con la subyacente acercándose al 5%.
- En la Eurozona, el 4,9% supera con creces el nivel más alto desde la creación del Euro.
- Ante estos datos y el riesgo de que filtren en las expectativas de inflación de los agentes económicos, los bancos centrales no pueden seguir con discursos complacientes y han de normalizar sus políticas monetarias.



- Incluso la Reserva Federal está reaccionando tarde a las expectativas de inflación.
- No es sorprendente que Powell retire la palabra temporal para definir la inflación y anuncie tapering que le permita subir tipos en 2022.

Expectativas de inflación VS Tipo depósito FED



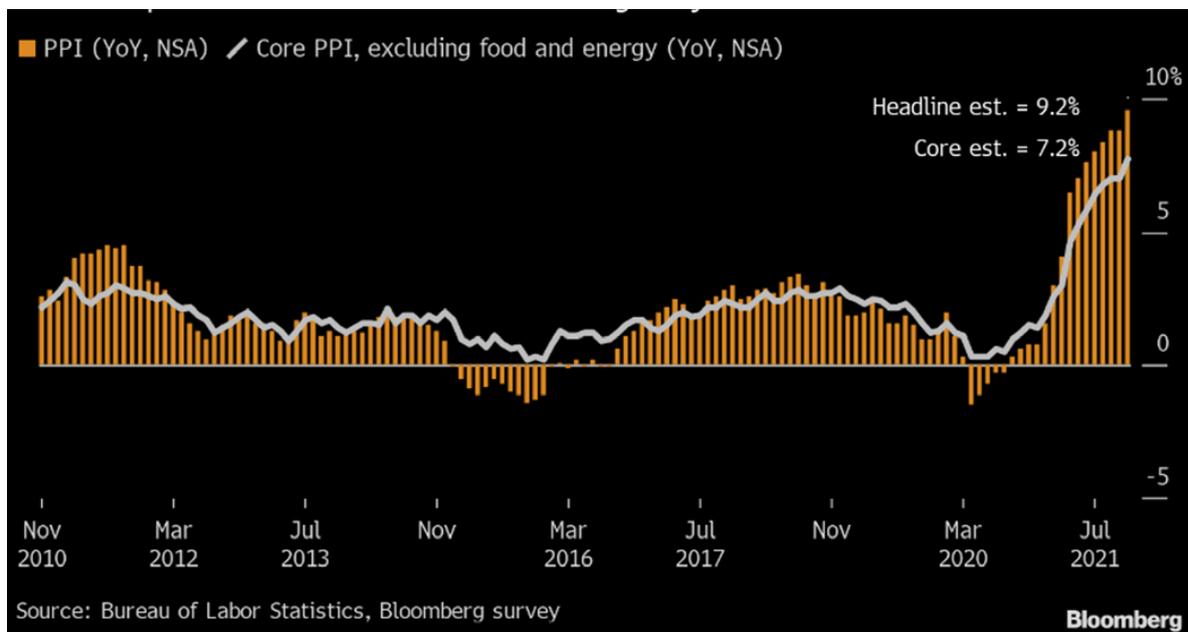
1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

Inflación EE.UU

- Los precios a la producción en USA superan el 9% interanual en noviembre.
- Queda pendiente por filtrar este incremento de precios industriales a precios finales, que pensamos se irá produciendo gradualmente a lo largo de 2022, contrarrestando la disminución de precios por el efecto base.

Las presiones de los costes se sobrecalientan

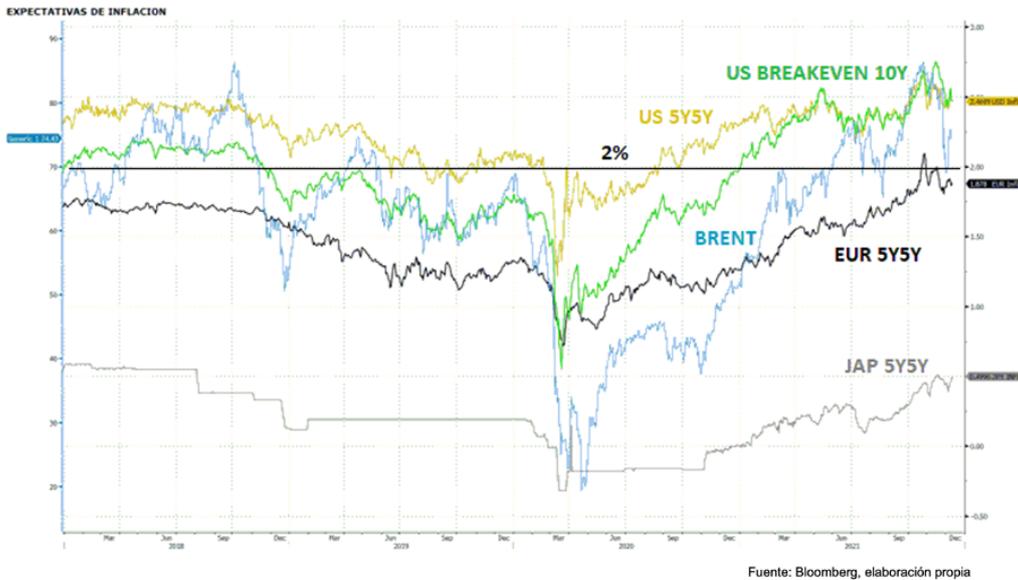
Los precios de producción, en términos anuales, alcanzaron récords en noviembre



1. EVOLUCIÓN Y VISIÓN DE LOS MERCADOS

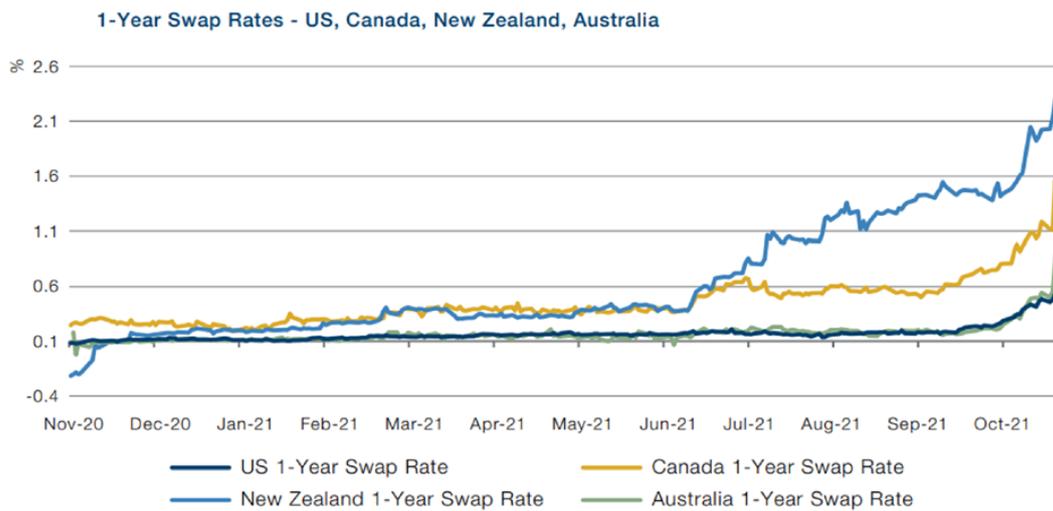
Las expectativas de inflación siguen su tendencia alcista

Las expectativas de inflación en USA, después de la escalada de este año, han estabilizado en el 2,5%. En la Eurozona se acercan al 2%.



27

Nueva Zelanda, Canadá y Australia son las economías que lideran el cambio de ciclo de políticas monetarias.



Source: Bloomberg; as of 28 October 2021.

02

Políticas monetarias



2. POLÍTICAS MONETARIAS

Cambio de discurso de la Fed

- Una vez que Jerome Powell ha sido renovado su cargo en noviembre como presidente de la Reserva Federal, ha adoptado un discurso más realista, admitiendo que la inflación no es un fenómeno temporal y abogando por acelerar el tapering para tener vía libre para subidas de tipos de interés en la primera mitad de 2022:

"The risk of higher inflation has increased"

"The economy is very strong and inflationary pressures are high, and it is appropriate to wrapping up tapering a few months sooner"

"Is is time to stop describing inflation as transitory"

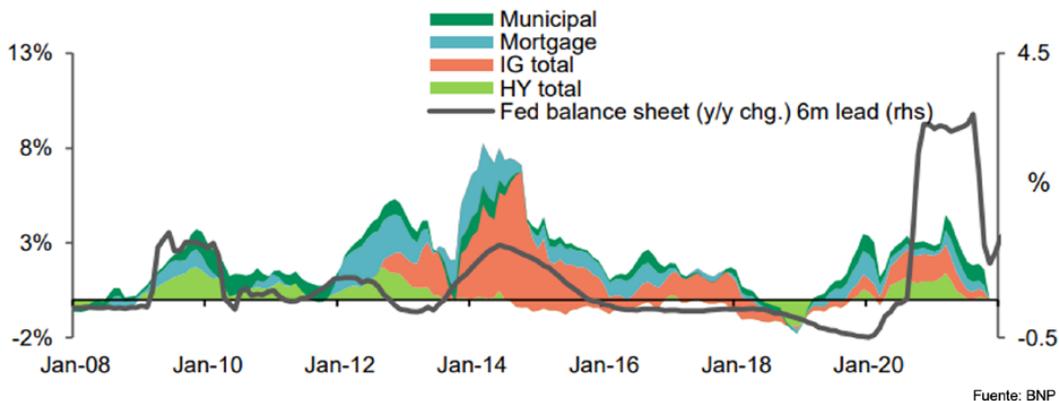
- Por el contrario, el BCE sigue con falta de sincronía y cohesión en la comunicación del guidance de su política monetaria.

Fed. Reelección de Powell

La renovación por cuatro años de Jerome Powell como presidente de la Reserva Federal mantiene la consistencia de su política monetaria, que ya ha comenzado a reducir el tamaño de su balance (Tapering) en noviembre para tratar de controlar los mayores niveles de inflación USA en tres décadas.

Esperamos que finalice el Tapering en Junio 2022, para, a continuación comenzar con subidas de tipos de interés en la segunda mitad de 2022, por lo que mantenemos coberturas a través de futuros de bonos americanos en el 5 y 10 años.

Evolución balance reserva federal VS flujos entrada activos financieros



2. POLÍTICAS MONETARIAS

ECB. Fin del PEPP en marzo

En marzo 22 finalizará el programa de compras de activos creado con la emergencia sanitaria del COVID (PEPP).

Aunque quedaría por definir el importe que se reciclaría posteriormente en el programa permanente de compra de activos (APP), el impacto en mercados es significativo al reducirse sustancialmente el soporte a bonos elegibles, especialmente los gobiernos, que perderán un apoyo fundamental del que han disfrutado durante los últimos años .

Ritmo de compra de bonos

El BCE ve cómo se suaviza el efecto del acantilado cuando el programa de emergencia termina en marzo

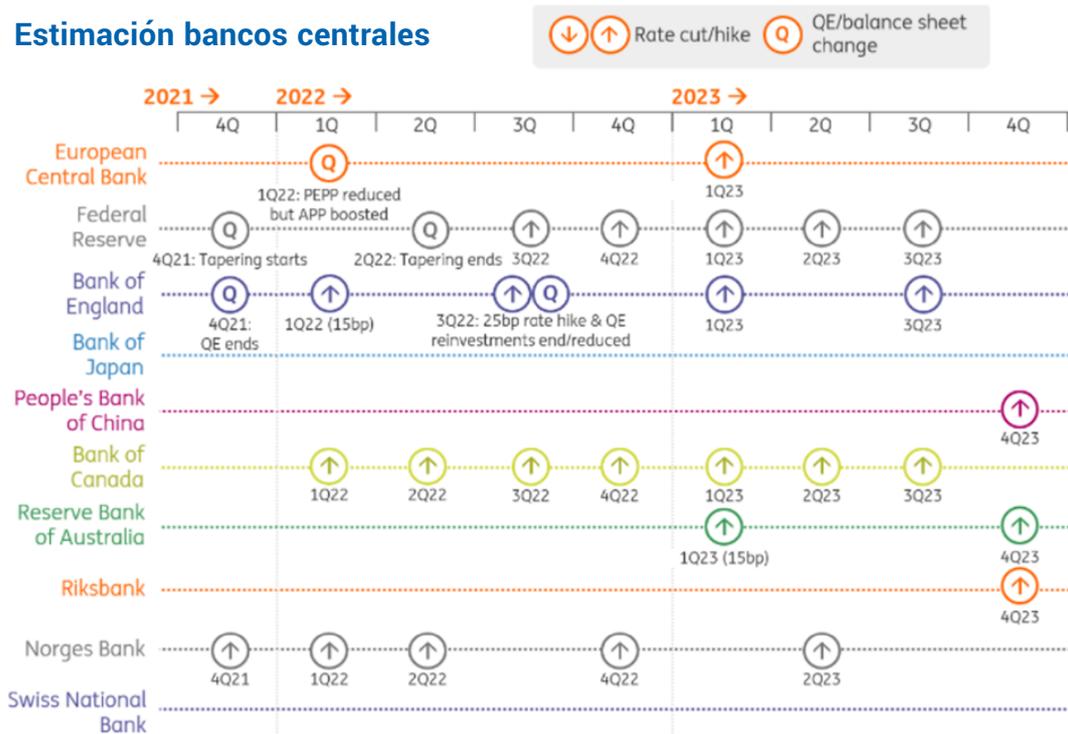


2. POLÍTICAS MONETARIAS

Normalización en 2022. De *Quantitative Easing* a *Quantitative Tightening*

En 2022 los principales bancos centrales implementarán políticas monetarias menos expansivas. Aquellos bancos centrales que más rezagados, como el ECB, que retrasen el endurecimiento de sus políticas monetarias, importarán inflación vía depreciación de sus divisas, incrementando la presión para normalizar.

Estimación bancos centrales



2. POLÍTICAS MONETARIAS

Liquidez y mercados financieros

- Las fuertes inyecciones de liquidez llevadas a cabo por parte de los bancos centrales en los últimos años ha servido de soporte a los mercados.
- Una normalización de las políticas monetarias podría retirar ese estímulo.



Fuente: Bloomberg, Holger Zschaepitz

- La liquidez global, medida por la M2, alcanzará su máximo en marzo 2022.
- El año que viene se acelerará la reducción de balance los bancos centrales
- Las valoraciones de activos financieros más exigentes son muy vulnerables a esta reducción de los niveles globales de liquidez.



Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley

03

Posicionamiento de las carteras frente a la inflación



3. POSICIONAMIENTO DE LAS CARTERAS FRENTE A LA INFLACIÓN

Posicionamiento en Renta Variable: la expansión inflacionista debería de favorecer

- Europa vs Estados Unidos
- Sectores cíclicos frente a defensivos
- Economía Real vs Tecnología
- Energía vs Consumo
- Value frente a Crecimiento
- Pequeña Capitalización vs Gran Capitalización
- Dividendos vs búsqueda de expansión adicional de múltiplos
- Exposición a Materias Primas e Inmobiliario

Posicionamiento de Renta Fija

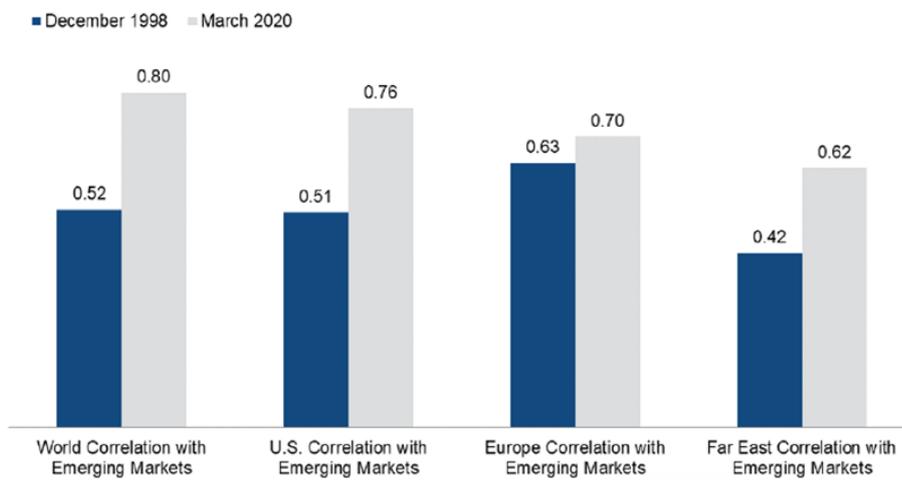
- Cortos en Gobiernos (tipos reales en mínimos históricos) vs Crédito
- Gestión dinámica de las coberturas por la volatilidad en datos de inflación
- Infrponderados en duración y spread duration
- Financieros vs Corporativos
- Flotantes vs Tipo Fijo
- Préstamos vs Baja Calificación Crediticia
- Calls cercanas vs call lejanas
- Productos con Step-up
- Back-end elevados, que reduzcan el extensión risk
- Preferencia por productos menos correlacionados con tipos: Deuda Subordinada, ABS, Emisiones privadas de deuda

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA VARIABLE

Correlación bolsas

La correlación entre bolsas se ha incrementado en los últimos meses

Exhibit 1.1: 120-month Correlation of the Total Returns of the MSCI World, U.S., Europe, and Far East Indices with the MSCI Emerging Markets Equity Index, as of December 1998 and March 2020



Fuente: International Guide to Cost of capital 2021. Duff & Phelps

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA VARIABLE

Correlaciones por tipo de activo

En recesión se incrementan las correlaciones entre los diferentes mercados de Renta Variable y entre bonos y bolsas

Table 13: Sample Correlations in Expansionary and Recessionary Regimes

Cross Asset Correlations		
Asset Pair	Expansion	Recession
US Large Cap to Emerging Markets Equities	0.65	0.87
US Large Cap to EAFE Equities	0.76	0.92
EAFE Equities to Emerging Markets Equities	0.69	0.95
Average	0.70	0.91
Commodities to US Large Cap	0.28	0.49
Commodities to Emerging Markets Equities	0.39	0.66
Average	0.34	0.57
US Aggregate Bonds to US Large Cap	-0.01	0.27
US Aggregate Bonds to Emerging Markets Equities	-0.06	0.29
US Aggregate Bonds to EAFE Equities	-0.03	0.37
Average	-0.04	0.31
Long US Treasuries to US Large Cap	-0.22	-0.11
Intermediate US Treasuries to US Large Cap	-0.16	-0.35
Long US Treasuries to Emerging Markets Equities	-0.23	-0.11
Intermediate US Treasuries to Emerging Markets Equities	-0.18	-0.38
Average	-0.20	-0.24
MPS to US Large Cap	0.83	0.45
MPS to Emerging Markets Equities	0.48	0.24
MPS to US Aggregate Bonds	0.18	0.09
MPS to Intermediate US Treasuries	0.11	-0.01
MPS to Long US Treasuries	0.00	0.09
Average	0.32	0.17

Fuente: PGIM

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA VARIABLE

Correlación entre activos

La correlación de las bolsas con el crédito se encuentra en máximos de los últimos 10 años

	1Y Correlation					10Y Range
	Current	1m Chg	10Y Median	Z-score		
EQUITY & RATES						
S&P 500 vs UST 10Y	-10%	↓	0%	-30%	1.0	
SX5E vs Bunds 10Y	-36%	↑	18%	-26%	-0.3	
FTSE 100 vs Gilts 10Y	-30%	↑	6%	-17%	-0.6	
Topix vs JGB 10Y	-26%	↓	-22%	-17%	-0.4	
S&P 500 vs US 10Y B/E	20%	↓	-13%	49%	-2.0	
EQUITY & FX						
S&P 500 vs DXY	-41%	↑	6%	-11%	-0.9	
Eurostoxx 50 vs EUR	21%	↓	-2%	-2%	0.7	
FTSE 100 vs GBP	36%	↑	23%	5%	1.3	
Topix vs JPY	-24%	↓	-6%	-54%	1.3	
MSCI EM vs USD	-61%	↑	10%	-68%	0.2	
EQUITY & CREDIT						
S&P 500 vs US IG	54%	↑	4%	54%	0.0	
S&P 500 vs US HY	67%	↑	4%	73%	-0.6	
Eurostoxx 50 vs EU IG	75%	↑	12%	56%	1.9	
EQUITY & COMMODITY						
S&P 500 vs Brent	35%	↓	-12%	44%	-0.3	
S&P 500 vs Gold	3%	↓	-1%	-5%	0.2	
S&P 500 vs Silver	24%	↑	2%	13%	0.3	
S&P 500 vs Copper	23%	↑	6%	24%	-0.4	
RATES & COMMODITY*						
UST 10Y vs Brent	33%	↑	10%	31%	0.3	
UST 10Y vs Gold	-46%	↑	1%	-36%	-0.4	

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research, Note: *Rates correlations in yield terms here but in price terms for the rest. Black dot represents current correlation. Dark blue shaded box shows interquartile range over the last five years, while light blue box shows 5th to 95th percentile over the last five years. Black line represents five-year median.

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA VARIABLE

Bolsas: Posicionamiento

Un incremento en tipos reales perjudicará a los mercados emergentes, donde seguimos infraponderados. Sectorialmente, debería favorecer al sector financiero y energía y perjudicar a tecnología, consumer durables, hardware y software.



Fuente: UBS, Bloomberg, Datastream

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA VARIABLE

Bolsas: Mercados Emergentes

Las bolsas emergentes presentan valoraciones más razonables que las desarrolladas, excepto China.

Ratios PER

Country	Start	Median	Current	Valuation	Weight
Brazil	May-11	13.3	21.7	↑	6%
China	Oct-04	17.0	19.6	↑	38%
India	Aug-03	22.4	30.9	↑	12%
Israel	Sep-04	17.6	18.3	↑	1%
Korea	Sep-04	15.2	19.4	↑	15%
Mexico	Jan-01	23.6	21.0	↓	2%
Poland	May-04	13.5	12.1	↓	1%
Russia	Nov-05	8.0	10.7	↑	4%
South Africa	Aug-04	20.7	19.2	↓	4%
Taiwan	Jul-04	22.6	32.3	↑	16%
Turkey	Jan-01	12.6	7.7	↓	0%
Emerging		18.0	22.6	↑	

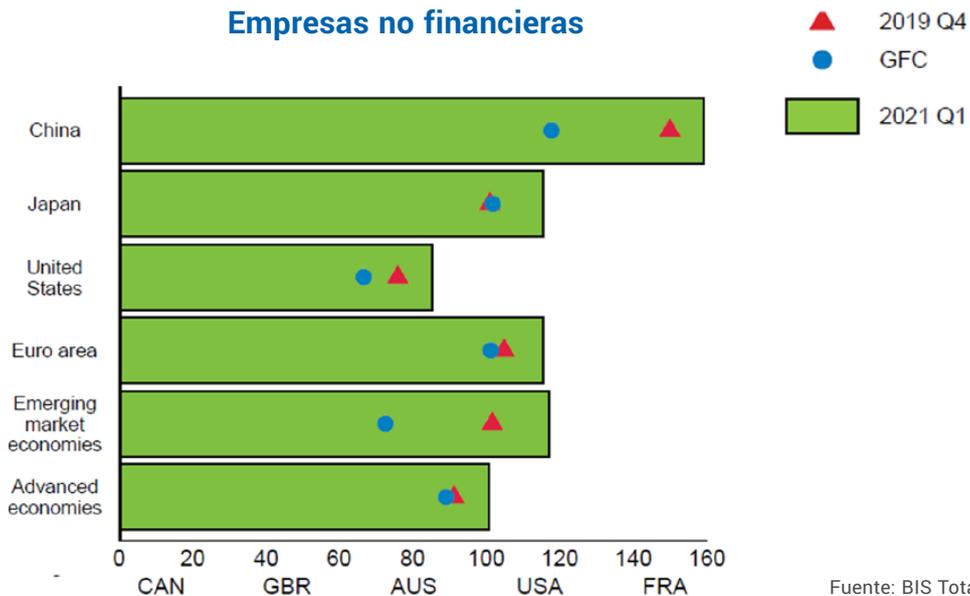
1900 1910 1920 1930 1940 1950 1960 1970 1980 1990 2000 2010 2020

Fuente: Robeco

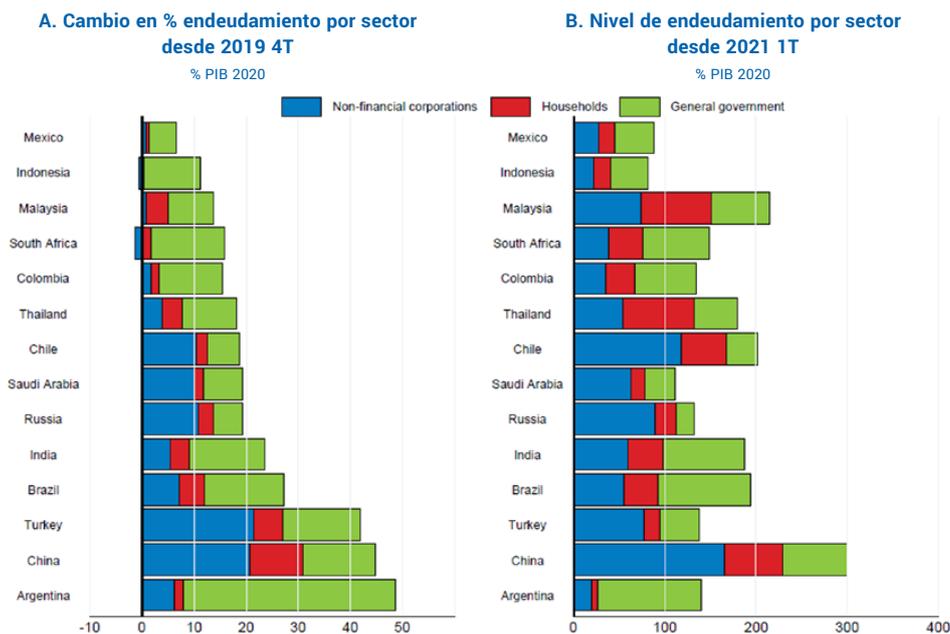
3. POSICIONAMIENTO EN RENTA VARIABLE

Seguimos cautos en China

- Seguimos fuera de RF Mercados Emergentes e infrponderados en RV Mercados Emergentes.
- China es el país que mayor incremento de deuda corporativa registra desde la crisis financiera global tras la quiebra de Lehman de 2008.



- Después de Argentina, China es el país que más ha incrementado su endeudamiento desde 2019, alcanzando un 300% de su PIB.

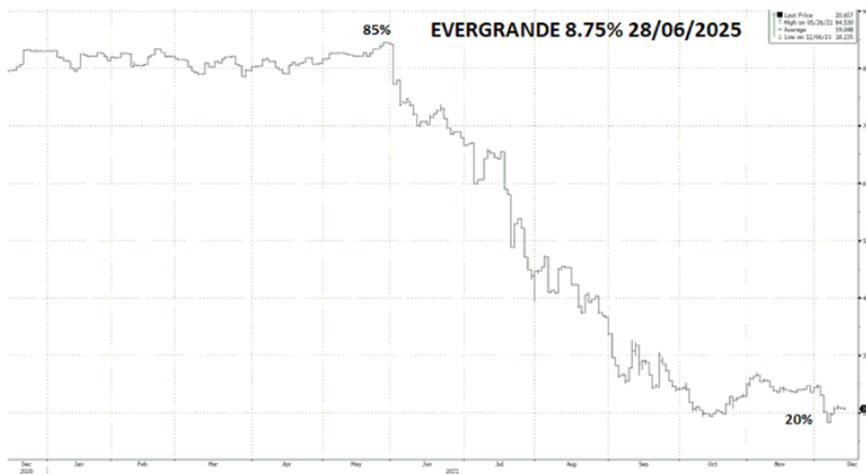


Fuente: OCDE Economic Outlook

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA VARIABLE

Seguimos cautos en China

- Evergrande y otras inmobiliarias como Kaisa, han confirmado el selective default de sus bonos offshore, infringiendo pérdidas, de momento, exclusivamente a los inversores internacionales (offshore). Pensamos que pasara factura al acceso de China a los mercados internacionales de capitales en el futuro.
- El bono de Evergrande vencimiento 2025, cotiza al 20%.



Fuente: Bloomberg.Elaboración propia

- El sector inmobiliario chino, que pondera más de un 25% del PIB, se encuentra en caída libre, acumula una pérdida del 33% este año y se encuentra a niveles de 2017.
- Somos cautos respecto al impacto en la economía china.



Fuente: Bloomberg

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA FIJA

Primas de riesgo periféricas

Las primas de riesgo periféricas han mostrado estabilidad por el soporte del ECB y la mutualización de su deuda que supone la financiación de los fondos europeos con emisiones de la Unión Europea.

La deuda griega ha vuelto a ampliar, separándose de la italiana al descontarse la finalización en marzo 2022 del programa de emergencia PEPP. Los programas permanentes (APP), que permanecerán, no la consideran elegible.



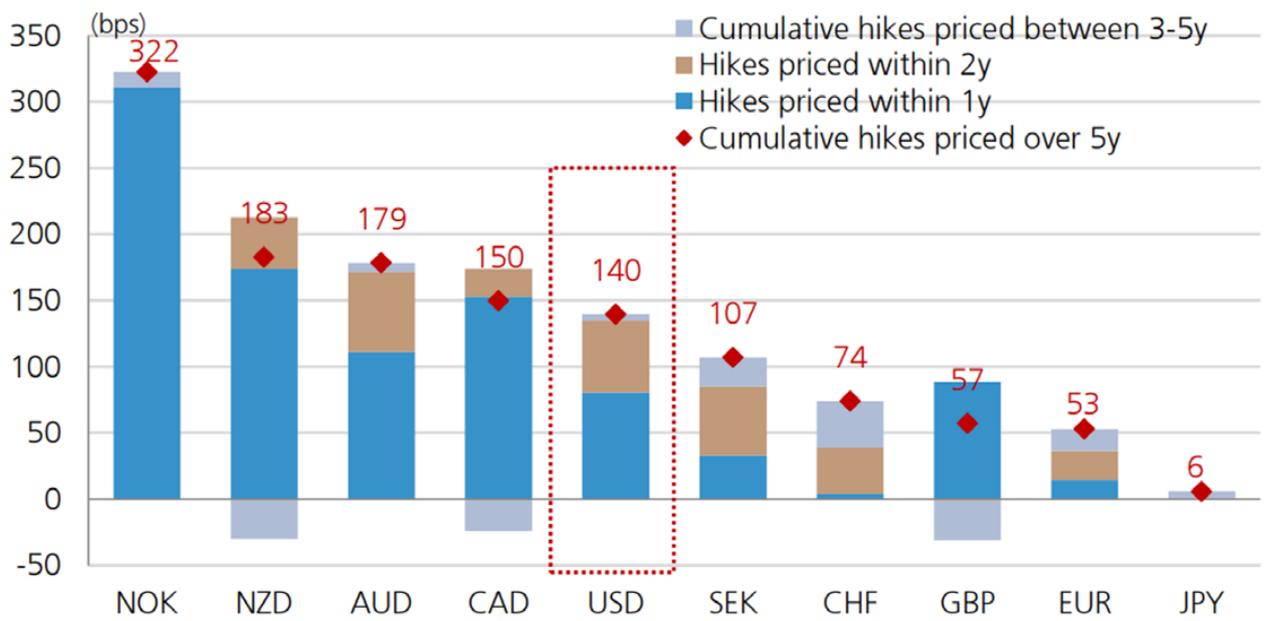
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA FIJA

Los *terminal rates* siguen cotizados muy bajos

Los mercados de bonos de países desarrollados siguen descontando tipos finales, después del ciclo de subidas por parte de los bancos centrales, demasiado bajos.

Seguimos infrponderados en duración a la espera de un repricing de tipos en 2022.



Fuente: Bloomberg, UBS

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA FIJA

Aplanamiento de curvas de tipos

El pesimismo por el incremento de contagios ha generado aplanamientos de las curvas de tipos.

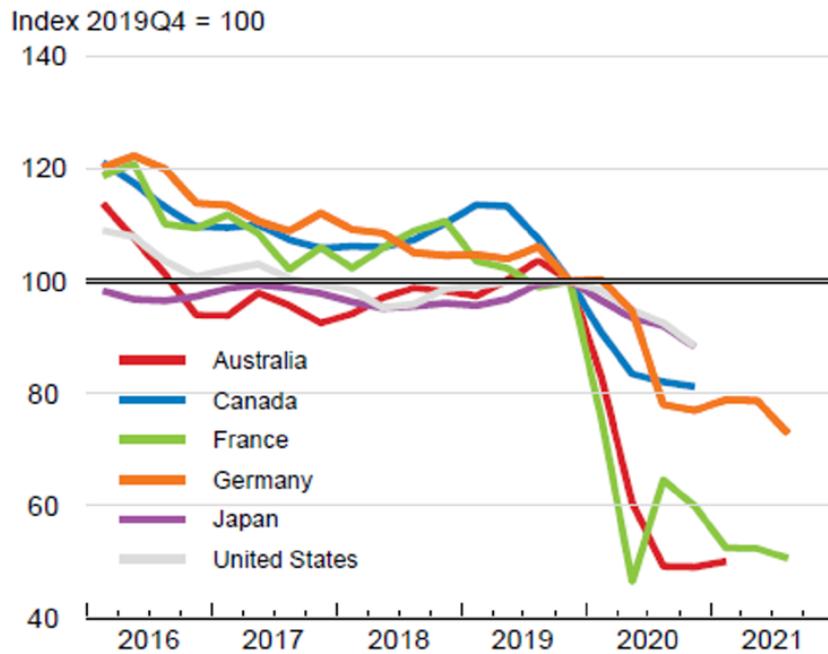
No pensamos que vaya a continuar este movimiento en 2022.



3. POSICIONAMIENTO EN RENTA FIJA

Quiebras empresariales

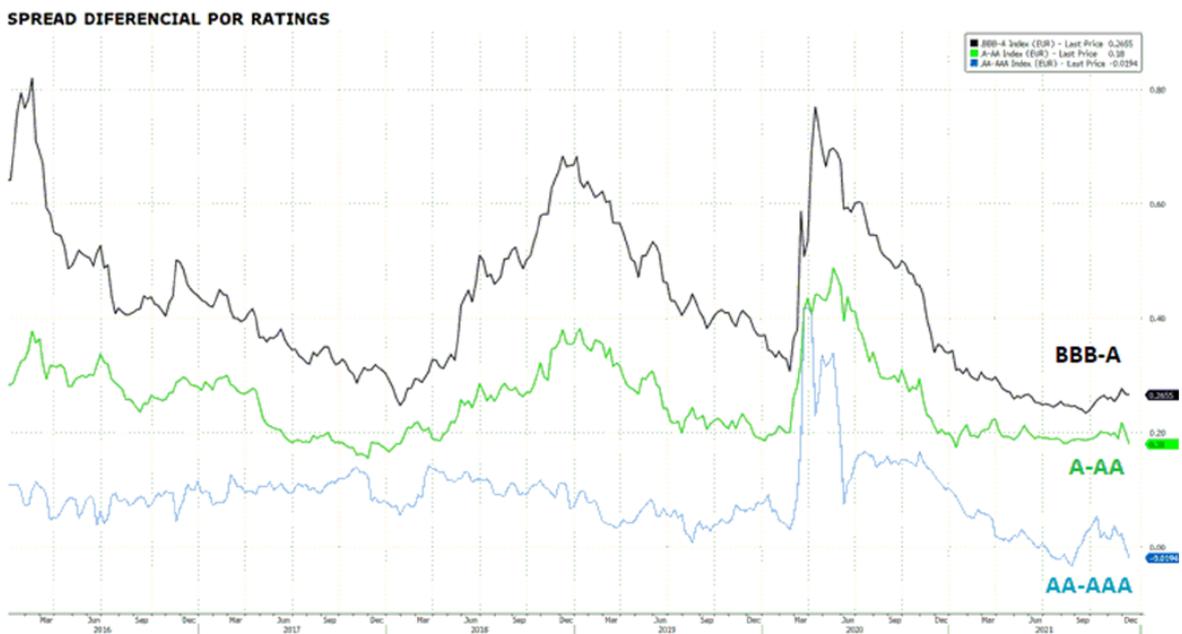
Las laxas condiciones financieras esta permitiendo mantener las quiebras corporativas en mínimos, lo que da soporte al mercado de crédito.



3. POSICIONAMIENTO EN RENTA FIJA

Márgenes por rating

- Otra de las dislocaciones del mercado como consecuencia de la distorsión de los bancos centrales y de la escasez de papel de calidad, es que los bonos AA están más caros que los AAA.
- En términos relativos seguimos viendo más valor en BBB.



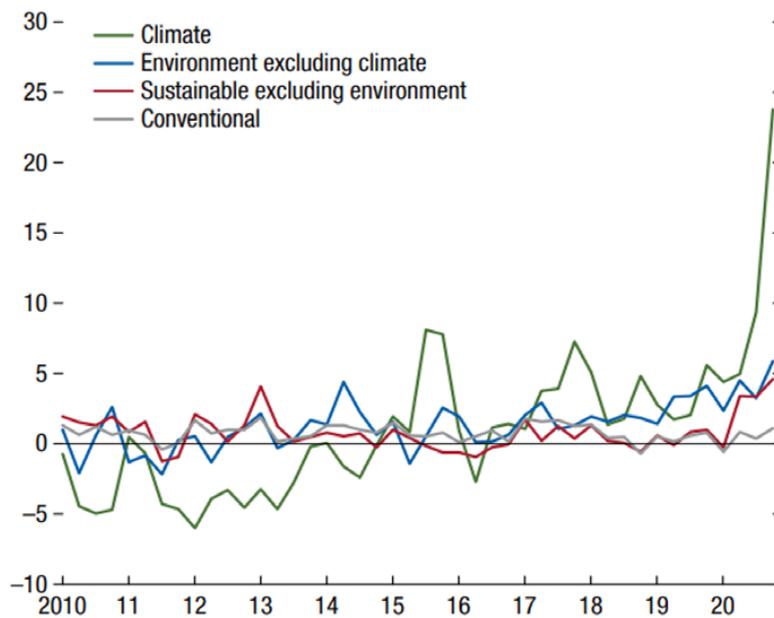
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA FIJA

ESG

El estilo ESG, especialmente el ligado al clima, sigue siendo el más beneficiado

Flujos Netos por tipología de fondo



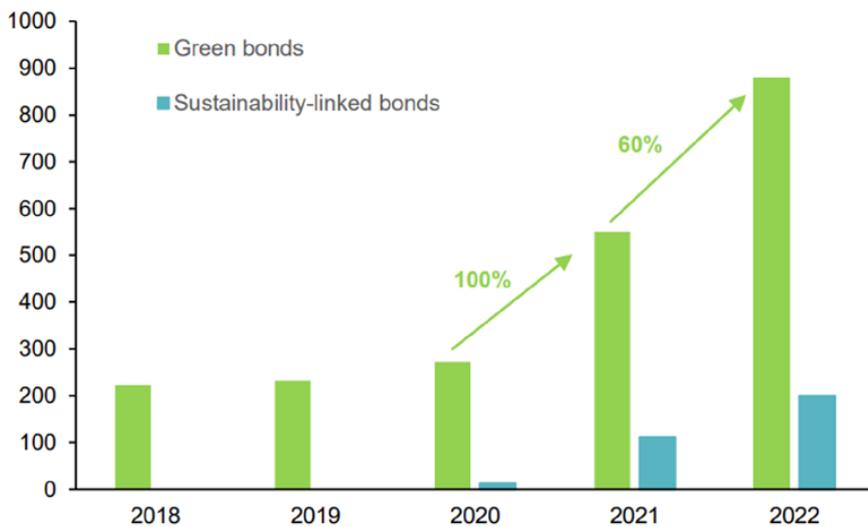
Sources: Bloomberg Finance L.P.; Lipper; Morningstar; United Nations Principles for Responsible Investment; and IMF staff calculations.

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA FIJA

ESG. Bonos Verdes

Aunque crece el formato de Sustainability-linked bonds, con cláusulas de penalización a los emisores ligadas a indicadores de cumplimiento medioambiental, los green bonds, más sencillos, siguen siendo el formato mayoritario

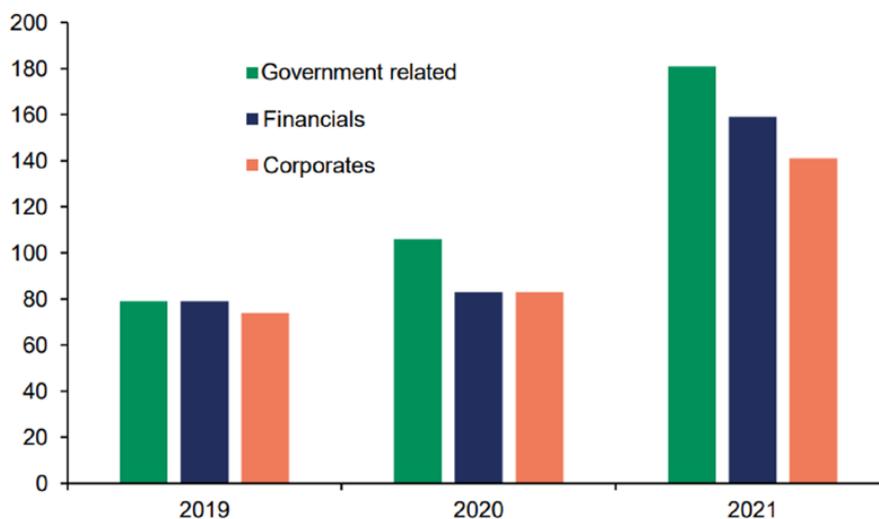
Emisión de Bonos Verdes (miles de millones USD)



Sources: Bloomberg, BNP Paribas (our forecasts for Q4 2021 and 2022)

Los gobiernos van a ser los principales emisores de green bonds, seguido de los financieros. Sin embargo, esta categoría de bonos sigue siendo minoritaria, suponiendo tan sólo el 5% de los bonos corporativos en circulación.

Emisión de Bonos Verdes por tipo de institución



Sources: Bloomberg, BNP Paribas forecasts for Q4 2021

3. POSICIONAMIENTO EN RENTA FIJA

ESG

¿Qué sectores están más expuestos a la huella de carbono?

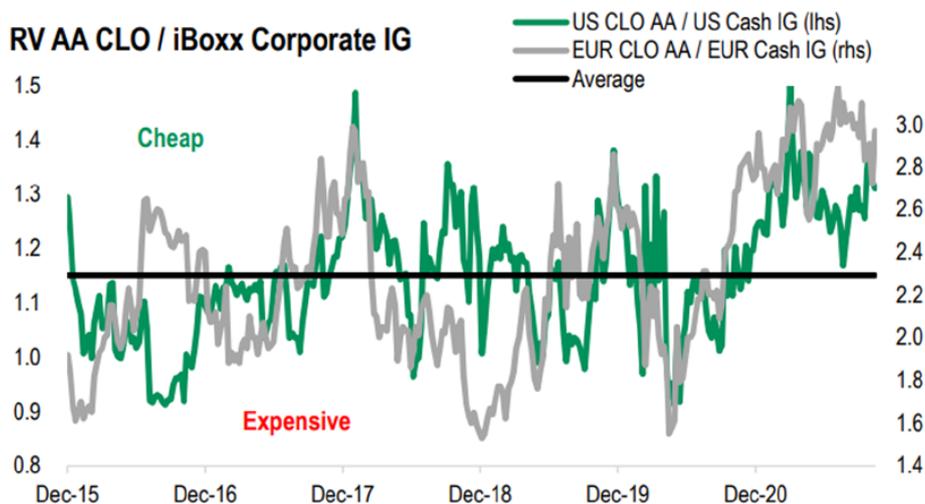
Carbon exposure measures of equity sectors

	Carbon beta		Carbon intensity				Climate Value at Risk					
	Developed market		Developed markets		Emerging markets		Developed markets			Emerging markets		
	Coeff	T-stat	Index	Sector	Index	Sector	1.5°C	2.0°C	3.0°C	1.5°C	2.0°C	3.0°C
Market index	0.048	2.22	49.1		160.8		-8.0	-5.4	-3.2	-14.5	-11.0	-5.9
Materials	0.032	1.90	14.5	328.8	72.1	830.9	-30.6	-18.2	-5.8	-39.2	-28.2	-10.3
Utilities	-0.021	-1.10	13.8	503.4	23.0	1172.8	-26.5	-21.2	-7.5	-48.3	-42.1	-22.9
Energy	0.024	0.95	8.1	257.9	30.9	609.2	-62.9	-33.2	-8.8	-75.1	-58.3	-13.0
Industrials	0.004	0.54	5.4	50.7	11.2	223.5	-2.7	-2.9	-2.9	-21.1	-17.2	-10.8
Consumer discretionary	0.004	0.53	2.2	18.1	8.1	48.3	-4.2	-2.9	-2.6	-5.0	-2.8	-3.0
Consumer staples	-0.039	-2.95	1.9	27.4	2.8	49.3	-13.3	-7.9	-4.3	-13.4	-8.0	-3.8
Information technology	0.008	0.59	1.1	4.8	10.4	49.9	-0.6	-0.8	-1.1	-6.9	-5.4	-4.9
Financials	0.020	1.42	0.9	6.5	0.3	1.8	-4.3	-3.4	-2.7	-6.8	-5.6	-4.8
Health care	-0.027	-1.93	0.6	4.9	0.8	15.9	-5.3	-3.9	-3.1	-5.0	-3.8	-3.1
Communication services	-0.025	-1.76	0.4	4.7	0.8	7.3	-5.8	-4.7	-4.0	-6.5	-5.3	-4.4
Real estate	-0.009	-0.54	0.3	9.7	0.4	18.3	-5.8	-5.0	-4.3	-9.1	-7.6	-6.7

Fuente: Robeco

CLOs atractivos vs corporates

Los spreads corporativos de bonos Investment Grade nos parecen menos atractivos que los que ofrecen los CLOS AA.



Fuente: BNP, IHS Markit

RETORNOS ESPERADOS PARA 2022 (ESTIMACIÓN)

RENTA FIJA

• Deuda Pública AAA	-1,50%
• Bonos del Estado mercados desarrollados	-0,50%
• Deuda corporativa Investment Grade	0,20%
• Bonos corporativos High Yield	1%
• Renta Fija Emergente	-2%

RENTA VARIABLE

• Standard and Poors 500	4,50%
• NASDAQ 100	-2%
• EURO STOXX 600	6%
• Japón	3%
• Renta Variable Emergente	-3%

santalucía

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.

El presente documento ha sido preparado exclusivamente con fines informativos y no constituye una oferta de compra o venta de valores ni de realización de operación financiera alguna. Este informe tiene carácter confidencial, quedando prohibida su distribución, reproducción o publicación sin el consentimiento expreso de Santa Lucía Asset Management, SGIIC, SAU.