

Política de Inversión

4.º trimestre de 2021 | Septiembre de 2021

Redacción | **Gianluca Tarolli, CFA** | Economista principal y estratega, co-CIO

Puntos clave

“Jackson Hole” y los bancos centrales

A finales de agosto, los inversores siguieron de cerca el tradicional simposio anual de bancos centrales en **Jackson Hole**, en busca de cualquier declaración que les diera algo de claridad sobre la futura política monetaria, en particular la política de la Reserva Federal de EE.UU.

Al final, las declaraciones **no sorprendieron realmente**. Aunque el Presidente de la Reserva Federal de EE.UU., J. Powell, ha reconocido que el crecimiento de la inflación es más rápido de lo esperado, reitera la opinión del Banco central de que su naturaleza es transitoria. Asimismo, la recuperación de la actividad es más dinámica de lo esperado, pero el Sr. Powell matiza esta buena noticia aludiendo a la incertidumbre de la reapertura total de la economía debido a la evolución de la pandemia. Por tanto, los elementos que podrían haber llevado a un endurecimiento monetario prematuro, es decir, más crecimiento y más inflación, están por el momento descartados. No obstante, a finales de año debería anunciarse una reducción gradual de las compras de activos (actualmente de USD 120.000 M/mes), el denominado **“tapering”**. No parece que se vaya a producir un aumento de los tipos de interés de referencia; en cualquier caso, no antes de principios de 2023.

La falta de reacción real de los mercados indica que ello estaba previsto exactamente así: la Reserva Federal sigue siendo acomodativa, lo que favorece la propensión al riesgo de los inversores.

Al elevar sus perspectivas de crecimiento e inflación en septiembre con respecto a las de junio, el **BCE** decidió reducir el ritmo de sus compras de activos (de EUR 80.000 M/mes a ~EUR 65.000 M/mes) en el marco del Programa de compras de emergencia para la pandemia, que aún está previsto que concluya en marzo de 2022. El programa de recompra más tradicional continuará y podrá adaptarse según sea necesario.

Aunque, en este momento, estos cambios parecen más bien ajustes y las **condiciones financieras** siguen siendo muy acomodativas, vemos un primer paso hacia una retirada de los bancos centrales. El proceso será gradual, pero señala el fin de la emergencia de la pandemia. Ello es realmente una buena noticia.

Panorama y conclusiones

- El ciclo económico ha pasado su pico de crecimiento
- **En China, el PCC toma el control**
- **Persisten** las presiones inflacionistas
- **“Tapering”** para finales de año en EE.UU.

- **Acciones:** “neutral” con protecciones PUTS: se esperan mercados turbulentos
- **Bonos:** preferencia por el carry trade (segmento de alto rendimiento y deuda soberana de mercados emergentes en USD y de China en RMB)
- **Divisas:** sin cambios
- **Liquidez:** sin cambios

Asignación de activos

	UW (-)	N (=)	OW (+)
Acciones	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Bonos soberanos	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Crédito	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Inversiones alternativas	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Liquidez	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Acciones EE.UU.	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Europa	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Suiza	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Japón	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mercados emergentes	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Bonos Soberanos	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Empresas de calidad (Inv. Grade)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Empresas de altos rendimientos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Soberanos mercados emergentes (USD)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Soberanos mercados emergentes (local)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

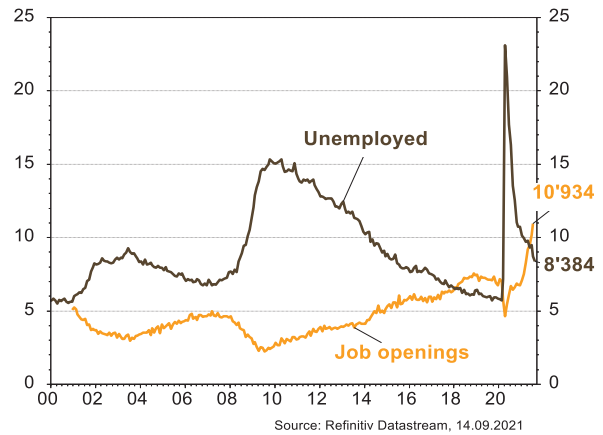
Economía: ¿cabría temer un riesgo de “estanflación”?

“La **Equidad y la prosperidad** no solo pueden, sino que deben alcanzarse al mismo tiempo”: esta afirmación no procede del Partido Comunista Chino, sino de Heather Boushey, miembro del Consejo Económico de la Casa Blanca. Está en consonancia con el pensamiento del Profesor J. Stiglitz, Premio Nobel de Economía, o de la Secretaria del Tesoro de EE.UU. J. Yellen, lejos del liberalismo de la Escuela de Chicago que predominaba hasta hace poco. El punto de partida es que el mercado por sí solo no puede resolver todos los problemas, y que hay demasiadas desviaciones peligrosas sin la suficiente supervisión. En particular, el aumento de la **desigualdad**, más allá de cualquier consideración política, representa un freno al crecimiento económico, además de ser fuente de tensiones sociales y políticas. Los paquetes de estímulo de la Administración Biden pretenden reducirlos, pero siguen existiendo algunos obstáculos. De hecho, si la dotación de más de un billón de USD para infraestructuras (“reconstruir mejor”) ha sido aprobada por el Senado, el verdadero punto de inflexión vendrá de los USD 3,5 billones previstos para infraestructuras “humanas” (sanidad, educación) sobre las que aún se delibera en el Congreso. Su aplicación requerirá inevitablemente un reequilibrio de la remuneración o la fiscalidad de los principales factores de producción, es decir, el trabajo y el capital.

A más corto plazo, las últimas estadísticas publicadas han decepcionado, tanto en términos de confianza económica (hogares y empresas) como de actividad (ventas al por menor). El **PIB-T3** podría ralentizarse tras un crecimiento muy fuerte en el T1 (+6,3% t/t anualizado) y en el T2 (+6,6% t/t anualizado). No obstante, confiamos en la actividad del último trimestre, debido a la continua mejora del **mercado laboral**. Con el fin del excedente del subsidio de desempleo, que ha permitido a algunos desempleados ganar más de lo que habrían ganado trabajando, aumenta el incentivo para volver a trabajar. Y como la oferta de puestos de las empresas (10,9 M) supera al número de desempleados (8,4 M), la tasa de desempleo debería seguir bajando con bastante

rapidez (**Gráfico 1**). Todavía quedan 5,3 M de puestos por recuperar para alcanzar los niveles anteriores a la pandemia.

Gráfico 1 | EE.UU.: ¡más vacantes que desempleados!



La desaceleración temporal de la actividad va acompañada de **presiones inflacionistas** (el crecimiento de los precios fue del 5,3% a/a en agosto) que hacen temer una **estanflación** (bajo crecimiento y alta inflación) (**Gráfico 2**). En efecto, si el crecimiento de los salarios no compensara al menos la subida de los precios, la pérdida de poder adquisitivo de los hogares afectaría seriamente al consumo y, por tanto, a la continuación del ciclo. Todavía no hemos llegado a ese punto, pero la incertidumbre es cada vez mayor.

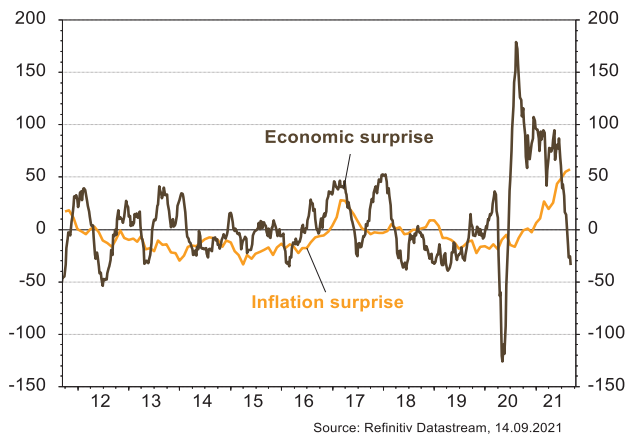
Se confirma la recuperación de la **zona euro**. Se registra una aceleración en el S2 con un crecimiento del PIB del 9,2% t/t anualizado, que se aproxima al nivel de finales de 2019. En agosto, las ventas al por menor son un 5% más altas que en febrero de 2020 y la producción industrial está cerca de dicho nivel. Los primeros fondos europeos (“Next Generation”) comienzan a llegar a las distintas capitales y contribuirán a apoyar la actividad. Aunque aún se halla ligeramente por detrás del ciclo de EE.UU. o China, las presiones sobre los precios también

Mercados financieros

*) Al 21.09.2021	Rendimiento			Valorización			Crecimiento de beneficios			
	Precio (moneda local)	Trimestre T3*	Desde el 31.12.2020	P/BPA a 12 meses	Rendimiento en dividendos	Precio / Activos netos	BPA a 12 meses	BPA 2021	BPA 2022	BPA 2023
Mercados de renta variable										
EE.UU.	4 240.97	1.37%	15.60%	22.02	1.8%	5.1	14%	46%	8%	10%
Europa	454.12	0.28%	13.80%	16.33	2.5%	2.2	17%	57%	9%	8%
Japón	2 100.17	8.10%	16.00%	15.05	1.8%	1.4	19%	39%	8%	8%
Suiza	11 766.42	-1.50%	9.90%	18.54	2.5%	3.3	9%	11%	9%	8%
Reino Unido	3 986.90	-0.69%	8.50%	12.52	3.6%	1.9	16%	81%	5%	3%
Mercados emergentes (USD)	1 258.23	-8.47%	-2.56%	13.18	2.5%	2.1	16%	54%	8%	8%
World (USD)	3 046.20	0.96%	13.20%	19.57	2.1%	3.4	15%	47%	8%	9%

Fuente: Datastream, Consensus IBES

Gráfico 2 | G10: la inflación sorprende al alza, el crecimiento a la baja



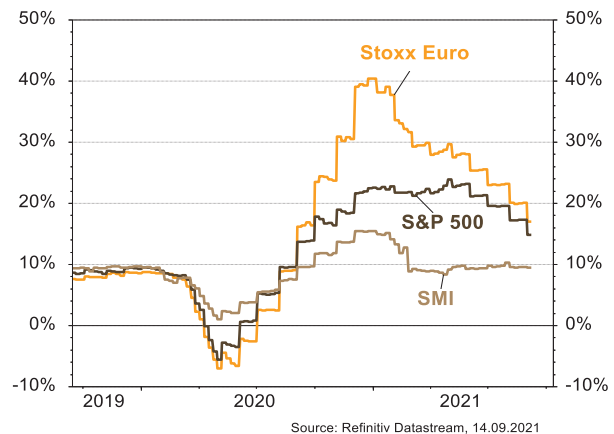
son evidentes (el IPC ha subido un 3% a/a, el nivel más alto en los últimos 10 años). Además, las demandas sindicales de aumentos salariales (por ejemplo, el sector público alemán pide un aumento del 6%) pueden, si se generalizan, contribuir a esta espiral.

Aunque algunos de los excesos del capitalismo son cuestiones políticas importantes y fomentan los debates en las economías liberales, las recientes decisiones del **Gobierno** chino no pueden sorprender. Para garantizar la "prosperidad compartida", la razón de ser del PCC, se han anunciado restricciones a la educación (privada) y a la posesión de datos privados por parte de las empresas digitales y una subida de impuestos para las personas más acomodadas. Solo el tiempo dirá si estas medidas contendrán la innovación o la creación de empresas. Es un riesgo, pero es el precio que conlleva mantener el control de la economía y la sociedad, y más en general del "capitalismo comunista". Además, para contrarrestar la actual desaceleración, el PBoC (el Banco Central) ha reducido el coeficiente de reservas de los bancos para estimular la recuperación del crédito. Es posible que se adopten otras medidas para impulsar la actividad, especialmente si se extiende a todo el sector el posible impago de Evergrande, el principal promotor inmobilia-

rio del país. Por el momento, tranquiliza el repunte del comercio mundial (exportaciones: +25,6% a/a; importaciones: +33,1% a/a en agosto).

Tras una ligera contracción en el T1, la **economía suiza** registra un sólido crecimiento del PIB del +1,8% t/t en el T2 (+7,7% a/a). El levantamiento de muchas restricciones ha permitido un fuerte repunte del consumo privado (+4,1% t/t), y el principal factor que ha contribuido a ello es el continuo esfuerzo público (+5,5% t/t) en su lucha contra la pandemia (vacunas, pruebas). Cabe señalar que el 0,2% del crecimiento procede de los acontecimientos deportivos de los Juegos Olímpicos de Tokio y del campeonato europeo de fútbol, ya que las sedes de estas asociaciones se encuentran en el país. El "agujero" causado por la pandemia se está cerrando: el nivel del PIB trimestral se halla ahora solo a un 0,5% del nivel observado antes de la pandemia (T4 2019). Los datos disponibles para el T3 indican que el crecimiento seguirá siendo sólido, antes de debilitarse, lógicamente, en el T4. Como en el resto del mundo, los precios se están recuperando (+0,9% a/a), pero esto no es una fuente de preocupación duradera, ni para la economía ni para el BNS.

Gráfico 3 | Acciones: expectativas de crecimiento de los BPA a 12 meses (previsiones consensuadas del IBES)



	Nivel al 21.09.2021	Variación T3* (en pb)	Var. desde el 31.12.2020 (en pb)
Bonos soberanos a 10 años			
Tipos USD - EE.UU.	1.31%	-14	40
Tipos EUR - Alemania	-0.32%	-7	26
Tipos JPY - Japón	0.05%	-1	2
Tipos CHF - Suiza	-0.23%	1	32
Tipos GBP - Reino Unido	0.80%	5	56
Mercados emergentes (USD)	3.97%	2	40
Mercados emergentes (moneda local)	6.34%	9	31
Materias primas			
	Precio	Trimestre T3*	Desde el 31.12.2020
Oro (USD/onza)	1 764.60	0.0%	-7.0%
Brent (USD/brl)	73.45	-1.4%	41.0%

	Nivel al 21.09.2021	Variación T3*	Variación desde el 31.12.2020
FX			
EUR vs CHF	1.0882	-0.73%	0.61%
EUR vs USD	1.1736	-1.07%	-4.40%
EUR vs JPY	128.4064	-2.44%	1.65%
EUR vs NOK	10.2245	0.19%	-2.40%
GBP vs EUR	1.1715	0.56%	5.89%
GBP vs USD	1.3670	-1.05%	0.00%
USD vs CHF	0.9281	0.41%	4.99%
USD vs CAD	1.2817	3.50%	0.60%
AUD vs USD	0.7254	-3.38%	-6.00%

Fuente: Datastream

Preferencias en materia de divisas

Rango 1 Apreciación prevista	Rango 2 Estabilización	Rango 3 Depreciación prevista
USD	GBP JPY ORO NOK	CHF EUR
<ul style="list-style-type: none"> ▪ USD: se beneficia de unas políticas monetarias divergentes 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ GBP: valorización atractiva y recuperación económica prevista (vacunación) ▪ JPY: valorización atractiva y divisa segura ▪ ORO: divisa de protección y activo de diversificación ▪ NOK: estabilización tras el repunte del precio del petróleo 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ CHF: valorización elevada, afectado por la propensión al riesgo ▪ EUR: lastrado por un retraso en la recuperación y un BCE más acomodativo

Conclusiones sobre inversión

El ritmo de aumento de **los índices de renta variable** se ha reducido en comparación con el primer semestre. El principal motor del aumento, es decir, el impulso del crecimiento de los beneficios, que se ha recuperado con fuerza, ha empezado lógicamente a desacelerarse. Además, el cambio de orientación de los principales bancos centrales, aunque gradual y aún por llegar, reducirá el exceso de liquidez que ha contribuido a aumentar la propensión al riesgo de los inversores.

Por tanto, el telón de fondo se está deteriorando y ello afecta al perfil de riesgo/rendimiento de la clase de activos. No obstante, las condiciones financieras siguen siendo muy acomodativas y el crecimiento de los beneficios empresariales, aunque más moderado, continuará (**Gráfico 3**).

Por tanto, mantenemos sin cambios nuestra asignación respecto del riesgo en renta variable (neutral), pero aprovechamos la baja **volatilidad** para adquirir **protección** (opciones PUTS), para tener en cuenta el aumento del nivel de riesgo.

En **renta fija**, nos mantenemos alejados del riesgo de larga duración (vencimientos a largo plazo en bonos soberanos o de empresa de alta calidad) y favorecemos el riesgo crediticio, incluido el segmento de alto rendimiento, así como los híbridos y los "rising stars" (bonos cuya calificación se rebajó al principio de la pandemia, pero cuyos fundamentos en rápida mejora deberían permitirles recuperar su estatus anterior). Los bonos soberanos chinos, en moneda local, siguen ofreciendo un sobrerendimiento atractivo.

Si bien **el oro**, de forma aislada, ofrece un valor limitado (subida de tipos de interés y apreciación del USD), es el único activo con características de protección y diversificación dentro de una cartera con múltiples activos. Además, es posible extraer interesantes rendimientos de su volatilidad, especialmente elevada para un activo defensivo, con productos estructurados.

Cierre de redacción | 15 de Septiembre de 2021

Este documento se ha elaborado únicamente a efectos informativos y Bordier & Cie SCmA lo proporciona exclusivamente en el contexto de la relación contractual existente con la persona que lo recibe. Los puntos de vista y las opiniones que en él se expresan son los de Bordier & Cie SCmA. Su contenido no podrá ser reproducido ni redistribuido por personas no autorizadas. La reproducción o difusión no autorizada del presente documento implicará la responsabilidad del usuario, pudiendo dar lugar a acciones penales. Los elementos que forman parte de su contenido se ofrecen a título informativo y en ningún caso constituyen una recomendación en materia de inversión, ni asesoramiento jurídico o fiscal proporcionado a terceros. Además, es importante recalcar que las disposiciones de nuestra página "Aviso legal" son plenamente aplicables a este documento y en particular las disposiciones relativas a las restricciones derivadas de diferentes leyes y reglamentos nacionales. En consecuencia, el Banco Bordier no presta servicios de inversión o asesoramiento a "personas estadounidenses" según la definición contenida en las normas de la Comisión de Bolsa y Valores. Por otra parte, la información de nuestro sitio Web –incluido el presente documento– no está dirigida, de ninguna manera, a tales personas o entidades.

Política de Inversión | Septiembre de 2021

4/4
Design ClíPa

Bordier & Cie SCmA | Banquiers Privés depuis 1844

Rue de Hollande 16 | case postale 5515 | CH-1211 Genève 11 | t +41 58 258 00 00 | f +41 58 258 00 40 | bordier.com