



Mosaïque Views

02 Prólogo

04 Panorama de la asignación de activos

05 Regiones de la renta variable

06 Renta variable: sectores

07 Renta fija

07 Divisas



Mantener una actitud constructiva

El crecimiento ha tocado techo, pero podría mantenerse por encima de la tendencia durante un tiempo

Los gobiernos occidentales no han reaccionado a la última mutación del COVID-19 bloqueando las economías: las vacunas parecen ofrecer cierta protección; puede que no sea tan peligrosa como las variantes anteriores; y ese riesgo es ya casi familiar. Mientras tanto, la economía mundial ha comenzado el año 2022 con una nota sólida, liderada -como tantas veces- por Estados Unidos. Con la reapertura de los grandes mercados, el crecimiento puede haber tocado techo, pero puede mantenerse por encima de la tendencia durante un tiempo.

En consecuencia, a pesar de esa nueva variante del virus, creemos que los riesgos económicos siguen inclinándose hacia la inflación, no hacia la deflación. Las tasas mensuales de inflación pueden alcanzar su punto máximo a principios de 2022 -la Reserva Federal tenía razón al sugerir que parte del aumento es "transitorio", aunque más recientemente ha intentado "retirar" esa palabra-, pero las tendencias subyacentes probablemente se mantengan por encima del objetivo, a ambos lados del Atlántico, durante algún tiempo.

Dado que la Reserva Federal, en particular, está cumpliendo con creces su mandato en materia de inflación y, cada vez más, su mandato en materia de empleo, la pregunta que se plantea cada vez más no es "¿por qué van a subir los tipos de interés?", sino "¿por qué no van a hacerlo?".

El escenario parece estar preparado para que los grandes bancos centrales empiecen a subir los tipos de interés: el Banco de Inglaterra ya ha actuado, y la Reserva Federal podría seguir su ejemplo en breve, mientras que el BCE y el Banco Nacional de Suiza se quedan atrás (posiblemente hasta 2023). Una docena de bancos centrales en otros lugares -en algunas economías desarrolladas más pequeñas, pero sobre todo en el mundo en desarrollo- no han esperado a sus pares más grandes, sino que ya estaban subiendo los tipos en 2021.

Es posible que los mercados monetarios -y las expectativas de los inversores en general- aún no reflejen plenamente la perspectiva de unos tipos más altos. Los bonos son los más directamente afectados, pero las acciones -el activo principal más volátil en el mejor de los casos- también podrían ser vulnerables durante un tiempo. Estamos recortando nuestras posiciones en renta variable.

Dicho esto, mantenemos la sobreponderación. Las valoraciones de las acciones son altas, pero no prohibitivas, y las expectativas de beneficios empresariales pueden ser aún demasiado bajas. Siguen siendo nuestro activo preferido tanto táctica como estratégicamente, y son el único que creemos que puede superar el obstáculo de la inflación más alta y ayudar a preservar el valor real del patrimonio de nuestros clientes.



Dr. Carlos Mejia
CIO, Rothschild & Co Bank AG



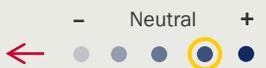
Kevin Gardiner
Global Investment Strategist

Resumen de la asignación de activos

Resumen

Reducimos nuestra doble (máxima) sobreponderación en renta variable a una simple sobreponderación. Seguimos manteniendo la infraponderación máxima en bonos, con lo que en su lugar aumentamos a sobreponderación la posición en efectivo.

Acciones



Desde el principio pensamos que el daño duradero causado por los cierres no sería tan grande como se temía, y en los últimos meses hemos tenido una sobreponderación máxima. Sin embargo, ahora estamos recortando nuestras posiciones, reflejando la posibilidad de que se reanude la volatilidad a corto plazo cuando los tipos de interés estadounidenses comiencen a subir. Parece probable que la rentabilidad de las empresas siga siendo saludable.

Renta fija



El atractivo de los activos refugio estaba probablemente sobrevalorado para empezar, y la crisis viral lo hizo aún más. Vemos pocas posibilidades de que la clase de activos supere la inflación a partir de estos niveles, y cambiamos a una infraponderación máxima en 2021. Seguimos prefiriendo los mercados corporativos y emergentes por delante de los principales bonos gubernamentales, y seguimos infraponderados en duración.

Mercado monetario



La perspectiva de obtener rendimientos positivos sigue siendo remota, pero el uso de los fondos de nuestra reducida posición en renta variable para aumentar el efectivo hasta una sobreponderación nos da más margen para capitalizar las oportunidades descubiertas por la volatilidad. Los valores nominales del capital son estables, a salvo del riesgo de ajuste al mercado al que se enfrentan los bonos caros, y no esperamos que la sobreponderación dure lo suficiente como para incurrir en una gran erosión de la inflación.

Oro



El oro ha sido un depósito de valor a largo plazo durante tres milenios, aunque su volatilidad a corto plazo puede ser elevada. Puede ser sensible a un repunte de los tipos de interés y a un dólar más firme. Pero su credibilidad a largo plazo no depende de los bancos centrales, los gobiernos o una conexión a Internet, y sus bajas correlaciones con las inversiones tradicionales pueden proporcionar diversificación.

Panorama de la asignación de activos

Clave	-	Neutral	+
Sobreponderación	●	●	●
Peso de referencia	●	●	●
Infraponderación	●	●	●

Renta fija

EUR

De alta calidad	●	●	●	●	●
IG de bajo grado	●	●	●	●	●
Alto rendimiento	●	●	●	●	●
Duración	●	●	●	●	●

USD

De alta calidad	●	●	●	●	●
IG de bajo grado	●	●	●	●	●
Alto rendimiento	●	●	●	●	●
Duración	●	●	●	●	●

CHF

De alta calidad	●	●	●	●	●
IG de bajo grado	●	●	●	●	●
Alto rendimiento	●	●	●	●	●
Duración	●	●	●	●	●

Oro

Oro	●	●	●	●	●
-----	---	---	---	---	---

Divisas

USD	●	●	●	●	●
EUR	●	●	●	●	●
CHF	●	●	●	●	●
ROW	●	●	●	●	●

Regiones de la renta variable

	-	Neutral	+
América del Norte	●	●	●
Europa desarrollada sin el Reino Unido	●	●	●
Reino Unido	●	●	●
Suiza	●	●	●
Japón	●	●	●
Pacífico ex Japón	●	●	●
EM EMEA	●	●	●
EM Asia	●	●	●

Sectores de renta variable

EE.UU.

Energía	●	●	●	●	●
Materiales	●	●	●	●	●
Industriales	●	●	●	●	●
Servicios públicos	●	●	●	●	●
Consumo discrecional	●	●	●	●	●
Productos básicos	●	●	●	●	●
Comunicaciones	●	●	●	●	●
Sanidad	●	●	●	●	●
Tecnología	●	●	●	●	●
Finanzas	●	●	●	●	●
Inmobiliaria	●	●	●	●	●

Europa desarrollada sin el Reino Unido

Energía	●	●	●	●	●
Materiales	●	●	●	●	●
Industriales	●	●	●	●	●
Servicios públicos	●	●	●	●	●
Consumo discrecional	●	●	●	●	●
Productos básicos	●	●	●	●	●
Comunicaciones	●	●	●	●	●
Sanidad	●	●	●	●	●
Tecnología	●	●	●	●	●
Finanzas	●	●	●	●	●
Inmobiliaria	●	●	●	●	●

Renta variable: regiones

Resumen

El despliegue de las vacunas, junto con la adaptación en curso y el continuo apoyo político, sigue impulsando las perspectivas de la economía mundial y el apetito de riesgo. Con la recuperación económica de China tras la perturbación inducida por la pandemia en gran medida, así como con el aumento de las tasas de contagio del virus en APAC, hemos reducido recientemente nuestra fuerte sobreponderación en Asia Emergente y, al mismo tiempo, hemos cerrado una infraponderación en el Pacífico sin Japón.

América del Norte



Recientemente se han desembolsado estímulos fiscales adicionales en una economía que ya se está recuperando rápidamente. El PIB se ha acercado a los niveles anteriores a la crisis y es probable que siga aumentando en los próximos meses. Los beneficios empresariales están repuntando con fuerza en 2021: las expectativas siguen aumentando.

Japón



Las valoraciones han sido atractivas, pero la tendencia a la mejora de la rentabilidad se había desvanecido mucho antes de que estallara la crisis. El mercado japonés confunde tradicionalmente la mayoría de las llamadas tácticas, y su cambio estratégico hacia un modelo más convencionalmente capitalista avanza muy lentamente.

Europa desarrollada sin el Reino Unido



El crecimiento es menor en los mejores momentos, pero los retrocesos locales observados tras los recientes cierres fueron menores de lo que se temía. La Eurozona también puede beneficiarse de la recuperación mundial, y la credibilidad del euro se ha visto reforzada por el fondo de la pandemia. Recientemente hemos cerrado nuestra posición de infraponderación.

Pacífico ex Japón



Un buen comienzo de año para las materias primas sigue apoyando a la economía australiana, mientras que la buena gestión de la pandemia en Singapur y -por ahora- el desvanecimiento de las tensiones políticas en Hong Kong también son positivos. Recientemente cerramos nuestra anterior infraponderación y pasamos a ser neutrales.

Reino Unido



Las elevadas ponderaciones del mercado británico en sectores impopulares y con problemas de ESG, como el petróleo y la minería, han contado en su contra, pero se han descontado muchas cosas y, a medida que los precios de las materias primas se recuperan, hemos pasado recientemente a ser neutrales.

EM EMEA



Dominada por Rusia (con su riesgo geopolítico, su débil gobernanza y su economía intensiva en petróleo), así como por América Latina (con problemas de gobernanza, gran peso de las materias primas y volatilidad de los tipos de cambio). Preferimos mantenernos neutrales en esta región.

Suiza



Las grandes ponderaciones en sanidad y productos básicos de consumo dan al mercado suizo una orientación defensiva que, en nuestra opinión, no es atractiva en un clima más centrado en la recuperación. Recientemente hemos pasado a infraponderar al máximo.

EM Asia



A largo plazo, los países emergentes de Asia seguirán siendo la región más dinámica de la economía mundial, ya que el PIB y el capital del mundo pivotan allí. Sin embargo, a corto plazo, la recuperación económica de China ha concluido en gran medida y las tensiones geopolíticas en la región han aumentado últimamente. En algunas economías asiáticas se ha reanudado la supresión de la covarianza. Recientemente hemos reducido tácticamente nuestra sobreponderación máxima.

Renta variable: sectores

Resumen

Seguimos favoreciendo una combinación de crecimiento cíclico y estructural, que recientemente se inclina más hacia el primero, ya que recientemente hemos cancelado una infraponderación anterior en el sector financiero europeo en detrimento del sector sanitario europeo, más defensivo.

Anteriormente nos mostramos más positivos con respecto a las empresas industriales y financieras estadounidenses, que pueden beneficiarse de la recuperación cíclica. En septiembre redujimos nuestra exposición a los materiales estadounidenses, mientras que aumentamos nuestra exposición a la sanidad estadounidense.

Sanidad (US)

Sanidad (EUx)¹

A medida que la recuperación económica madura, consideramos apropiado reducir nuestra exposición cíclica en EE.UU., mientras que pasamos a sobreponderar la atención sanitaria estadounidense.

Tecnología (US)

Tecnología (EUx)

Un sector de larga duración, que también puede funcionar bien cíclicamente, y que ofrece cierto aislamiento de los cierres. Recientemente hemos reducido nuestra sobreponderación, ya que nos inclinamos cada vez más por los sectores menos afectados por el aumento de los tipos de interés a largo plazo.

Industriales (US)

industriales (EUx)

Recientemente hemos inclinado las carteras hacia el crecimiento cíclico añadiendo al sector industrial estadounidense. Los industriales están bien situados para beneficiarse cuando las economías se recuperen y la actividad se reanude.

Materiales (US)

Materiales (EUx)

Los materiales se enfrentan a más vientos en contra que la mayoría de los sectores por consideraciones ESG a largo plazo. Para reducir la exposición cíclica, ajustamos nuestras posiciones en materiales estadounidenses a una sola sobreponderación.

Energía (US)

Energía (EUx)

Las valoraciones de las acciones ya se han recuperado en cierta medida, y vemos que los retos estructurales y de ESG (como el suministro de energía alternativa) son demasiado grandes para que cambiemos nuestras opiniones tácticas.

Inmobiliaria (US)

Inmobiliaria (EUx)

A pesar de tener un cierto contenido cíclico, el sector suele funcionar como un sustituto de la renta fija, y con la curva de rendimientos en aumento nos mantenemos infraponderados. Se trata de acciones, no de inmuebles directos.

Comunicaciones (US)

Comunicaciones (EUx)

Un sector que suma los medios de comunicación sociales y convencionales y los servicios de Internet: un beneficiario de los cambios en las prácticas de trabajo a largo plazo, pero también un objetivo de preocupación regulatoria. Recientemente hemos pasado a ser neutrales en EE.UU. al añadir más ciclicidad.

Servicios públicos (US)

Servicios públicos (EUx)

Un sector de bonos defensivos que da prioridad a la seguridad. Aunque no es barato, recientemente redujimos una importante infraponderación en Europa al pasar a infraponderar el sector inmobiliario europeo, más volátil.

Finanzas (US)

Finanzas (EUx)

Recientemente hemos sobreponderado el sector financiero estadounidense, que está fuertemente capitalizado y bien situado para una recuperación cíclica y unas expectativas de tipos de interés más firmes. Los bancos europeos están menos capitalizados y el crecimiento es más débil, pero recientemente hemos cancelado una posición infraponderada en ellos.

Consumo discrecional US)

Consumo discrecional (EUx)

Un juego sobre la recuperación de las expectativas de crecimiento y el apetito por el riesgo. Los bienes de consumo europeos ofrecen una exposición global. El flujo de caja de los consumidores estadounidenses antes de la crisis era fuerte, y el mercado de la vivienda no parecía sobrecargado.

Productos básicos (US)

Productos básicos (EUx)

Los productos básicos podrían quedar rezagados a medida que aumente la confianza en la recuperación y se reactive el apetito por el riesgo. Sus características de larga duración son menos atractivas de lo que eran, y sus fuertes cualidades defensivas son claramente poco atractivas actualmente.

¹ EUx = Europa desarrollada sin el Reino Unido

Renta fija

Resumen

Creemos que el reciente aplanamiento de las curvas de rendimiento es poco probable que dure, y seguimos infraponderando la duración. El crecimiento puede estar tocando techo, y los cuellos de botella pueden disminuir durante un tiempo, pero es probable que la capacidad sobrante siga disminuyendo y que la inflación acabe aumentando. Es probable que los bancos centrales estén "detrás de la curva". También seguimos prefiriendo el crédito de menor calidad en grado de inversión y el especulativo (o "alto rendimiento") a los bonos gubernamentales básicos, pero los diferenciales se están agotando.

De alta calidad (USD) 
De alta calidad (EUR, CHF) 

Encabezados por los recortes de tipos de emergencia y la promesa de una QE de duración indefinida (incluyendo los bonos corporativos por primera vez) en la Reserva Federal de EE.UU., los principales bancos centrales han adoptado medidas de política monetaria de emergencia para evitar los daños a largo plazo de los cierres económicos. Esto ha apoyado a los bonos de mayor riesgo: reactivar un mercado de crédito líquido en general ha sido uno de sus objetivos.

IG de bajo grado (USD) 
IG de bajo grado (EUR, CHF) 

La considerable expansión cuantitativa (QE) a ambos lados del Atlántico ha ofrecido un apoyo directo a los bonos corporativos con grado de inversión, ya que los bancos centrales han mantenido el flujo de liquidez. Hemos mantenido nuestro posicionamiento, pero los diferenciales son ahora más estrechos.

Alto rendimiento (USD) 
Alto rendimiento (EUR, CHF) 

Los diferenciales de los bonos de alto rendimiento se ampliaron inicialmente de forma sustancial. En abril ampliamos las posiciones en las carteras europeas (menos expuestas que las estadounidenses a los riesgos añadidos del sector petrolero). Esto nos permitió captar un rendimiento adicional y beneficiarnos potencialmente de cualquier ajuste de los diferenciales a medida que mejoraba el entorno del mercado. Ahora hay mucho menos espacio para un mayor ajuste.

Duración 

La curva de rendimiento estadounidense se ha aplanado recientemente, pero no ha sido especialmente pronunciada y tiene mucho margen para volver a ganar pendiente. En Europa, la inclinación apenas ha comenzado. Seguimos infraponderando la duración en todas las divisas.

Divisas

Resumen

La volatilidad de los tipos de cambio sigue siendo baja, lo que no es de extrañar dada la convergencia de la inflación y los tipos de interés. Es probable que en algún momento se produzca una rotación cíclica en detrimento del dólar, pero mientras tanto es muy posible que vuelva a sonreír, ya que el crecimiento estadounidense sigue sorprendiendo positivamente. A largo plazo, es probable que el dólar siga siendo la principal moneda de reserva en el futuro inmediato: el renminbi no podrá desafiarlo hasta que desaparezcan los controles de capital y el superávit estructural por cuenta corriente de China.

Dólar americano 

Suele ser un refugio seguro en momentos de tensión, pero también un beneficiario potencial del fuerte crecimiento liderado por Estados Unidos. No está especialmente caro. Las expectativas de consenso de un debilitamiento sostenido pueden ser de nuevo prematuras.

Euro 

La iniciativa franco-alemana, en la que los préstamos mutuos comparten parte de los costes de recuperación de Covid, ha favorecido las perspectivas de la Unión y de su moneda común. Anulamos una postura anteriormente negativa sobre el euro en 2020.

CHF 

El atractivo del franco como refugio seguro se ha desvanecido a medida que ha mejorado el apetito por el riesgo y se ha reforzado la credibilidad del euro.

ROW¹ 

Las expectativas para la economía del Reino Unido fuera de la UE son probablemente demasiado bajas; a un nivel más elevado, las perspectivas de crecimiento de China también pueden estar infravaloradas. Sin embargo, ninguna de las dos cosas es urgente.

¹ GBP, YEN, Renminbi, AUD

Investment Insights

En el corazón de Investment Insights se encuentra un amplio conjunto de publicaciones oportunas y perspicaces, podcasts e infografías.

Para obtener más información sobre nuestros Investment Insights, visite nuestra página de Wealth Insights en www.rothschildandco.com/insights



Información importante

Este documento ha sido elaborado por Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zurich (el "Banco") con fines meramente informativos y de marketing y para uso exclusivo del destinatario. Salvo en el caso del Banco lo autorice expresamente por escrito, queda prohibida la copia, reproducción, distribución o transmisión de este documento, ya sea de forma parcial o en su totalidad, a cualquier otra persona. Este documento no constituye una recomendación personal o una oferta o invitación a comprar o vender títulos o cualquier otro producto bancario o de inversión. Nada de lo que figura en este documento constituye asesoramiento jurídico, contable o fiscal. Aunque la información y los datos que aquí figuran se han obtenido de fuentes consideradas fiables, no se ofrecen garantías, ya sea de forma expresa o implícita, ni ahora ni en el futuro, sobre su fiabilidad y, salvo en caso de fraude, el Banco no acepta responsabilidad u obligación alguna con respecto a la imparcialidad, precisión o integridad de este documento o a la información en la que se basa o a la fiabilidad que se le otorgue.

En particular, no se ofrecen garantías respecto al alcance o la razonabilidad de cualesquiera proyecciones futuras, objetivos, estimaciones o pronósticos que figuren en este documento. Asimismo, todas las opiniones y datos utilizados en este documento están sujetos a cambios sin previo aviso. Rothschild & Co Bank AG distribuye este documento en Suiza. La legislación u otras regulaciones podrían restringir la distribución de este documento en ciertas jurisdicciones. En consecuencia, los destinatarios del mismo deben informarse acerca de todos los requisitos legales y regulatorios, y cumplirlos. Con el fin de descartar cualquier posible duda, quedan prohibidos la copia, el envío y la introducción de este documento en Estados Unidos, así como su distribución en dicho país o a una persona estadounidense. Rothschild & Co Bank AG tiene su sede social en Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich, Suiza y está autorizada y regulada por la Autoridad Federal de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA).