GATE ADVISORY
GLOBAL ALLOCATION TACTICAL EXPERTIZE

Outlook 2021

28.12.2020

Outlook 2021. *Not to be forwarded. For professionals only. For personal use only!*

Outlook 2021: Collision Course

Como todos los años, examinaré Geopolítica, Macro global y clases de activos para determinar la estrategia de inversión para el próximo año.

Como cada año, quisiera señalar que este documento es una fotografía del pasado y una proyección en el momento de su redacción, lo que significa que evolucionará con el tiempo para adaptarse.

Este documento siempre se ha redactado siguiendo el mismo patrón: responder a las principales preguntas que cualquier inversor tendrá que hacerse para navegar por las turbulentas aguas del 2021.

Tu escriba escribiendo a través de Global Macro Insight todos los días, tu escriba irá directamente al grano.

Cuáles son las principales preguntas para los inversores:

1. Crecimiento económico mundial: recuperación rápida (¿vacunas eficaces?) ¿O infección del “Día de la Marmota”?
2. Biden: ¿Cambio completo o transición simple en la era posterior a Trump? ¿Estados Unidos está de vuelta en el juego? (¿Dólar? ¿Valores estadounidenses? ¿Govies? ¿Sobrepeso?).
3. China: ¿El nuevo líder o el eterno segundo? Taiwán ¿Objetivo de Xi Jinping (duplicar el PIB, descarbonización)?
4. Desborde de liquidez: ¿MMT o reinicio? ¿Bueno para todos los activos, incluido el capital privado?
5. Inflación: ¿el despertar del tigre?
6. Bonos / Valores: ¿Cruce de caminos o rumbo de colisión? Aun así, ¿necesitas ser Barbell?

Tu escriba cree que también podemos tener 6 subtemas que darán forma a gran parte de nuestros temas futuros y el posicionamiento de nuestro GTO, los encontrará en el fondo a lo largo de este documento:

1. Recuperación desigual
2. Desafíos políticos
3. Aumento de la carga de la deuda
4. Transformación digital
5. Impacto ambiental
6. Tendencia social

1 – Global economic growth: Rapid catch up (effective vaccines?) or “Groundhog Day” infection?

Para el consenso, la recuperación se hará efectiva en 2021, y la forma de este regreso a la normalidad será en forma de V, según el mismo consenso. Goldman incluso habla de una "corrida de toros en 2021" ...

Tu escriba no está de acuerdo con esto por varias razones (al menos al comienzo del año):

- Las políticas económicas y sanitarias basadas únicamente en un "todo incluido" siempre terminan mal: todo incluido en los bancos centrales y todo incluido en las vacunas, dos ejemplos entre muchos otros.
- Como anticipó la OCDE, el ritmo de la recuperación será más lento de lo esperado. Tu escriba se suscribe a una repetición de raíz cuadrada.
- Algunos bancos centrales ya están comenzando a hablar de normalización (como el PBOC por ejemplo o ciertos bancos centrales del norte de Europa).
- Muchos pronósticos dependerán de la gestión de la pandemia de Covid.
- Los mercados ya no tienen en cuenta los fundamentos macroeconómicos:
    - M2 en los EE. UU. en un récord, pero su velocidad se ha derrumbado
    - El PIB nominal y el consumo aún no se encuentran en los niveles de 2019.
    - Los indicadores como el Citigroup US Economic Surprise Index aún no se recuperan cuando el S & P500 alcanza máximos históricos.
    - Las relaciones deuda global / PIB y capitalización de mercado global / PIB global se encuentran en niveles récord y muy por encima de las de 2000 y 2008.

El 3 de diciembre, su escribiente escribió una Visión macro global titulada "¿Y si ...?". Eran 6 en número:

- "¿Y si" los planes económicos planificados o anunciados no llegaran a tiempo por razones políticas?
- "¿Y si" los bancos centrales pasaran su turno en diciembre?
- “¿Y si” las “buenas” cifras económicas, publicadas recientemente, escondieran ciertas grietas?
- "¿Y si" las vacunas no encontraran público?
- "¿Y si" respondió China?
- "¿Y si" las condiciones geopolíticas en torno a Irán o Taiwán se estuvieran saliendo de control?

Y estas condicionalidades harán que el inicio del año sea problemático:

- Los bancos centrales han respondido tímidamente al llamado de los mercados aumentando la duración de sus programas de recompra de activos, pero sin acelerar el ritmo, quid de las reuniones de enero.
- Se ha firmado el Brexit, pero aún no se ha ratificado, pero su estudio tardará dos meses a partir del 1 de enero. Es de esperar que no se consulte a los parlamentos de los Estados miembros ...
- El plan europeo de 750 000 millones de euros todavía no se ha lanzado.
- El plan estadounidense finalmente se desbloquea ... Pero, Larry Summers (un demócrata) dijo una vez que fue un error al hablar de la demanda de Trump de aumentar la ayuda a los estadounidenses a $ 2,000.
- China amenaza con responder a la presión perpetua de la administración Trump. Después de los aranceles, es el turno de las empresas chinas, ya sea que coticen en los EE. UU. o tengan un vínculo sospechoso con el ejército chino (EPL).
- Si Biden está preparado para renegociar un acuerdo nuclear con Irán, la inestable situación política de Israel puede ser un problema. Lo más importante es que los temores de tu escriba se centran en Taiwán.
- Por último, las vacunas y la baja tasa de adopción en algunos países.

Pararemos en el último punto. De hecho, si la década de 1970 estuvo marcada por un Stop&Go perpetuo de los bancos centrales, bajando o subiendo constantemente los tipos cada trimestre, es el turno de la política sanitaria de llevar a cabo estos Stop&Go.

La nueva tecnología de vacunas y su rápida introducción al mercado han suscitado dudas incluso dentro de las filas de la fuerza laboral de los servicios de salud.

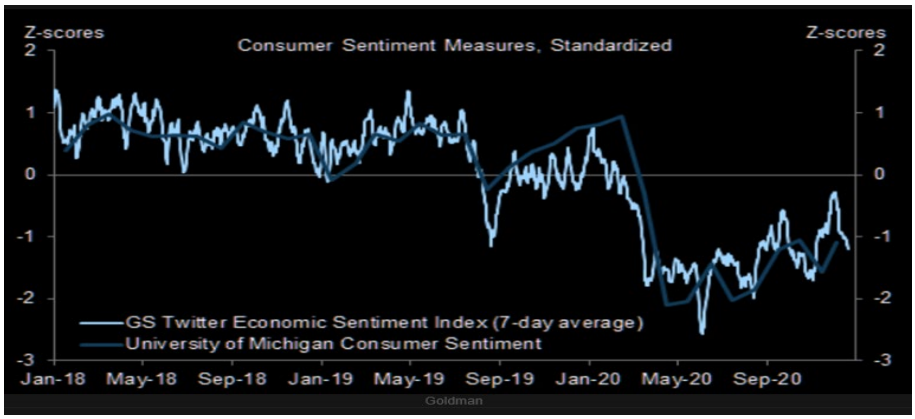
Los efectos secundarios que se ignoraron desde el principio y la complejidad de la cadena de suministro no ayudaron. Desde Estados Unidos hasta China, la población permanece dividida sobre la vacunación y los gobiernos temen que sea obligatoria.

Las nuevas cepas de este virus plantean dudas sobre la efectividad de estas vacunas a largo plazo, cuando se necesitaría un mínimo del 70% al 80% de la población vacunada para aspirar a lograr la inmunidad colectiva.

A fines de diciembre, muchos países se están reconfigurando, Japón prohíbe a cualquier extranjero ingresar a su suelo, e incluso China está hablando del regreso de los clusters. A nivel mundial, muchos sectores económicos permanecerán completamente cerrados hasta el 20 de enero.

A pesar del efectivo acumulado, parece que los consumidores ya se han dado cuenta de que las acciones del banco central y la voluntad de los planes del gobierno solo han retrasado algunos plazos sin resolver los problemas del fondo.

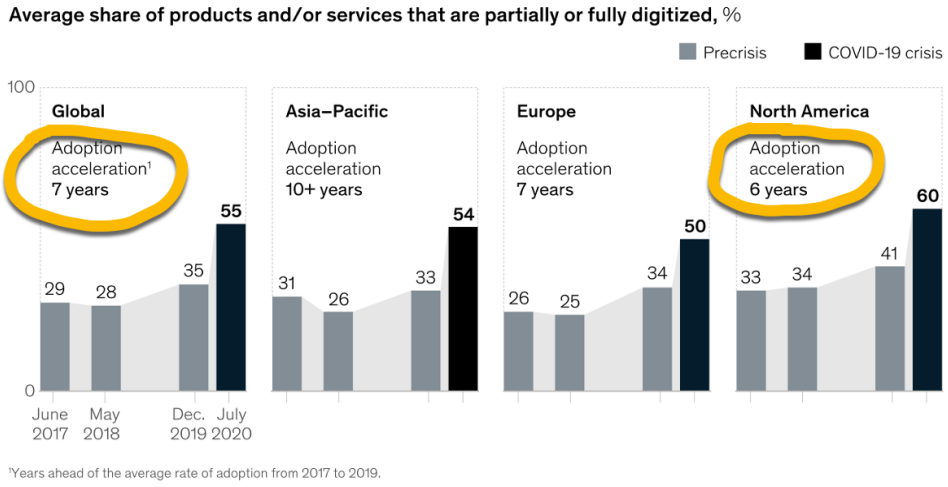
El símbolo de esta situación ubicua es la dicotomía entre las condiciones monetarias más acomodaticias de la historia, mientras que las condiciones para obtener préstamos solo se han endurecido.



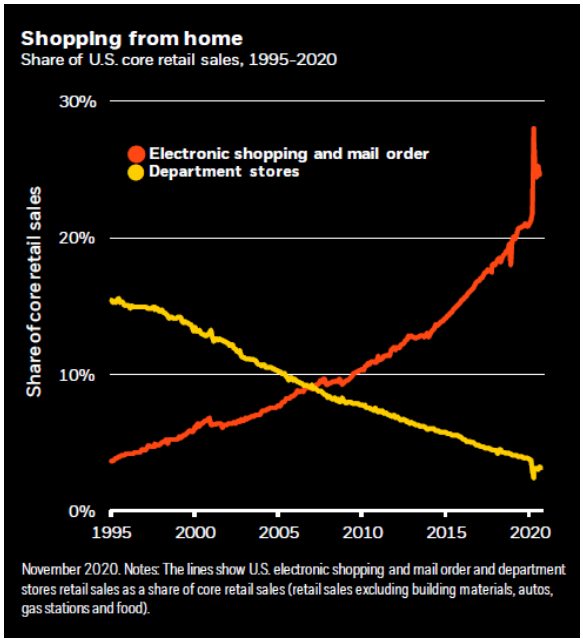
La estrategia "todo incluido" puede funcionar con humanos, pero un virus no tiene estado de ánimo, simplemente sigue su camino evolutivo sin preocuparse por el resto.

Si desde un punto de vista ecológico, el hecho de apostar por toda la electricidad no es la solución viable a largo plazo, lo mismo ocurre con cualquier política sanitaria centrada únicamente en las vacunas, sin desarrollar en paralelo ni las pruebas, ni las drogas ...

Tendremos una recuperación, pero será más caótica económica y socialmente que la que muestra la subida de los precios de los activos financieros. La digitalización forzada de nuestras economías dejará huellas socialmente ya que los movimientos han sido violentos, como muestran los dos gráficos siguientes.



McKinsey & Company



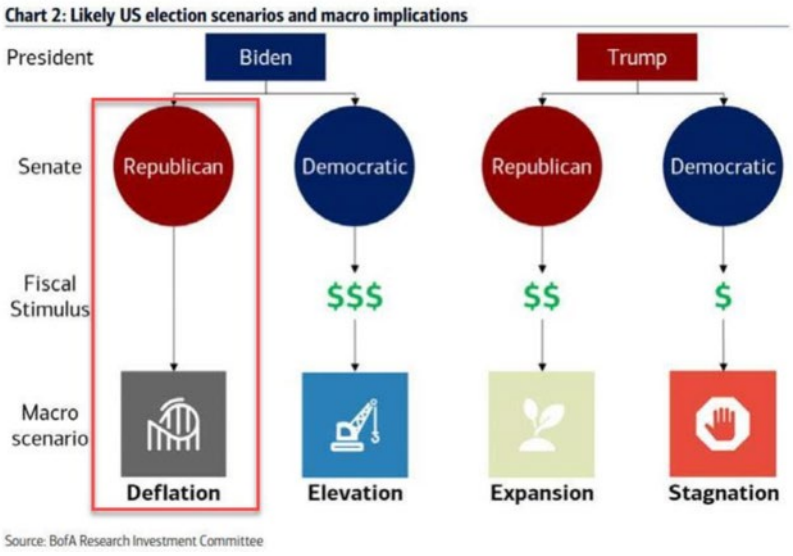
Por lo tanto, la recuperación debe tener la forma de una raíz cuadrada con riesgo de convertirse en una W si las vacunas son decepcionantes.

La infección en la economía mundial no parece estar disminuyendo tan rápidamente como anticipan los estrategas.

2 – Biden: Post-Trump Era = complete shift or simple transition? The USA are back in the game? (Dollar? US equities? Treasuries? Overweight ?).

Los europeos aún no comprenden que el sistema político estadounidense es parlamentario y no presidencial. Esto significa que las elecciones al Senado del 5 de enero son casi tan importantes como las elecciones presidenciales del pasado noviembre.

El miedo a la deflación ya está incorporado y el menor tamaño del estímulo fiscal podría impulsar al dólar al alza.



Si el Tea Party implosiona al Partido Republicano, la corriente liderada por Bernie Sanders podría hacer implosionar el campo demócrata. De hecho, la mayoría de los escaños de Camp Biden es escasa (29 escaños) en la Cámara de Representantes y todavía no sabemos si los republicanos podrán retener el control del Senado.

En algunos temas, los demócratas pueden tener que hacer concesiones a los clanes más extremos, provocando una gran reacción de los mercados financieros.

Para responder a la pregunta planteada, tendremos una transición más que una revolución política. Fue el Congreso (con mayoría demócrata en la Cámara) el que

votó por la venta de armas a Taiwán, el plan para prohibir a Huawei y, sobre todo, fue el Congreso el que votó los aranceles a las importaciones chinas ...

La única certeza es que Estados Unidos está de vuelta en el juego y la geopolítica estará al servicio de la economía y viceversa. Ésta es la base del concepto geopolítico de tu escriba: verticalización.

Para esquematizar dónde está Estados Unidos y parte del mundo, tenemos que trazar un paralelo con la década de 1970. A nivel generacional, también experimentaremos un terremoto demográfico con Millennials reemplazando a Baby Boomers ...

Los 70	Ahora
Geopolítica	
El período fue el apogeo de la Guerra Fría. El mundo estaba emergiendo de la primavera de Varsovia, el asunto de los misiles rusos en Cuba, la guerra de Vietnam estaba en su apogeo, el Khmer Rouge reinaba en el terror en Camboya. China está en gran parte ausente de la escena internacional. Los países del Golfo están utilizando el petróleo como arma geoestratégica y están hundiendo a Occidente en una ola de crisis económicas.	Las tensiones geopolíticas también están en su punto máximo. Estados Unidos teme que China invada Taiwán; Irán y Corea del Sur desatan su programa nuclear; el número de líderes populistas ha alcanzado un récord. No tenemos el mismo intervencionismo militar que en la década de 1970, pero los aranceles han iniciado el mismo tipo de tensiones geopolíticas. Sin olvidar, la guerra en Siria y sus movimientos de población. El lugar de China es una de las únicas diferencias reales. Reemplazó a la URSS en el tablero de ajedrez de tensión bipolar de la década de 1970.
Política de Estados Unidos	
Nixon, mentiroso compulsivo, es reelegido, pero Watergate provoca su "juicio político".	El actual presidente podría ser reelegido y caer bajo el golpe de juicio político lanzado por el Fiscal General de Nueva York ... Al final, no fue reelegido, pero los observadores políticos estadounidenses estaban tan tensos que parecía aferrarse a su asiento.

Sociología	
Estos años están marcados por enfrentamientos étnicos en Estados Unidos. El KKK ataca a la comunidad negra (bombas en las escuelas, por ejemplo). El movimiento Black Panther cristaliza las demandas de la minoría negra en Estados Unidos. Secuestra un avión en 1972. El "miedo rojo" destilado por el macartismo de la década de 1950 sigue presente, los estudiantes son asesinados a tiros en el campus por la policía. Los primeros días de la informática permitieron el mapeo de la población a gran escala, implementando el sistema creado por Hoover. IBM tenía 10 años en 1971 y los primeros servidores parecían plantear el problema de la interacción hombre / máquina. Al mismo tiempo, el movimiento ambientalista está despegando. Esto marca el inicio de la lucha contra la energía nuclear y las manifestaciones más o menos violentas por un mundo más verde. Emancipación de la mujer. Los movimientos feministas están despegando.	Muchas demandas del Partido Pantera Negra siguen siendo relevantes hoy en día y son retomadas por el movimiento Black Lives Matter. Los supremacistas blancos se exponen fácilmente en público. Las protestas interraciales a menudo resultan en muertes. El miedo a China se destila por el poder en el lugar. Hemos pasado del "miedo rojo" al "peligro amarillo". Facebook se está convirtiendo en el software de registro y seguimiento que a Hoover le hubiera encantado. Además, se alimenta de la población, y de buena gana ... La IA se está desarrollando a gran velocidad, lo que plantea el problema del aumento del hombre y el lugar del hombre en una nueva sociedad uberizada y robótica. El movimiento ambientalista está experimentando un renacimiento y ocupa un lugar importante en la política. El calentamiento global actúa como catalizador de la descarbonización. Nace el movimiento MeToo y la voz de las mujeres está equipada con organizaciones legales y armas.
Economía	
Los diversos choques petroleros provocan repetidas crisis económicas.	El Covid provocó un shock económico sin precedentes, pero la guerra comercial entre Estados Unidos y el

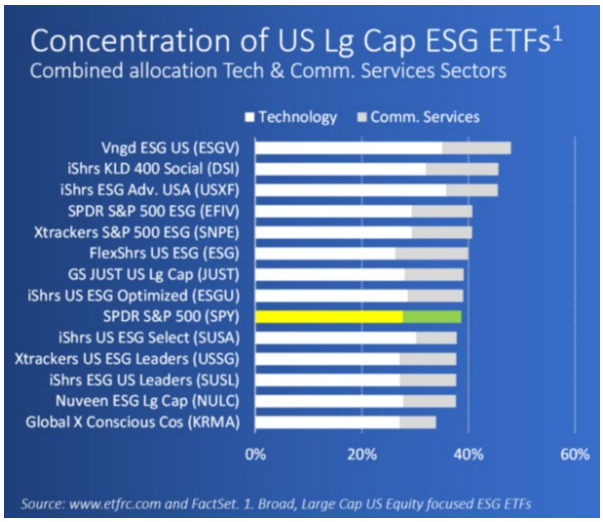
Esto genera importantes eventos inflacionarios. En el corazón del desorden en la política monetaria en la década de 1970 estaba la tendencia de un banco central como la Reserva Federal a seguir una política monetaria de "Stop & Go". La política monetaria fue consecuencia de la tendencia de un banco central a ser sensible al cambio en el equilibrio de las preocupaciones públicas entre inflación y desempleo. La Fed estaba impulsando el empleo en la fase "Go" del ciclo hasta que el público se preocupó por el aumento de la inflación. Luego, una política de tasas de interés agresiva lanzó la fase de "Stop" del ciclo para reducir la inflación, mientras que la tasa de desempleo aumentó con un retraso. El apoyo público a los aumentos de las tasas de interés se evaporó una vez que la tasa de desempleo comenzó a subir, por lo que fue políticamente difícil revertir una alta tasa de inflación. Estos años han sentado las bases de las políticas de recorte de tipos que estamos viviendo. Marcaron el comienzo del repunte de los bonos desde la década de 1980 hasta la actualidad.	resto del mundo ya había allanado el camino. Si los bancos centrales son omnipotentes debido a las políticas monetarias acomodaticias, se encuentran en la misma situación difícil para revertir sus políticas monetarias. Los mercados financieros han reemplazado las preocupaciones públicas, pero aún dependen tanto de consideraciones no monetaristas. La lucha contra la deflación sustituyó a la lucha contra la inflación de la época, lo que significa que podríamos volver a un entorno inflacionario, difícil de controlar en caso de "éxito" ... Además, la cesta de referencia que mide la inflación está sesgada, porque no incluye los costos de salud y escolares, así como los alquileres ... El cambio a la tasa negativa ahora está causando cierto desorden, planteando la cuestión de una nacionalización completa de las finanzas globales, o el fin del mercado alcista de bonos (lo que significa el fin de la caída perpetua de las tasas) iniciado a finales de la década de 1970. Pero el "Stop & Go" monetario es reemplazado por la postergación de las políticas de salud, liberando y luego alternativamente confinando la economía ...

(Source GMI – 02/09/2020)

A finales de la década de 1970, Estados Unidos se convirtió en la principal potencia mundial y en la próxima década solo China llegará a desafiar esta posición, y ningún otro país.

Por lo tanto, se prefieren los valores estadounidenses, pero no "solo largas" debido a la extravagancia de las valoraciones de ciertos grupos tecnológicos y la concentración de estos valores en índices de valores. Esta precaución relativa solo es apropiada a principios de año.

La dificultad de cambiar de planes para apoyar la economía no debe disminuir. 17 millones de estadounidenses no están al día con los pagos de su hipoteca (alquiler o préstamos) y el 33% podría perder sus casas en los próximos dos meses ...



El principal problema con los mercados de valores en los Estados Unidos radica en los ataques tanto de reguladores como de parlamentarios al FANG.

En un mundo donde los presupuestos están devastados por la crisis de Covid, será necesario ir a buscar el dinero en alguna parte ... Pero el peso de FANG en los índices es enorme.

La Fed tendrá que lidiar con un muro de vencimientos de bonos, además del muro de deuda de empresas zombis que mantiene a distancia. Debemos centrarnos en los vencimientos de bonos a corto y ser selectivos en el High Yield.

El dólar está bajo una tremenda presión por la cantidad casi histórica de posiciones cortas. Sin embargo, no es seguro que los demócratas puedan controlar el Senado, lo que reducirá el alcance de los planes fiscales futuros.

Además, la Fed no puede controlar el dólar ni sus mercados de bonos y valores. Si quiere continuar con su política acomodaticia, no puede permitirse un shock inflacionario causado por una caída del dólar, por ejemplo, especialmente si es el yuan el que se beneficia.

Esta visión de un frenazo momentáneo de la caída del dólar planteará la cuestión de la asignación a los países emergentes.

3 – China: The new leader or the eternal second? Taiwan? Xi Jinping's targets (double the GDP, decarbonization)?

China es la gran ganadora de este año 2020. Será la única economía que podrá registrar un PIB positivo en este año golpeado por la crisis de Covid, y la balanza comercial con Estados Unidos nunca ha sido tan superávit.

De hecho, China ha terminado el trabajo iniciado por Estados Unidos de borrar parcialmente a Europa de gran parte del tablero de ajedrez geopolítico y tecnológico.

Geopolíticamente, China ha tomado el lugar de Europa y en Asia intentará imponer su presencia. Beijing está considerando una revisión radical del comité electoral que elige al director ejecutivo de Hong Kong eliminando los 117 escaños que probablemente serán controlados por los concejales de distrito de la oposición para eliminar su influencia en la carrera por el liderazgo de 2022.

La flota estadounidense se está volviendo cada vez más "invasora", al menos más visible, en el Mar de China. El ministro de Relaciones Exteriores de China advirtió a la administración Trump que detenga la política actual dirigida a grupos chinos y rusos.

Taiwán es el punto de fricción entre los dos gigantes. La isla tiene una joya, TSMC. La crisis de Covid, y especialmente la guerra comercial de Trump, han puesto de relieve un enorme vacío en la soberanía de China dentro de su cadena de suministro tecnológica. Sin embargo, el grupo TSMC solo puede llenarlo.

El objetivo de duplicar el PIB es lógico ya que el rezago de China en términos de PIB/habitantes sigue siendo significativo en comparación con Estados Unidos. La descarbonización es un eje político, pero también una necesidad vital, ya que el país se ve afectado por el cambio climático.

La enorme presa de las Tres Gargantas de China estaba en camino el 20 de agosto de 2020 para alcanzar niveles récord de agua, ya que las lluvias torrenciales provocaron fuertes inundaciones en el río Yangtzé. China ha pagado un alto costo de al menos $ 29 mil millones. Las inundaciones afectaron a casi 70 millones de ciudadanos chinos en 28 provincias.

Debido al principio de Tucídides, el lugar de China no puede realizarse sin tensión a nivel geopolítico. Sin embargo, si logra manejar el problema de su sector inmobiliario, la próxima década bien podría serle favorable, también respaldada por la fortaleza económica de los países asiáticos.

Para tu escriba, los bienes raíces chinos son la garantía del crecimiento de su PIB. Este sector representa el 60% de los activos de los hogares chinos y el 58% de los multimillonarios en este sector son del Imperio Medio.

Por el momento, Hong Kong concentra todos los riesgos en el plan inmobiliario y las autoridades siguen regulando el sector para obligar a los desarrolladores a ser más estrictos en la financiación de proyectos.

Política y económicamente, este sector no puede ni debe caer. Beijing hará lo que sea necesario para mantenerlo en pie.

Con respecto a los bonos, los incumplimientos de pago han alimentado los temores en esta clase de activos. Tu escribano quisiera señalar que estos mismos inversores preocupados no se hicieron este tipo de preguntas cuando el país no tenía incumplimientos ... Más bien, fue la situación anterior la que fue anormal.

Aquí nuevamente, las autoridades y reguladores han obligado a las empresas a mejorar sus informes y, sobre todo, el hecho de que estén calificadas como EPE (Empresa del Estado) no significa (salvo en el subconsciente occidental) que sus deudas estén garantizadas. por el Estado…

Los 3 ejes principales del último pleno son claros:

Circulación dual, reforma de los factores del mercado, gobernanza

Espere escuchar mucho más sobre algunas palabras de moda relativamente nuevas, especialmente circulación dual, reforma de los factores de mercado y gobernanza, así como otras más antiguas, como reforma estructural en el lado del Reino Unido. oferta que apareció por primera vez a finales de 2015.

El presidente Xi Jinping dio a conocer la estrategia de "circulación dual" en una reunión del Politburó en mayo. Si bien no se han publicado detalles concretos de la estrategia, en términos generales, se trata de hacer que la economía sea más dependiente de la "circulación interna", el ciclo interno de producción, distribución y consumo, por sí mismo. desarrollo, si bien está respaldado por la "circulación externa", que se relaciona con el comercio y la inversión internacionales, así como con los vínculos de China con el resto del mundo.

¿Más objetivos de crecimiento del PIB?

El XIV FYP es especialmente importante para la próxima etapa del desarrollo económico y social de China, ya que 2020 marca el final del objetivo de décadas del país de lograr una "sociedad moderadamente próspera en todos los aspectos". Es un concepto tradicional que se remonta a la época confuciana para describir una sociedad con una clase media próspera. Se ha perfeccionado y actualizado a lo largo de los años y se desarrolló con objetivos concretos en el 18o Congreso del Partido Comunista en noviembre de 2012: duplicar el producto interno bruto (PIB) y el ingreso per cápita de 2010 a 2020, y erradicar la pobreza. Los objetivos deberán alcanzarse justo antes del centenario de la fundación del partido en 2021.

Y luego duplicarlo nuevamente para el 2035.

Más atención al consumo

China ha enfatizado durante muchos años la importancia de aumentar la demanda interna, especialmente después de la crisis financiera mundial de 2008-2009. Pero la atención se ha centrado en la inversión en infraestructura e inmobiliaria con mucho menos apoyo al consumo de los hogares, que es un problema más largo y complejo de resolver.

El más importante durante el último pleno es el alargamiento de la temporalidad de los planes económicos. Los planes quinquenales se mantienen, pero serán parte de un plan que cubrirá los próximos quince años, comenzando por el último.

Tu escriba señala que las autoridades chinas no tendrán el mismo respeto por los gigantes digitales que los occidentales. Solo mire lo que le hicieron al Grupo Alibaba y su subsidiaria Ant Financial ...

Esto debe tenerse en cuenta al invertir en China. Esta seguirá siendo nuestra zona de inversión preferida a través de los temas China Better Life y China Decarbonization 2060.

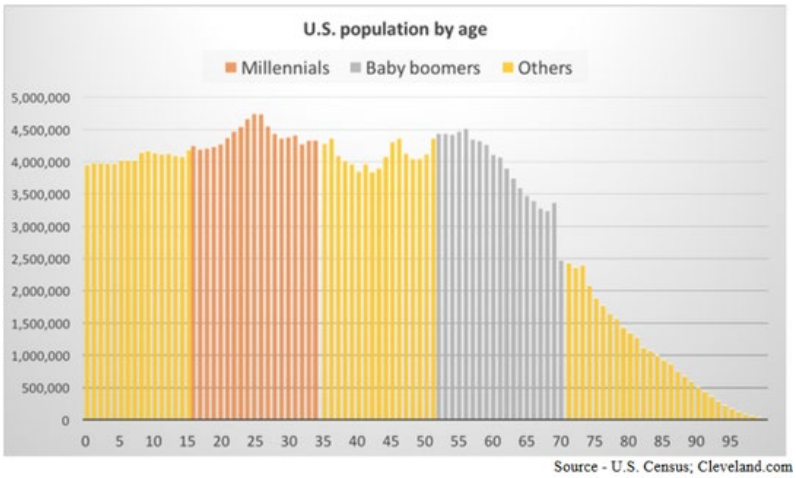
Debido a la apreciación del Yuan, los bonos y valores chinos A también deberían ser favorecidos.

China también está ayudando a abordar el problema de las criptomonedas. Tu escriba todavía cree que BITCOIN y, por qué no, Ethereum, son fuentes interesantes de diversificación.

Pero China ha pasado al siguiente nivel al haber realizado una doble prueba de su Yuan Digital este año. Tu escriba está convencido de que los bancos centrales impondrán tales monedas para poder rastrear y gravar todos los flujos financieros del país.

4 – Liquidity Binge: MMT or Reset? Good for all assets, including Private Equity?

La pregunta que se harán los mercados, en unos meses, se centrará en el cambio a MMT, o no, de las políticas monetarias de los bancos centrales. Además de los planes de financiación de Covid, la demografía solo acelera los déficits de financiación de los planes de seguridad social y de pensiones.



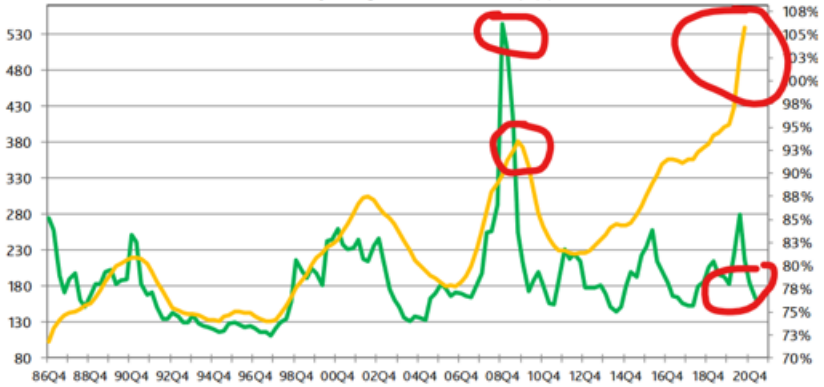
Source - U.S. Census; Cleveland.com

En este contexto, mientras que la creación de dinero ha alcanzado su punto máximo, la velocidad se ha derrumbado. MMT, al distribuir liquidez directamente a los consumidores, podría devolver la velocidad a la vida, pero de facto creando un entorno inflacionario, empujando así a los bancos centrales a subir las tasas de interés, provocando el final del mercado alcista de bonos. y provocando la Gran Rotación hacia valores ...

Pero, como en el motor de un automóvil (con un motor de combustión interna "viejo", no eléctrico), cualquier cambio de velocidad es precedido por una explosión ...

Figure 2: Drop by the Ratio of Debt to Net Revenues May Help to Contain Long-Term Baa Industrial Bond Yield Spread in 2021

sources: Moody's Analytics, Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis



No parece preocupar a nadie que el apalancamiento, representado por la relación Deuda / Ingreso Neto, se encuentre en un máximo histórico desde 1986 y 12 puntos porcentuales por encima del récord de 2008, mientras que los diferenciales de crédito están en su nivel más bajo. (ver el gráfico de arriba) …

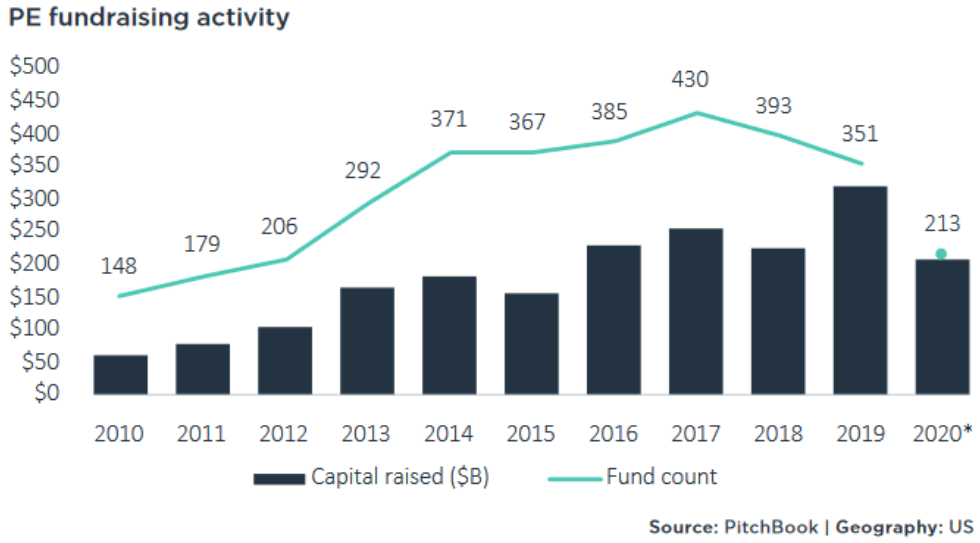
Si bien el apalancamiento ilustrado anteriormente creará oportunidades para los administradores de deuda en dificultades, debe entenderse que la cantidad de deuda con calificaciones por debajo del grado de inversión se ha más que duplicado desde 2007, alcanzando $ 5.3 billones. ...

Pero tu escriba cree que el capital privado es una fuente de rendimientos interesantes sobre las inversiones. Debido a las regulaciones cada vez más restrictivas y la presencia de inversores privados en los mercados cotizados, el número de empresas que utilizan la bolsa seguirá disminuyendo a favor de las empresas que permanecen en el sector privado o que regresan a él.

Como resultado de las políticas monetarias que empujan billones de dólares en bonos a tasas de interés negativas, los inversores aumentarán la participación de la alternativa. El riesgo de renta variable debe considerarse globalmente, por lo que si se prefiere la renta variable, también debe serlo el capital privado.

Según PitchBook, la industria de capital privado tendrá que recaudar más de $ 330 mil millones en 2021, superando su récord de 2019. El auge de los valores cotizadas observado desde marzo de 2020 probablemente sea una bendición para los gerentes de PE, gracias a un mecanismo conocido como efecto denominador inverso.

A medida que el valor de otras partes de la cartera de un receptor aumenta de valor, los compromisos necesarios para mantener una asignación objetivo para el PE aumentan en paralelo. En noviembre, la Reserva Federal afirmó su intención de continuar con su programa de compra de activos, lo que debería alentar a los inversores a recurrir a activos de riesgo, incluido el PE.



Las dos razones principales de la aceleración de las transacciones de PE son:

- Mantener valoraciones sostenidas. El S & P500 se cotiza ahora a una relación precio-beneficio (CAPE) ajustada al ciclo de 33.071 debido a una gran cantidad de factores que incluyen la relajación monetaria, el apetito generalizado por el riesgo y la aparición de grandes empresas impulsadas por la inversión. crecimiento que se negocia a altos múltiplos de ingresos, sin mencionar los resultados. En el lado privado, el múltiplo EV / EBITDA mediano para las recompras fue de 12.7x hasta el tercer trimestre de 2020, empatando su récord. El uso del apalancamiento en 2021 se verá impulsado por las bajas tasas de interés, la fuerte demanda de deuda de alto rendimiento y un exceso de polvo seco en los fondos de préstamos directos.

- Cientos de grandes empresas que cotizan en bolsa están lidiando con la carga económica causada por la pandemia. Esta tensión económica ha

> obligado a muchas empresas a poner todas las opciones sobre la mesa, incluida la venta de negocios secundarios. Para aumentar aún más la tensión, muchas de estas grandes empresas aumentaron su carga de deuda al comienzo de la pandemia, con la esperanza de que este apalancamiento les ayude a superar esta crisis. Estas mismas empresas ven que sus ingresos continúan bajo presión nueve meses después y no quieren arriesgarse a sobreendeudarse. Mientras muchas empresas grandes están luchando, las empresas de PE han recaudado cientos de miles de millones de dólares y están descansando en alrededor de $ 1 billón de "polvo seco".
>
> Estas empresas de capital privado vieron esta liquidez disponible aumentar durante la crisis a medida que disminuía la actividad de LBO tradicional, pero la recaudación de fondos se mantuvo saludable. Las empresas de PE ahora están buscando transacciones masivas para gastar rápidamente ese montón de efectivo. Al publicar los resultados del tercer trimestre de 2020 de la compañía, el CEO de Carlyle, Kewsong Lee, dijo que la compañía está ocupada trabajando en muchas desinversiones importantes, lo que significa que hay muchos otros capitalistas de riesgo en movimiento. probablemente en el mismo barco.

Por primera vez desde 2010, la recaudación de fondos en capital privado en comparación con las anteriores a la Gran Crisis Financiera de 2008. Lo que es cierto en los EE. UU. Es cierto para otras regiones del PE.

Tu escriba ve la llegada de MMT como una nacionalización de la economía mundial, lo que no es del agrado de las grandes multinacionales. Sin embargo, cualquier partido político necesita financiación ... Esto significa que deberíamos pasar por un reinicio o un empeoramiento masivo de la baja.

La inflación es el único dato que es difícil de administrar para los bancos centrales (el BOJ ha pasado sus últimos 20 años tratando de crear condiciones inflacionarias sin tener éxito), sin embargo, la deuda y el apalancamiento se han vuelto tan extremos que las monedas podrían también sirven como la última variable de ajuste. Estos también son difíciles de controlar por los bancos centrales, ya que los mercados de divisas son profundos.

Debido al efecto duración, multiplicado por diez en tasas cero o incluso negativas, el par inflación / moneda es explosivo, lo que genera temores de que una pequeña variación alcista de las tasas pueda tener graves consecuencias.

Así, el Private Equity, por la naturaleza de largo plazo de su proceso de inversión, permite desvincularse de los ciclos del mercado.

5 – Inflation: the awakening of the tiger?

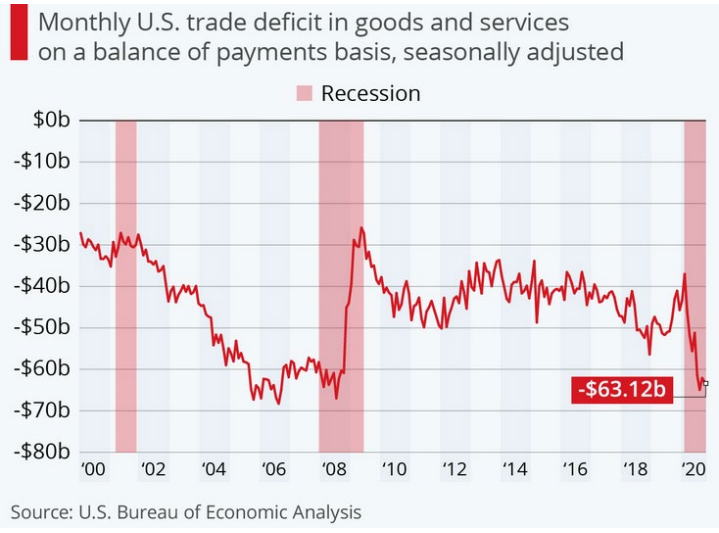
Esta pregunta ya estaba en nuestra estrategia 2020. De hecho, la pandemia ligada al Covid-19 solo reveló los problemas que ya existen, tanto en nuestras sociedades como en nuestras economías. La desconexión de los mercados financieros se debe únicamente a las acciones de los bancos centrales y al aumento del comercio minorista.

Tu escriba todavía cree que las tres fuerzas deflacionarias abordadas en la estrategia de 2016 todavía están presentes:

- Envejecimiento de la población
- Uberización / Digitalización
- Robotización

Sin embargo, tenemos varios fenómenos nuevos, algunos de los cuales han sido acelerados por la pandemia:

- **Interrupción de la cadena de suministro global**. Durante más de 20 años, multinacionales de todo el mundo han aprovechado la globalización para optimizar su cadena de suministro.
  Esto coincide con la entrada de China en la OMC a principios de siglo. Pero en 2018, la administración Trump lanzó una guerra comercial contra China en un intento por reducir el déficit comercial entre los dos países.



Cualquier interrupción en la cadena de suministro global conduce inevitablemente a mayores costos de fabricación.

Además, la pandemia ha creado cuellos de botella en el transporte de mercancías, lo que aumenta el costo del flete. El Baltic Dry Index no debe su ascenso al aumento del comercio marítimo mundial.

Según la Asociación de la Industria de Contenedores de China (CCIA), los tiempos promedio de procesamiento de contenedores se dispararon a 100 días desde los 60 días anteriores debido a las reducciones en la capacidad de manejo relacionadas con COVID-19 en Europa y Estados Unidos, y esto ha exacerbó la escasez. Los importadores estadounidenses han informado anteriormente de problemas con retrasos en los envíos en noviembre.

El costo de fletar un contenedor de 40 pies desde China a la costa este de EE. UU. alcanzó un récord de 4.928 dólares esta semana, un aumento del 85% desde el 1 de junio, según los datos de Freightos proporcionados. por Refinitiv Eikon.

El tráfico global de larga distancia de fuselaje ancho sigue siendo del -70% en el cuarto trimestre de 2020 y no hay un retorno completo a la normalidad hasta 2024, lo que crea oportunidades de volumen, mezcla y precios para transportistas de carga aérea, transitarios y empresas de transporte urgente.

Tampoco hay más capacidad de carga aérea, ya que el número de grandes buques de carga se mantuvo prácticamente sin cambios en el tercer trimestre. Los precios del flete aéreo siguen siendo altos en + 65%, lo que lleva a un aumento en las ganancias brutas para todos los principales transitarios, pero afecta severamente a los fabricantes, distribuidores y, en última instancia, a los consumidores ...

La pandemia ha extendido el trabajo desde el hogar y las lecciones en video, creando otro cuello de botella. Muchos fabricantes importantes de pantallas, desde el campeón nacional chino BOE Technology Group hasta LG Display de Corea del Sur, informaron una mejora significativa en sus ganancias para el tercer trimestre de 2020, hasta el máximo de 20 años.

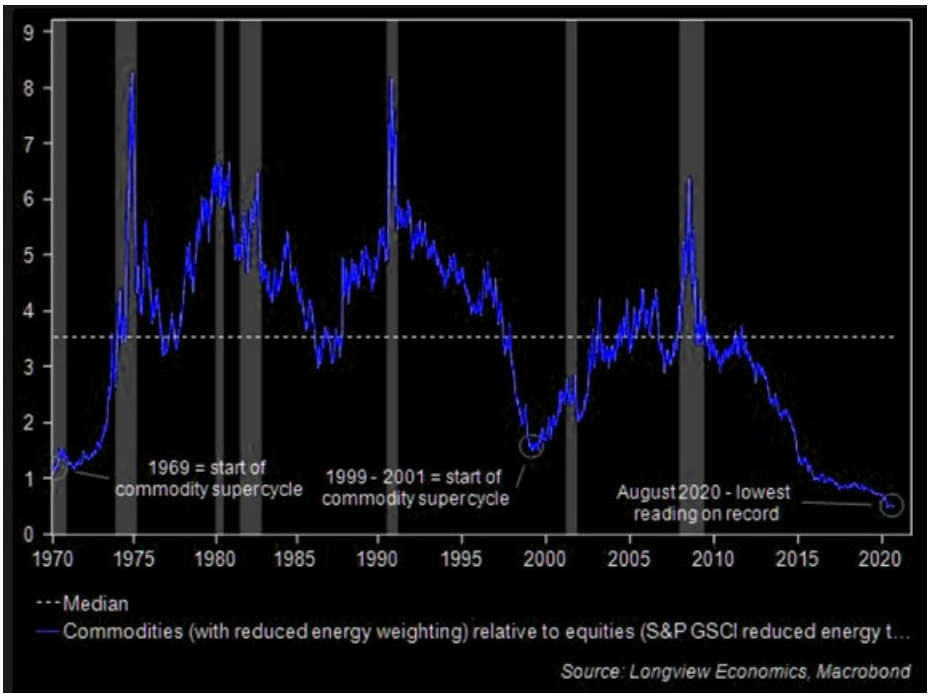
¡Y por causa! Los precios de los PC y los paneles de televisión han subido un 20% y un 60% desde la primavera, incrementos que un analista nacional califica de "sin precedentes".

- **Nacionalismo y reindustrialización**. L La onda expansiva de la guerra comercial entre EE. UU. y China encontró una conjunción económico-política: la del auge del populismo con la conciencia de la dependencia de las economías desarrolladas de determinados países emergentes (China e India

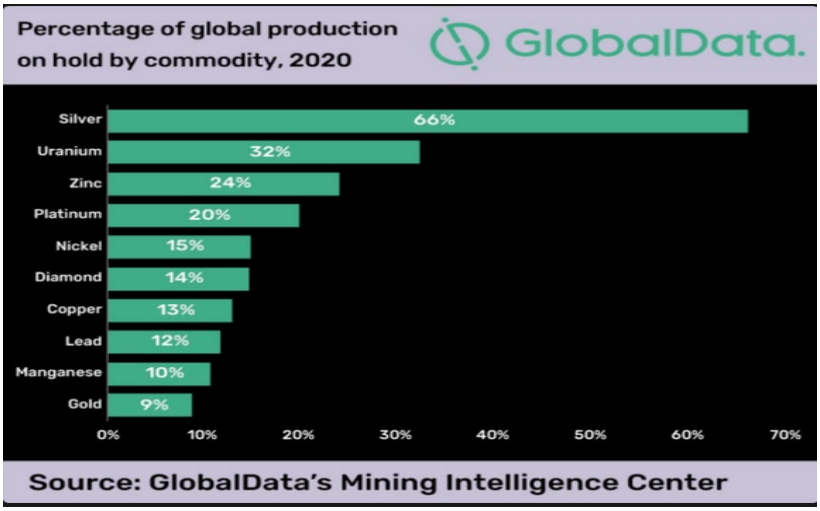
en particular) en áreas sensibles como la alta tecnología y la industria farmacéutica.
La reindustrialización lleva dos genes importantes para la inflación:

- La aparición de actores locales más pequeños, por lo tanto, menos eficientes en términos de economía de escala o de oferta.
- La reducción del número de proveedores conlleva una menor competencia de precios, o incluso acuerdos comerciales para "garantizar" márgenes.

- **Aumento de los precios de las materias primas.** La desglobalización y la aparición de nuevas tecnologías conducirán a un aumento de los precios de las materias primas. Pero el clima no se queda atrás.
Técnicamente, el bajo rendimiento de las materias primas frente a las valores parece estar llegando a su fin.



Las nuevas tecnologías han aumentado el interés en determinados productos básicos "no tradicionales", lo que ha provocado una presión al alza sobre los precios. Con demasiada frecuencia olvidado, debido al peso de los servicios en nuestro PIB, las materias primas siguen siendo esenciales para fabricar nuestros teléfonos móviles, nuestros campos de servidores para la Nube y antenas para 5G, por ejemplo.



El clima también es un componente que no debe minimizarse. Además de las políticas de lucha contra el calentamiento global, que impulsan las energías renovables a la vanguardia, los desórdenes climáticos generan incertidumbre sobre los cultivos, lo que impulsa al alza los precios de las materias primas agrícolas.

Si bien los combustibles fósiles no han terminado de sufrir la presión de las políticas climáticas, los productos básicos agrícolas y los metales (incluidas las tierras raras) experimentarán una nueva locura vinculada a tres factores: tasas bajas que alteran la asignación de activos; el advenimiento de la energía eléctrica (incluidos el hidrógeno y el uranio); planes de infraestructura.

Como veremos para el cálculo del IPP y del IPC, la construcción de los índices mundiales de materias primas está sesgada. De hecho, el petróleo todavía representa entre el 40% y el 50% de los principales índices mundiales.

- **"Error" en el cálculo de la inflación**. No tenemos la medida correcta de inflación. De hecho, por razones políticas, los PPI y los IPC están desconectados de los componentes que afectan a los consumidores de todo el mundo. Los costos médicos y de seguros, el costo de la educación y los bienes raíces y los precios de los alimentos no tienen pesos representativos de los presupuestos familiares reales.

  En este sentido, debemos seguir el trabajo del banco central de Nueva Zelanda. Fue el primero en integrar la inflación en sus objetivos de política monetaria, mucho antes que el BOJ. Hace unas semanas, el ministro de Hacienda del país pidió estudiar la revisión del cálculo de la inflación integrando la subida total de los precios de la vivienda ...

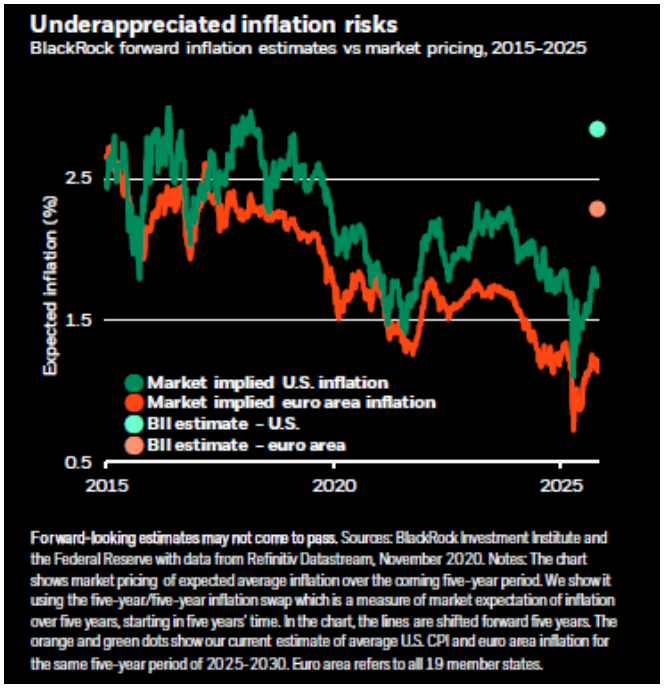
Debemos ser conscientes de que la inflación corre el riesgo de ser la única vía para una potencial normalización de las políticas monetarias. Los gobiernos quieren evitar ser derrocados por oleadas de populismo, pero no podrán gestionar durante mucho más tiempo la brecha histórica entre los más ricos y los más pobres.

Las políticas acomodaticias solo aumentan los precios de los activos financieros, pero no el nivel de poder adquisitivo ... Los bancos centrales algún día tendrán que revisar su metodología para calcular la inflación a fin de justificar, o ser fuerza para justificar, una normalización de su política monetaria.

- **Impacto del tema ESG.** Si la metodología para el cálculo de los rankings ESG tiene avances que hacer tanto en la metodología (no integración de la fabricación de baterías para Apple o Tesla, por ejemplo) como en su armonización, el atractivo es innegable.
  Tu escriba ya ha escrito sobre los sesgos de construcción de estos índices que favorecen los valores de crecimiento, y los valores de tecnología en particular.

  Sin embargo, debido al choque generacional (millennials y generación Z vs baby boomers), el atractivo de este tema solo crecerá.
  Según el Informe Bienal 2020 de la Fundación Estadounidense SIF sobre Sostenibilidad y Tendencias de Inversión de Impacto en los Estados Unidos, los activos de inversión sostenible ahora suman $ 17,1 billones o el 33% del total de $ 51,4 billones en activos. bajo gestión en fondos de inversión, un salto del + 42% respecto a 2018, según el informe MarketWatch.

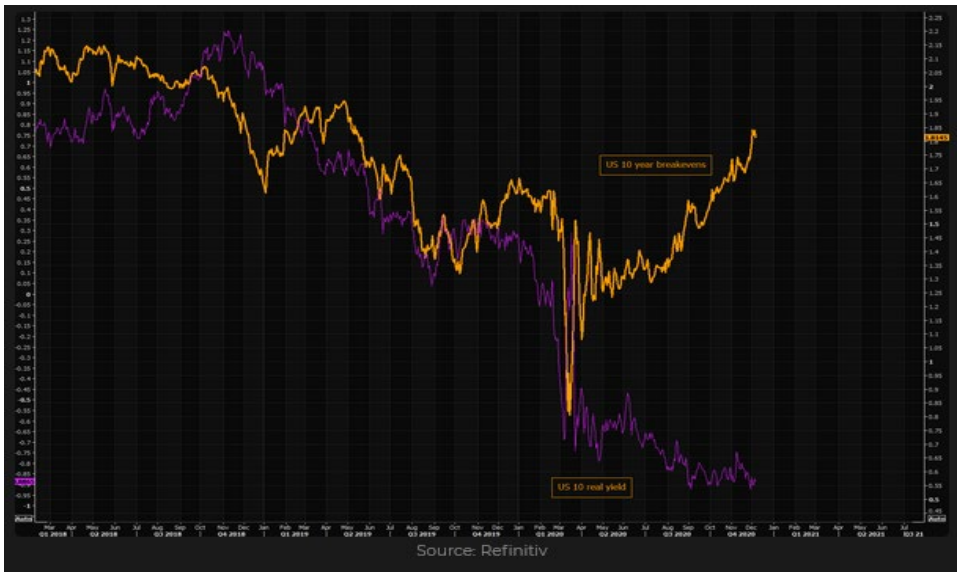
  Pero mirar el mundo exclusivamente a través de ESG obligará a las empresas a adaptarse a este nuevo mandato, lo que aumentará los costos de producción o servicio.



La inflación es un tigre en una jaula de la que quieres salir. Por lo general, el entrenador tiene que meterse en la jaula para sacarla, lo que generalmente sale bastante mal. Y una vez fuera, en libertad, el tigre se vuelve difícil de controlar ...

La historia sugiere que el riesgo de inflación es mayor cuando la convicción de una inflación baja es más fuerte y la opinión está arraigada en los marcos intelectuales y políticos.

Ya el Breakeven en Estados Unidos está comenzando a incorporar un cambio de paradigma que ni los IPP ni los IPC, con la metodología de cálculo actual, indicarán a tiempo.



Además de las interrupciones de la cadena de suministro, las políticas de reindustrialización y el aumento de las materias primas, las políticas monetarias tendrán su parte de responsabilidad ...

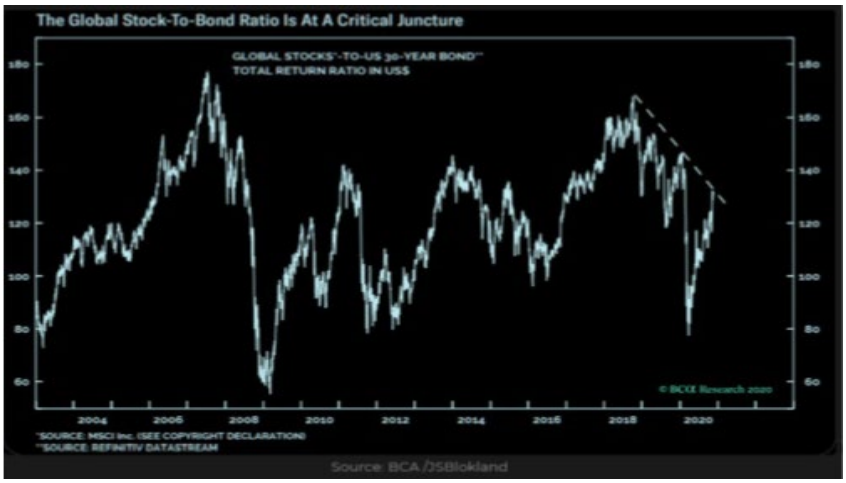
Por el momento, la velocidad es tan baja que el aumento histórico de la oferta monetaria no ha tenido ningún efecto sobre la inflación. Pero, al menor reinicio de la velocidad, el efecto turbo de los billones de liquidez creará un episodio de hiperinflación ...

Los breakevens y las materias primas son los principales activos que se benefician del aumento de la inflación. El oro y la plata son los metales en los que centrarse en una asignación para adaptarse al aumento de la inflación.

Las monedas y activos financieros de los países emergentes exportadores de estas materias primas también se verán favorecidos: Brasil, India, Australia, Perú, Chile, Canadá, Sudáfrica, Malasia, Indonesia y Rusia.

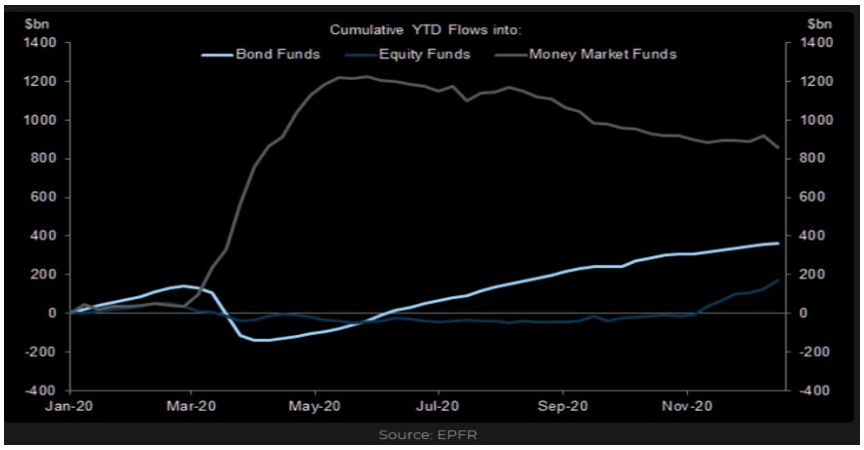
6 – Bonds/Equities: Crossroad or Collision course? Still, need to be Barbell?

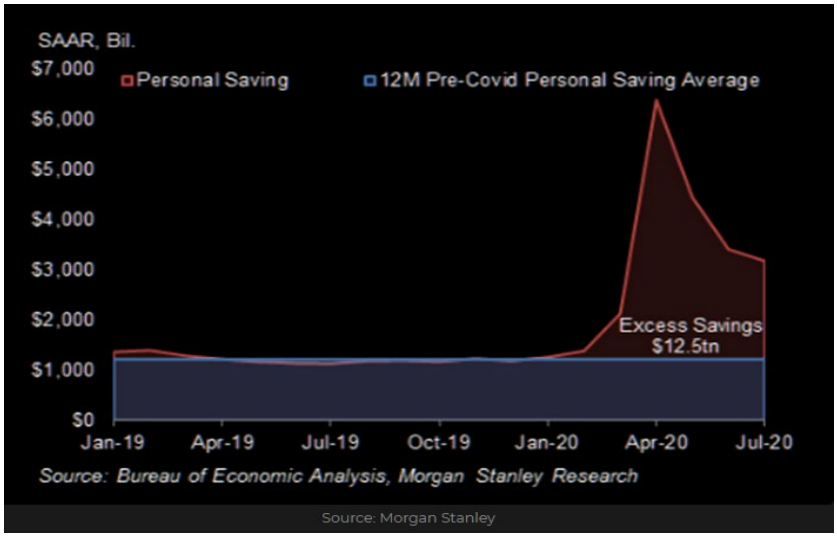
Este es el gráfico más importante del año 2021 para tu escriba.



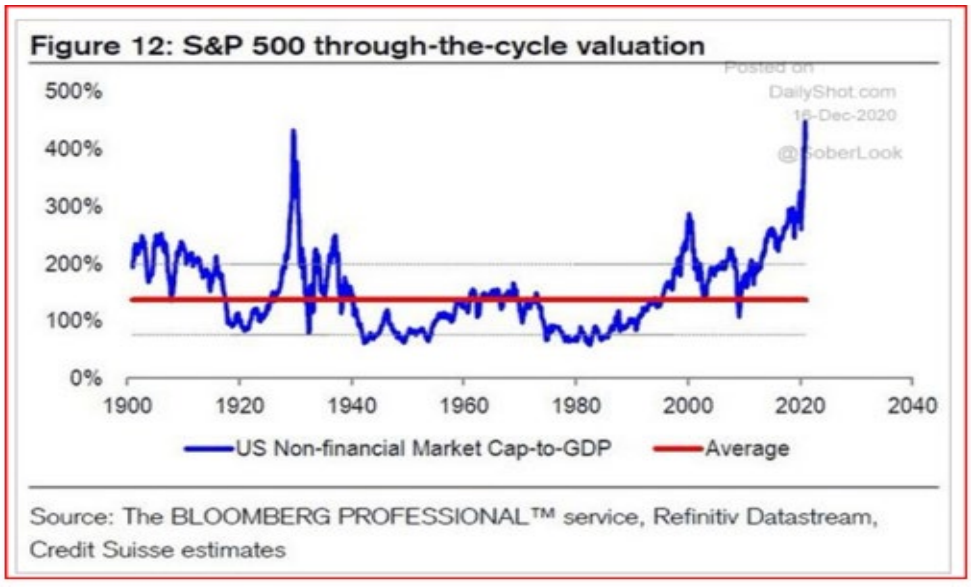
El principal problema de esta cuestión radica en la capacidad de los mercados de renta variable para suplantar a los mercados de bonos sin pasar por una corrección masiva.

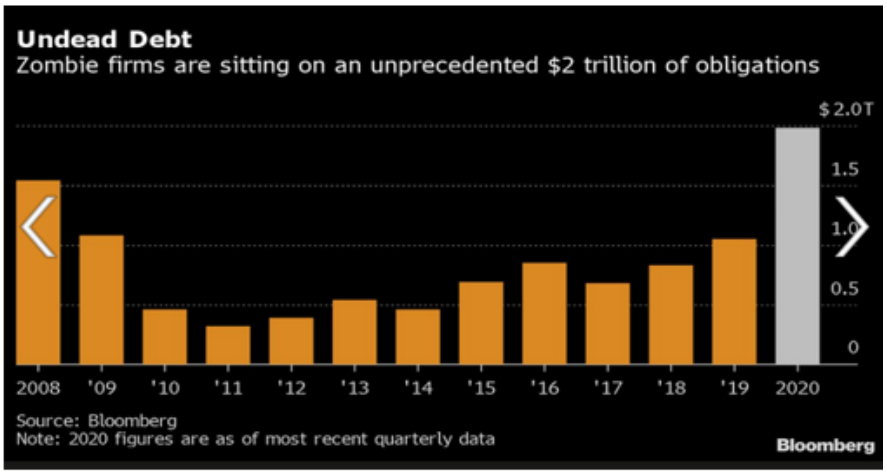
Para tu escriba, es necesario seguir siendo Barbell, siendo de temer una corrección masiva a principios de año, y esto a pesar de dos hechos importantes que permiten considerar los activos de riesgo como frecuentables: la liquidez de los bancos centrales (+ 25tn $ de liquidez desde 2008) y la excesiva liquidez de las tesorerías corporativas, fondos del mercado monetario y hogares.

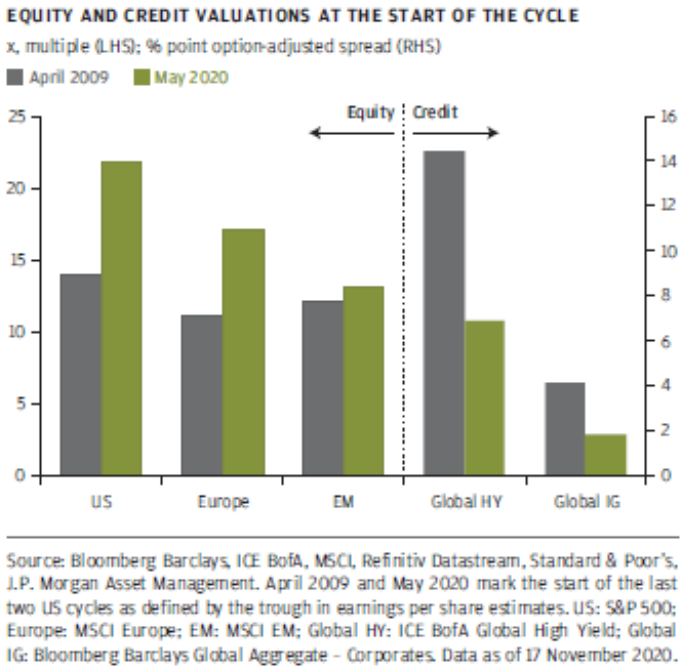




Sin embargo, tanto las valoraciones del S&P500 como los montos de deuda "respaldados" por empresas zombis son extremos.





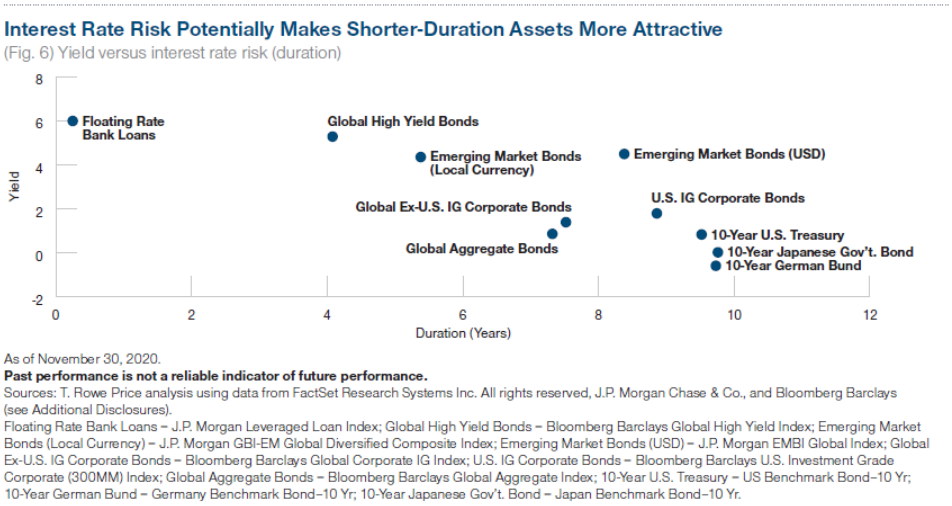


En general, las valoraciones son más ricas que durante la crisis de 2009 y esto para todos los activos de riesgo.

El desempeño del oro y la plata, asociado al de Bitcoin, son señales de que los inversores no deben obedecer, este movimiento continuará en 2021.

Al igual que en el frente económico, ¿tendremos un reinicio o un reinicio en la asignación de activos? El tema se discutió económicamente en el primer punto. Pero parece que la asignación 60/40 puede no funcionar en mercados tan volátiles.

Esto conduce a intereses en activos de bonos de corta duración.



As of November 30, 2020.
Past performance is not a reliable indicator of future performance.
Sources: T. Rowe Price analysis using data from FactSet Research Systems Inc. All rights reserved, J.P. Morgan Chase & Co., and Bloomberg Barclays (see Additional Disclosures).
Floating Rate Bank Loans – J.P. Morgan Leveraged Loan Index; Global High Yield Bonds – Bloomberg Barclays Global High Yield Index; Emerging Market Bonds (Local Currency) – J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite Index; Emerging Market Bonds (USD) – J.P. Morgan EMBI Global Index; Global Ex-U.S. IG Corporate Bonds – Bloomberg Barclays Global Corporate IG Index; U.S. IG Corporate Bonds – Bloomberg Barclays U.S. Investment Grade Corporate (300MM) Index; Global Aggregate Bonds – Bloomberg Barclays Global Aggregate Index; 10-Year U.S. Treasury – US Benchmark Bond–10 Yr; 10-Year German Bund – Germany Benchmark Bond–10 Yr; 10-Year Japanese Gov't. Bond – Japan Benchmark Bond–10 Yr.

Las deudas de los países emergentes y las empresas de estos países también son dignas de interés, siempre que se preste atención al efecto dólar, o se consideren en divisas fuertes.

El resurgimiento de la inflación y los temores de una recuperación económica más lenta de lo esperado (cf. el aumento en el tamaño del planeta Zombi) refuerzan a tu escriba en su posición en los Steepeners para protegerse contra un movimiento brutal que afecta principalmente el extremo largo de la curva de rendimiento (principalmente EE. UU.).

Debemos integrar dos nuevos fenómenos exógenos relacionados con los bonos del Tesoro:

- Correlación positiva con el crédito debido a la regulación de los Fondos Mutuos, lo que los obliga a incrementar sus reservas de liquidez, invertidas principalmente en Tesorería. Debido a su liquidez diaria, el menor choque crediticio conduce a ventas masivas e inmediatas de estas reservas.
- El principal comprador, China, se ha quedado atrás en las últimas subastas.

Para volver a los valores, tenemos que remontarnos a 1950 para tener un diferencial de rendimiento de dividendos tan grande en acciones del S&P500 frente a bonos. Si se estima que los billones de efectivo no se retirarán pronto, será necesario ser imaginativo sobre las asignaciones de activos de esta nueva década.

En los valores, tu escriba coloca la visibilidad en primer lugar. China, sin duda, ofrece la mejor visibilidad siendo una economía estatal. Es necesario integrar:

- La apreciación del yuan,
- La posible normalización de la política monetaria del Banco Popular de China (que preocupaba a la OCDE y al Banco Mundial).
- El deseo de Xi Jinping de duplicar el PIB del país en las próximas décadas.
- Para descarbonizar el Reino Medio a partir de 2060

Estados Unidos ocupa el segundo lugar. Hemos desarrollado el tema en un capítulo anterior. Incluso si Biden no es un mago, la elasticidad de su economía y del mercado laboral le permitirá al país ofrecer una correcta visibilidad a los inversores a condición de ser Barbell (long valores/ long Vix), o Long/short entre sectores o estilos.

En este contexto, los valores de “valor” representarán protección en caso de una corrección, pero tendremos que volver rápidamente a los valores de crecimiento tan pronto como haya pasado la tormenta. Temas como la energía renovable y la infraestructura también serán apropiados para una exhibición sobre los Estados Unidos.

Respecto a Europa, tu escriba aún no está convencido de la visión consensuada. El plan de 750.000 millones de euros todavía no está implementado, todavía hay zonas grises en el acuerdo Brexit (validación por parte del Parlamento Europeo y esto dos meses después de su entrada en vigor ...), y las tensiones sociales solo son 'dormido. Pero la gestión caótica de la pandemia podría reavivar viejos demonios europeos ...

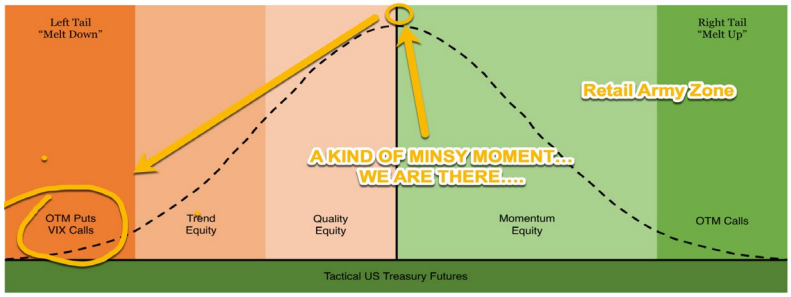
Debido a la acción del BCE, que se parece mucho a lo que ha logrado el BOJ, los bonos del gobierno de los países europeos periféricos aún pueden tener alguna reserva de rendimiento. A diferencia de EE. UU., Sería interesante ampliar la duración de la deuda pública europea.

En resumen, y para usar las palabras de Moody's, en 2021 los bonos serán aburridos en el mejor de los casos. Y tu escriba agrega que podrían volverse destructivos muy rápidamente si la inflación aumenta fuera de control, por ejemplo.

A través de una asignación larga "convencional" y nuestro GTO, ilustraremos esta estrategia de inversión.

Un gráfico resume muy bien el pensamiento de tu escriba sobre los valores.

EQUITY MARKET RETURN REGIME AND CORRESPONDING STRATEGIES



En resumen:

Sobreponderación en renta variable y materias primas.

Sobre los valores:

Sobreponderación en China (solo Long o retorno absoluto, para el GTO) y

Neutral en los Estados Unidos (Long-Short o Barbell para el GTO). Tenga cuidado con el tema del alto rendimiento de dividendos, que podría sufrir un violento resurgimiento de la inflación.

Sobreponderación en países emergentes exportadores de materias primas.

Peso insuficiente en Europa (Short para el GTO)

Sobre materias primas.

Posiciones sobreponderadas en materias primas agrícolas, oro, plata y uranio.

Subponderación en petróleo (Short para el GTO).

Infraponderación en bonos:

Infraponderación de corta duración en Estados Unidos (Govies), larga duración en Europa (Govies).

Favorecer los empinados en la curva de EE. UU.

Neutral en los bonos de los países emergentes exportadores de materias primas.

Sobreponderación en bonos chinos.

Sobreponderación en inversiones alternativas:

Bitcoin

VIX

Private Equity entrándose en estrategias de Buyout.

Jacques Lemoisson

GATE ADVISORY
GLOBAL ALLOCATION TACTICAL EXPERTIZE

Outlook 2021

28.12.2020

Outlook 2021. *Not to be forwarded. For professionals only. For personal use only!*

Outlook 2021 Disclaimer

None of GATE Publishing LLC ("GATE Publishing"), GATE-IM LLC ("GATE IM") or GATE Advisory is registered as an investment adviser under the Investment Advisers Act of 1940, as amended (the "Advisers Act"), or the securities laws of any state or other jurisdiction, or in any other regulatory capacity. GATE Publishing is responsible for the opinions and content in Outlook 2021. All opinions expressed by Mr. Lemoisson in or through the document are solely those of Mr. Lemoisson.

The investments and strategies discussed in the Outlook 2021 are impersonalized and do not take into account any reader's particular investment objectives, financial situation, or needs and are in no way tailored to the specific investment portfolio of any single reader.

The information in the GMI is based on data currently available to Mr. Lemoisson, as well as various expectations, estimates, projections, opinions, and beliefs with respect to future developments, and is subject to change. Neither Mr. Lemoisson, GATE Advisory, nor any other person or entity undertakes or otherwise assumes any obligation to update this information.

The distribution and/or publication of the outlook 2021 should not be construed by any reader as GATE Advisory's (i) solicitation to effect or attempt to effect transactions in securities, or (ii) provision of any investment-related advice or services tailored to any individual's financial situation or investment objective(s). All content is provided for informational purposes only and should not be construed as investment, tax, accounting, or legal advice, as an offer or solicitation of an offer to sell or buy any security, or as an endorsement, recommendation, or sponsorship of any company, security, or fund... In making any investment decision, each subscriber must rely on its own examination of each investment, including the merits and risks involved, and should consult with its investment, legal, tax, accounting, and other advisors and consultants prior to making any investment. Past performance is not a guarantee of future results.

Capital at risk. This content has been prepared for professional investors only. All financial investments involve taking risk which means investors may not get back the amount initially invested.