

N.º 01
Enero de
2021

CROSS ASSET

Estrategia de inversión

PERSPECTIVAS DEL DIRECTOR DE INVERSIONES

La gran conmoción, las grandes esperanzas, las grandes ilusiones

TEMA DEL MES

Revaluación de las perspectivas mundiales de 2021

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

N.º 1 - Enero de 2021

Índice

Perspectivas globales de inversión

Perspectivas del Director de inversiones

La gran conmoción, las grandes esperanzas, las grandes ilusiones **pág. 3**

El año 2020 fue sin precedentes en la historia moderna, y la enorme conmoción vivida no va a revertirse por completo. Al empezar 2021, la fase de reflación podría continuar, pero los inversores tendrán que evaluar cuatro factores: el éxito de la distribución de vacunas a gran escala, la continuación de los estímulos fiscales y monetarios, la recuperación liderada por China y el riesgo sobre el propio consenso. Las menores rentabilidades previstas de la renta fija en un entorno de bajos tipos y diferenciales de crédito reducidos significan que los inversores tendrán que asumir más riesgo (más renta variable) para alcanzar sus objetivos de rentabilidad. En este sentido, los inversores no deben subestimar la importancia de la diversificación y unas buenas coberturas.

Macro

BCE: fuerte apoyo a la renta fija en euros en 2021 **pág. 4**

El mayor estímulo es coherente con el entorno de tipos bajos durante más tiempo y la búsqueda de rendimiento en la zona euro.

Multiactivos

Reforzar el sesgo cíclico con operaciones de valor relativo y coberturas **pág. 5**

Mantenemos un sesgo procíclico y creemos que la apuesta por la reflación podría continuar, pero los inversores deben proteger su exposición a renta variable y a crédito mediante unas coberturas robustas.

Renta fija

«Gran discriminación» en crédito **pág. 6**

La reapertura económica podría elevar las expectativas de inflación en EE. UU., afectando los rendimientos reales. Los inversores deberían utilizar el análisis de crédito para encontrar un equilibrio entre mayores rendimientos y mejor calidad.

Renta variable

Los títulos *value* aún tienen margen para recuperar terreno **pág. 7**

Pese a la rentabilidad superior reciente del *value* frente al *growth*, el primero presenta un importante potencial de recuperación, que depende del crecimiento de los beneficios y la normalización económica.

Tema del mes

Revaluación de las perspectivas mundiales de 2021**pág. 8**

Al terminarse el cuarto trimestre de 2020, confirmamos el «marco financiero de recuperación» como nuestro escenario principal para 2021 con más convicción que en el tercer trimestre de 2020. Prevedemos que en adelante mejoren los fundamentales corporativos a nivel global. El rebote del crecimiento de los BPA finalmente confirmará los niveles actuales de los precios de los activos en el contexto de los bajos tipos de interés. Esto explica nuestro optimismo cauteloso de cara a los próximos trimestres. También hemos analizado la sostenibilidad de la rotación del riesgo que se está produciendo de crédito *high yield* a acciones *value*/cíclicas. Confirmamos nuestra opinión constructiva a medio plazo con una continuación y madurez del marco financiero de recuperación.

Escenarios y riesgos de mercado

> Escenarios central y alternativos	pág. 14
> Riesgos principales	pág. 15
> Mensaje Cross Asset: Detectando puntos de inflexión en los mercados	pág. 16
> Apuntes de análisis global	pág. 17
> Perspectivas sobre las clases de activos de Amundi	pág. 18

Contexto macroeconómico

> Países desarrollados Perspectivas macroeconómicas - Previsiones de mercado	pág. 19
> Países emergentes Perspectivas macroeconómicas - Previsiones de mercado	pág. 20
> Perspectivas macroeconómicas y de mercado	pág. 21
> Advertencia legal sobre la metodología de nuestras previsiones	pág. 22
> Publicaciones destacadas	pág. 23

PERSPECTIVAS DEL DIRECTOR
DE INVERSIONES

BLANQUÉ Pascal
Director de inversiones del Grupo



MORTIER Vincent
Director de inversiones adjunto del Grupo

La gran conmoción, las grandes esperanzas, las grandes ilusiones

El año 2020 fue sin precedentes en la historia moderna: la pandemia de covid-19 llevó a la peor recesión mundial desde la II Guerra Mundial y que ha afectado a más países de forma simultánea desde la década de 1870 (Banco Mundial). **Esta enorme conmoción no va a revertirse por completo, y no volveremos a la normalidad de antes.** Las esperanzas de una distribución rápida de las vacunas, de nuevos estímulos fiscales y de un apaciguamiento de las tensiones geopolíticas justifican un escenario de reflación. En consecuencia, pese a la recesión, la mayoría de mercados terminan el año con rentabilidades positivas. Al empezar 2021, la fase de reflación podría continuar, pero los inversores tendrán que evaluar cuatro factores para apostar por la rotación, evitar burbujas, y construir unas carteras sólidas.

1.º factor. El avance reciente de los mercados se basa en la fe ciega en el éxito de las vacunas y en la osada suposición de que todo volverá a ser como antes. Este es el primer factor de riesgo: no solo porque la producción y distribución de vacunas a gran escala no es un asunto menor, sino también porque los mercados están suponiendo que una gran mayoría de la población se vacunará. La idea de que la normalidad está a la vuelta de la esquina es una quimera, y esto suscitará todos los problemas relacionados con esta reactivación inestable. Para los inversores, la distribución de una vacuna debería de seguir favoreciendo la recuperación y los argumentos para invertir en renta variable frente a deuda *high yield*. En esta rotación, las acciones *value* serán las más beneficiadas, mientras que los inversores deberían ser cautelosos con las áreas *growth* de más demanda, donde una burbuja considerable podría verse bajo presión en un entorno de reflación.

2.º factor. La política fiscal y monetaria están manteniendo en funcionamiento la maquinaria económica, pero las medidas adoptadas de momento son insuficientes –especialmente las fiscales– y, además, no siempre bien dirigidas o calibradas. Cualquier retirada de las medidas es inconcebible; al contrario, se instará a los bancos centrales a hacer más, y el mercado subestima el riesgo de un error en las políticas. Por otra parte, finalmente se va a materializar cierta presión inflacionista. A principios de 2021, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años se encuentran por encima del 1 %, el mayor nivel registrado desde el pasado marzo. Si la recuperación impulsa un poco la inflación al alza, los rendimientos podrían repuntar aún más, con un posible efecto de dominó en los mercados. De nuevo, no prevemos una alta inflación de la noche a la mañana, pero la solidez de los mercados inmobiliarios, las reubicaciones de las cadenas de suministro y una enorme cantidad de ahorros que se destinarán a satisfacer la demanda acumulada podrían cambiar rápidamente el relato de la inflación cero para siempre. Es probable que la Fed intervenga en caso de cualquier movimiento brusco de los rendimientos para tratar de controlar la curva. Los inversores deben estar atentos a la inflación para evitar verse atrapados en operaciones de larga duración, que son cada vez más arriesgadas. Recomendamos un enfoque equilibrado hacia la duración y los inversores deberían plantearse una exposición a la inflación estadounidense, que podría ser la primera en materializarse en un escenario de debilidad del dólar.

3.º factor. En la senda de la recuperación, China va en cabeza. Es la primera en salir de la crisis, en tanto que la única gran economía que se recuperó plenamente en 2020. En 2021, es de prever que China mantenga esta trayectoria de mayor crecimiento que el resto del mundo, impulsando los mercados emergentes asiáticos y con un círculo virtuoso, especialmente con Europa, dadas las fuertes relaciones comerciales con China y Asia. Los inversores deberían considerar empezar 2021 con una asignación a los mercados emergentes, y renta variable china y asiática. De hecho, pese a las buenas rentabilidades registradas en 2020, sigue habiendo margen de crecimiento, en nuestra opinión, especialmente en las áreas más relacionadas con la demanda interna.

4.º factor. El principal riesgo hoy en día en el mercado es el propio consenso. El aumento colosal de la deuda con rendimientos negativos llevará a un extremo la búsqueda de rendimiento. Existe una gran tentación de dirigirse a títulos de calidad más baja, así como de seguir apostando por unos tipos bajos para siempre. Pero esto es arriesgado, si tenemos en cuenta la escasa liquidez del mercado en el sistema. Para los inversores, la selección de crédito es muy importante, pero buscar rendimiento entre un amplio abanico de posibilidades es clave. Incluir inversiones en los mercados privados, para los inversores con el horizonte temporal apropiado, ofrecerá un conjunto de oportunidades más amplio y diversificado. Además, los inversores deberían equilibrar el apetito de rendimiento en bonos *high yield* y de mercados emergentes (incluidos en monedas locales) y deuda privada con una exposición a deuda pública, a fines de provisión de liquidez y de diversificación en la asignación de activos.

Los inversores empezarán 2021 con un contexto positivo para la renta variable. Las menores rentabilidades previstas de la renta fija en un entorno de bajos tipos y diferenciales de crédito reducidos significan que los inversores tendrán que asumir más riesgo (más renta variable) para alcanzar sus objetivos de rentabilidad. La volatilidad también podrá volver a rachas en relación con la distribución de las vacunas. Esto nos recuerda la importancia de **añadir más fuentes de diversificación con estrategias de inversión no correlacionadas y mantener algunas coberturas.** Las perspectivas son positivas, pero la senda de la recuperación seguramente tendrá baches. Abróchense los cinturones y estén atentos a un 2021 lleno de oportunidades.

Actitud general con respecto al riesgo



Atención a la inflación y a una rotación selectiva hacia la renta variable, equilibrada con la necesidad de coberturas y exposición a duración

Cambios con respecto al mes anterior

- ▶ Aprovechen oportunidades de rotación en segmentos cíclicos *value*
- ▶ Revisamos al alza los activos del R.U. (renta variable y GBP)
- ▶ Utilicen TIPS a fines de diversificación y protección contra la inflación

La actitud general con respecto al riesgo es una perspectiva cualitativa de la evaluación general del riesgo del comité de inversión global más reciente.

MACRO

BCE: fuerte apoyo a la renta fija en euros en 2021

**DEFEND Monica***Directora global de investigación***AINOUZ Valentine***Subdirectora de análisis de estrategia de mercados desarrollados***BERTONCINI Sergio***Estratega senior de renta fija*

El mayor estímulo es coherente con el entorno de tipos bajos durante más tiempo y la búsqueda de rendimiento en la zona euro

Conforme al consenso y las perspectivas del mercado, el plan aprobado por el BCE en su reunión de diciembre combinó nuevas medidas de expansión cuantitativa con más medidas de apoyo al sistema financiero. El programa para la pandemia (PEPP) se prorrogó y se amplió en 500 000 millones de euros, mientras que se confirmó que el programa de compra de activos continuaría al ritmo actual de 20 000 millones de euros mensuales, lo que supone nuevos estímulos por 300 000 millones de euros a lo largo de 15 meses. Las medidas para apoyar al sistema financiero se concretaron a través de las operaciones TLTRO¹, que se prorrogan, se amplían en su alcance y se confirman en cuanto a unas condiciones muy favorables relativas a las operaciones de financiación del BCE. Una extensión del PEPP de nueve meses hasta el primer trimestre de 2022 es mayor que la de seis meses (hasta finales de 2021) generalmente prevista por el consenso, pero coherente con los recientes mensajes de muchos miembros del BCE sobre la importancia tanto del tamaño como de la duración del estímulo. La prolongación del horizonte de las reinversiones de los bonos que venzan está en la misma línea.

El BCE ha pasado a hacer hincapié principalmente en ofrecer y mantener unas condiciones de financiación favorables durante el tiempo que haga falta para ayudar a la actividad económica a recuperarse de la crisis de la pandemia. En la rueda de preguntas posterior a la reunión, la presidenta Lagarde subrayó que el BCE pretende «mantener unas condiciones de financiación favorables durante el periodo de la pandemia», que se definen «de manera muy holística», a saber, «para todos los sectores de la economía». Por lo tanto, el BCE ha dejado claro que el apoyo incluirá los tipos de los préstamos a hogares y empresas, así como los soberanos, junto con los flujos de crédito a la economía. Para alcanzar este objetivo, el BCE sopesó un importante aumento de su programa de expansión cuantitativa, asegurando una «importante presencia constante en el mercado» que ofrecerá al banco central la flexibilidad necesaria para gestionar dicho programa. En este sentido, la presidenta del BCE también destacó la simetría del ritmo eventual del ajuste, ya que, por una parte, el importe asignado representa un techo y «no tiene que gastarse de una manera predefinida, ni tan solo en su totalidad», pero «igualmente, puede aumentarse en caso necesario».

Consideramos que el mayor estímulo parece coherente con el objetivo de **seguir respaldando los factores técnicos para los mercados de renta fija en 2021**, lo que apoyará el entorno actual de tipos bajos durante más tiempo, así como la búsqueda de rendimiento.

Entre el PEPP, ahora ampliado, y el programa de compra de activos, **al BCE le quedará efectivamente una capacidad neta de compras de más de 1,4 billones de euros para finales de marzo de 2022**.

El programa de expansión cuantitativa del BCE también parece más que suficiente para cubrir las eventuales necesidades adicionales de financiación neta con deuda pública en euros para las nuevas

medidas de apoyo destinadas a contrarrestar los efectos negativos de las restricciones actuales, y para ampliar su presencia en el segmento supranacional, así como en vista de unas mayores emisiones en la UE. En cuanto al programa TLTRO, creemos que las **nuevas medidas conseguirán mantener un elevado nivel de liquidez disponible en el sistema financiero, apoyando indirectamente los factores técnicos de la renta fija**.

El crédito ultrabaratado para los bancos, aunque sea con unas condiciones sustanciales, no bastará para evitar un endurecimiento de las condiciones crediticias de los bancos para las empresas. Esta crisis se ha caracterizado por unas condiciones de crédito anticíclicas, gracias a las actuaciones coordinadas de los bancos centrales y los gobiernos.

En los últimos meses, las condiciones de financiación de los bancos han permanecido laxas, gracias a (1) las importantes inyecciones de liquidez a través de las operaciones TLTRO y (2) las garantías públicas de préstamos. La enorme oferta de crédito para todas las empresas ha limitado los impagos corporativos y los daños económicos a largo plazo de esta crisis. **Seguimos preocupados por un endurecimiento importante de las condiciones de crédito bancarias en cuanto los préstamos avalados por los gobiernos expiren**. Los bancos ya habían restringido el acceso al crédito corporativo en el tercer trimestre y preveían limitarlo más en los próximos tres meses. «Los bancos citaron el deterioro de las perspectivas económicas generales, la menor solvencia de los prestatarios y la disminución de la tolerancia al riesgo como factores relevantes para el endurecimiento de sus criterios de concesión de crédito a empresas y hogares».

La duración del apoyo monetario es tan importante como su magnitud. Una gran parte de los estímulos monetarios y fiscales están actualmente justificados por la pandemia. No obstante, después de marzo de 2022 seguirá haciendo falta una política monetaria muy expansiva. En los próximos años, (1) se prevé que la inflación se mantenga bien por debajo del objetivo del 2 % y (2) la fragmentación económica entre los países de la zona euro seguirá presentando un reto.

En 2021, se plantearán dudas e inquietudes sobre qué tipo de apoyo monetario hará falta cuando termine la crisis del coronavirus. Los miembros del ala más dura del BCE seguramente tendrán una opinión más firme en este sentido.

¹ TLTRO = operaciones de refinanciación a largo plazo condicionadas.

MULTIACTIVOS

Reforzar el sesgo cíclico con operaciones de valor relativo y coberturas



GERMANO Matteo
Director de multiactivos

Mantenemos un sesgo procíclico y creemos que la apuesta por la reflación podría continuar, pero los inversores deben proteger su exposición a renta variable y a crédito mediante unas coberturas robustas

Creemos que los activos de riesgo seguirán respaldados al adentrarnos en el año 2021, con la ayuda del cambio de una fase de contracción a una de recuperación. Es de destacar que la victoria de los demócratas en la segunda vuelta de las elecciones del Senado de EE. UU. refuerzan el relato de la apuesta por la reflación y el **entorno positivo para los segmentos cíclicos**. En este contexto, **la renta variable sigue siendo más atractiva que la renta fija** y vemos cierto potencial alcista con un horizonte a un año. Somos conscientes de que esta recuperación es distinta de las del pasado, porque las valoraciones bursátiles ya son elevadas al empezar esta fase y porque depende de un despliegue efectivo a gran escala de las vacunas. Por lo tanto, **recomendamos que los inversores sean muy selectivos y presten atención a la valoración en todo el universo de activos**.

Ideas de alta convicción

Somos globalmente optimistas acerca de la renta variable de los mercados desarrollados dado el impulso positivo de los índices PMI y los sólidos fundamentos, y **hemos revisado al alza nuestra opinión sobre el Reino Unido** en vista del «descuento del Brexit» actual y la mejora de las revisiones de beneficios, pero hay que seguir atentos. Por otra parte, seguimos creyendo que **la renta variable japonesa y del Pacífico sin Japón (Australia)** debería de beneficiarse de un rebote económico. Su elevado apalancamiento operativo significa que los márgenes de beneficios podrían aumentar en proporción al aumento de las ventas que prevemos en 2021. En los mercados emergentes, seguimos optimistas en conjunto, con una opinión positiva sobre **Asia**. En particular, con respecto al valor relativo, creemos que el mercado de acciones A de China (principalmente valores financieros y de consumo convencional) debería de comportarse bien con respecto al MSCI China (Internet, comercio electrónico y telecomunicaciones), mientras que los valores financieros seguramente se beneficiarán de la mejor dinámica económica que respalda la rotación de los factores hacia las acciones *value* y rezagadas; los segmentos relacionados con Internet podrían verse lastrados por el riesgo de regulación. Los valores financieros también se beneficiarán de unos factores técnicos favorables, la confianza (posible inclusión en los índices MSCI) y los beneficios.

En cuanto a la duración, seguimos apostando por los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años desde una perspectiva táctica, puesto que los riesgos de cola están sesgados al alza en 2021, dados los acontecimientos políticos en EE. UU. y los efectos

de un entorno reflacionista, especialmente si se considera que la Fed va por detrás de la curva. También somos optimistas con respecto a la inflación estadounidense. **En deuda de los países periféricos de la zona euro**, mantenemos una perspectiva constructiva, especialmente acerca del BTP italiano a 5 años, cuyas posibilidades de estrechamiento de los diferenciales ahora han disminuido, pero que sigue respaldado por unos factores técnicos sólidos. **Tenemos una actitud positiva con respecto al crédito**, puesto que la demanda de *carry* y la expansión cuantitativa seguramente lo favorecerán, pero preferimos la deuda *investment grade* en euros a la estadounidense dadas sus valoraciones atractivas, su menor apalancamiento y la reciente prolongación de los programas de compras del BCE.

La búsqueda de rendimientos de los inversores debería de apoyar una estrategia de «renta inteligente» en deuda de mercados emergentes en moneda fuerte, en la que mantenemos una actitud constructiva, pero creemos que la deuda *high yield* presenta más potencial de reducción de los diferenciales que el *investment grade*. En divisas, mantenemos nuestras perspectivas positivas sobre el rublo ruso, el peso mexicano y la rupia indonesia.

En divisas de los mercados desarrollados, somos optimistas con respecto al CAD frente al USD, puesto que creemos que una recuperación económica podría lastrar el billete verde, que ya parece sobrevalorado. Por otra parte, la economía canadiense está resultando ser más fuerte de lo previsto y el CAD fue a la zaga del resto de divisas vinculadas a materias primas en el segundo semestre de 2020. Otro factor que respalda el CAD es que el *carry* en Canadá es el más alto del G10. En segundo lugar, **hemos revisado al alza nuestra posición en la GBP** a una neutral frente al USD y al EUR con la perspectiva de un acuerdo sobre el Brexit, pero seguimos de cerca la situación.

Riesgos y cobertura

Unas nuevas olas del coronavirus y los consiguientes confinamientos, una retirada prematura de los estímulos y las tensiones geopolíticas son algunos posibles riesgos para la recuperación económica. En consecuencia, los inversores deberían mantener unas coberturas robustas en forma de derivados, JPY, USD y bonos del Tesoro estadounidense para proteger la exposición a crédito y renta variable. También creemos que el oro sigue representando una buena cobertura en el entorno actual.

Convicciones Cross Asset Amundi

	Variación en un mes	---	--	-	0	+	++	+++
Renta variable								
Crédito								
Duración								
Petróleo								
Oro								

Fuente: Amundi. La tabla muestra la evaluación de los diferentes activos en un horizonte de 3 a 6 meses, según las perspectivas expresadas en el comité de inversión global más reciente. Las perspectivas, los cambios en las perspectivas y las opiniones sobre la evaluación de las clases de activos reflejan la evolución prevista (+/-) y la solidez de las convicciones (+/++/+++). Esta evaluación puede variar.

UST = bono del Tesoro de EE. UU.; MD = mercados desarrollados; ME/MEG = mercados emergentes; RF = renta fija; IG = *investment grade*, categoría de inversión; HY = *high yield*, alto rendimiento; BC = bancos centrales; BTP = deuda pública italiana; EMBI = índice de renta fija de mercados emergentes.

RENTA FIJA

«Gran discriminación» en crédito



BRARD Éric

Director de renta fija



SYZDYKOV Yerlan

Director global de mercados emergentes



J. TAUBES Kenneth

Director de gestión de inversiones de EE. UU.

La reapertura económica podría elevar las expectativas de inflación en EE. UU., afectando los rendimientos reales. Los inversores deberían utilizar el análisis de crédito para encontrar un equilibrio entre mayores rendimientos y buena calidad

El rebote del tercer trimestre de los datos del PIB fue mejor de lo esperado, pero los nuevos confinamientos por la segunda ola de covid-19 podrían afectar la actividad económica en el cuarto trimestre de 2020 y el primero de 2021. Una distribución a gran escala de las vacunas y las políticas expansivas, como las adoptadas por el BCE en su última reunión de política monetaria, deberían de alentar una recuperación del PIB mundial en el segundo semestre de 2021, lo que favorecería los activos de riesgo. Sin embargo, en crédito, hay una importante brecha entre las valoraciones y los fundamentales. Por lo tanto, recomendamos que los inversores busquen un equilibrio entre la búsqueda de rendimiento y un crédito de calidad, mediante un análisis y selección cuidadosos.

Renta fija mundial y europea

Tenemos una opinión globalmente cautelosa en duración y hemos rebajado marginalmente nuestra posición en EE. UU. hacia una más neutral, mientras que mantenemos nuestra posición defensiva en los países core de Europa. Seguimos constructivos con respecto a la deuda de países periféricos, principalmente de Italia (apoyo del BCE, respuesta contundente de las autoridades de la UE), aunque la probabilidad de reducción de los diferenciales en adelante ahora es más baja. En la curva de EE. UU., seguimos atentos en los segmentos a 2, 10 y 30 años. Por último, hemos revisado al alza nuestra perspectiva sobre las tasas de equilibrio estadounidenses, con una apuesta a 5 años con respecto a 10, y creemos que las valoraciones son atractivas en la zona euro. El potencial alcista de las tasas de equilibrio actualmente no está descontado en los mercados. **Seguimos constructivos con respecto al crédito**, en particular los títulos cíclicos, y creemos que el avance reciente es una oportunidad para asegurar algunas ganancias sin alterar nuestro posicionamiento. Hay más potencial de nuevos estrechamientos de los diferenciales en el *high yield* que el *investment grade*, en títulos de calificación BBB frente a los AA, y en deuda subordinada frente a senior. No obstante, los mercados se aproximan a una situación en que los diferenciales no remunerar debidamente el riesgo. Por lo tanto, nos mantenemos activos. Por sectores, apostamos por los títulos financieros y de telecomunicaciones, pero somos cautelosos con respecto a los de suministros públicos básicos, salud y transporte.

Renta fija estadounidense

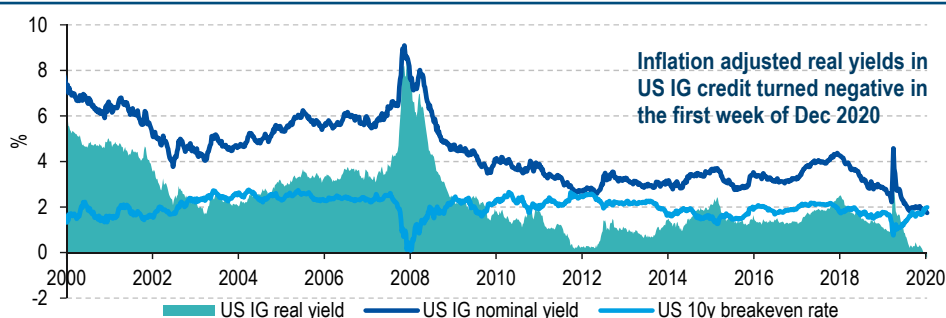
A medida que vamos superando la pandemia y se van distribuyendo las vacunas a gran escala, creemos que la demanda acumulada de bienes y servicios de los consumidores estadounidenses (respaldada por los ahorros), junto con la postura de la Fed de mantener los tipos más bajos durante más tiempo, seguramente harán repuntar la inflación. Por consiguiente, creemos que los TIPS ofrecen una buena diversificación para las carteras y protección frente a la inflación. Por otra parte, el gasto asociado al déficit y las mayores emisiones de deuda pública estadounidense podrían hacer subir los rendimientos, lo que llevaría a cierta inclinación de la curva. Por lo tanto, nos mantenemos defensivos, pero creemos que los futuros sobre los bonos del Tesoro estadounidenses ofrecen una buena liquidez. En bonos corporativos, una selección y análisis activos son cruciales para que los inversores puedan reducir el riesgo de las carteras. Creemos que deberían evitar los sectores que ya se han normalizado por completo. De hecho, las condiciones actuales favorecen los aspectos idiosincrásicos, más que una exposición completa a la beta del mercado. En particular, los mercados de consumo (ABS «esotéricos») e hipotecarios residenciales (hipotecas de agencias) siguen siendo atractivos dada la fortaleza agregada de los ingresos, los ahorros y los reembolsos de crédito de los consumidores.

Bonos de mercados emergentes

Somos globalmente optimistas con respecto a la renta fija de mercados emergentes, y creemos que los diferenciales del *high yield* aún podrían reducirse. Las monedas locales están respaldadas por los bajos rendimientos a nivel global, una inflación moderada, una política estable en EE. UU. y un entorno de crecimiento de principios de ciclo. Las economías asiáticas podrían comportarse mejor que otras regiones en el primer semestre de 2021, lo que ofrecerá oportunidades selectivas. En Turquía, reconocemos los riesgos relacionados con la balanza de pagos y la lira, pero creemos que hay oportunidades en un entorno de normalización creíble de las políticas económicas y unas valoraciones baratas.

Divisas

Tenemos cautela en los pares USD/JPY y USD/CNY dada la mejora del entorno de las monedas cíclicas. También mantenemos nuestra actitud constructiva en NOK/EUR.

Inflación y crédito *investment grade* de EE. UU.

Source: Amundi, Bloomberg at 14 December 2020. Yield to worst for Bloomberg Barclays US Total Return Index.

RFM = renta fija mundial; FX MEG/ME = divisas de mercados emergentes; HY = high yield, alto rendimiento; IG = investment grade, grado de inversión; EUR = euro, UST = bonos del Tesoro estadounidense; RMBS = valores respaldados por hipotecas residenciales; ABS = valores respaldados por activos; HC = moneda fuerte; LC = moneda local; CRE = bienes inmobiliarios comerciales; ECE = Europa central y del Este; JBG = deuda pública japonesa; ZE = zona euro. Bdp = balanza de pagos.

RENTA VARIABLE

Los títulos *value* aún tienen margen para recuperar terreno

ELMGREEN Kasper
Director de renta variable



SYZDYKOV Yerlan
Director global de mercados emergentes



J. TAUBES Kenneth
Director de gestión de inversiones de EE. UU.

*Pese a la rentabilidad superior reciente del *value* frente al *growth*, el primero presenta un importante potencial de recuperación, que depende del crecimiento de los beneficios y la normalización económica*

Evaluación general

El progreso de las vacunas en todo el mundo y la aprobación de una en el Reino Unido y dos en EE. UU. parecen haber fijado un límite temporal a la pandemia, lo que está alentando a los mercados a mirar hacia el futuro. En el segmento corporativo, se prevé un crecimiento considerable de los beneficios en 2021, impulsado por la continuación de los estímulos y una recuperación económica. No obstante, las valoraciones excesivas en algunos segmentos, los riesgos de nuevas olas de covid-19 y los temores sobre la solvencia del sector empresarial exigen un enfoque selectivo. Creemos que será crucial un análisis fundamental y ascendente (*bottom-up*) de empresas con unos balances de calidad para obtener unas rentabilidades sostenibles.

Renta variable europea

Puesto que la reapertura de la economía depende en gran medida del despliegue de las vacunas a gran escala, **mantenemos una postura equilibrada, con un sesgo hacia la normalización y la recuperación.** Esto respalda nuestro posicionamiento *barbell* en sectores defensivos, como el sanitario y el de telecomunicaciones, por una parte, y acciones cíclicas de calidad de los sectores industrial y de materiales, por otra. Aunque somos optimistas con respecto a los dos últimos, hemos pasado a tener una visión marginalmente positiva sobre los títulos financieros, que deberían beneficiarse de una transición hacia el estilo *value*. Es interesante observar que el mes pasado hubo una recuperación de la **inversión en acciones *value* con respecto a las *growth*.** No obstante, con una perspectiva histórica a más largo plazo, **la prima de las acciones *growth* frente a las *value* aún es elevada.** Creemos que aún hay un potencial considerable de que las *value* obtengan una rentabilidad superior, pero dependerá del despliegue de las vacunas antes mencionado, la recuperación económica, la mejora de los PMI y la dirección de los tipos. Por lo tanto, damos prioridad a la disciplina de nuestros procesos y la selección de valores, al tiempo que gestionamos los riesgos de mercado y de estilo. En cambio, somos más cautelosos con las acciones de consumo discrecional, pero hemos mantenido nuestra perspectiva negativa en las tecnológicas. No obstante, en todos los casos nos centramos en empresas sólidas

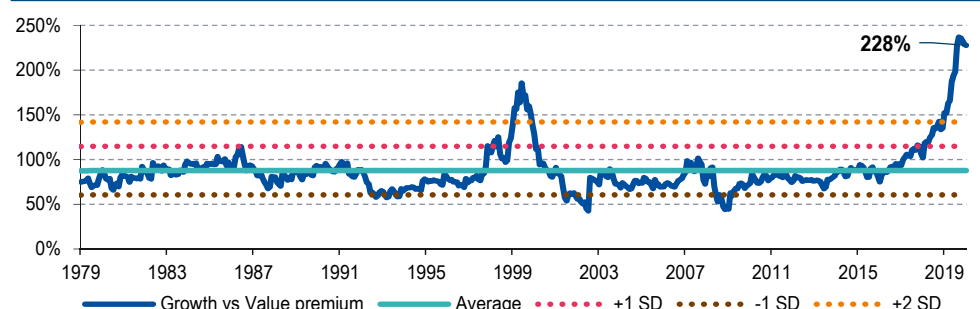
Renta variable estadounidense

Creemos que la renta variable es más atractiva que el crédito desde la perspectiva de los ingresos, pero esto no significa que no haga falta permanecer activos. De hecho, la selección es aún más importante hoy en día, porque hay algunas valoraciones extremas en el mercado. Dicho esto, profundizando más, los inversores deberían evitar las acciones de hipercrecimiento y ver si los continuos estímulos fiscales, una recuperación en 2021 y una mejora de los beneficios empresariales impulsan una **rotación de las acciones *growth* de megacapitalización hacia las acciones *growth* más cíclicas y *value* cíclicas.** Las últimas deberían beneficiarse de su menor sensibilidad a los tipos de interés. Los títulos *growth* son más sensibles a los tipos, porque dependen más de los beneficios futuros y se verían más afectados por un aumento de las tasas de descuento. En cambio, los financieros, que tienen un gran peso en el universo *value*, se beneficiarían de una inclinación de la curva de tipos. En consecuencia, los inversores deberían: (1) plantearse pasar de acciones de hipercrecimiento y de gran *momentum* a acciones de crecimiento estable con unos precios razonables (por ejemplo, dispositivos médicos); (2) tratar de beneficiarse de una rotación que favorece las acciones *value* de gran calidad (como automatización industrial, envío de paquetes); y (3) explorar oportunidades en el segmento ESG.

Renta variable de los mercados emergentes

Aunque seguimos atentos a los riesgos geopolíticos de los mercados emergentes, nos mantenemos constructivos para explorar títulos de países donde la actividad económica ha rebotado. Por sectores, somos optimistas de forma selectiva en valores tecnológicos y de Internet, de consumo discrecional e industriales, pero prestamos atención a las valoraciones extremas en estas áreas. No nos gustan los sectores cuya rentabilidad podría verse limitada por las intervenciones del gobierno. En términos de estilo, nos inclinamos por acciones *value* con suficientes características de crecimiento cíclico y calidad.

MSCI World growth/value - Indicador compuesto de valoración (CVI)*



Source: Amundi Research, Datastream on 15 December 2020.

*CVI: based on a basket of criteria in absolute terms – trailing price-to-earnings ratio (PE), price-to-book value (P/BV) and dividend yield (DY), and ranked in percentile, ranging from 0% to 100% (the percentage of time this basket was cheaper since 1979: 0% never been cheaper; 100% never been more expensive).

TEMA DEL MES

Revaluación de las perspectivas mundiales de 2021



DEFEND Monica
Directora global de investigación

Con la colaboración de:

BERARDI Alessia,
Directora de análisis macro y de estrategias de mercados emergentes

PORTELLI Lorenzo
Director de análisis de activos cruzados

USARDI Annalisa,
Economista principal, CFA

Al terminarse el cuarto trimestre de 2020, confirmamos el «marco financiero de recuperación» como nuestro escenario principal para 2021 con más convicción que en el tercer trimestre de 2020. Prevedemos que en adelante mejoren los fundamentales corporativos a nivel global. El rebote del crecimiento de los BPA finalmente confirmará los niveles actuales de los precios de los activos en el contexto de los bajos tipos de interés. Esto explica nuestro optimismo cauteloso de cara a los próximos trimestres. También hemos analizado la sostenibilidad de la rotación del riesgo que se está produciendo de crédito *high yield* a acciones *value/cíclicas*. Confirmamos nuestra opinión constructiva a medio plazo con una continuación y madurez del marco financiero de recuperación.

I - Actualización de nuestras perspectivas económicas para 2021

Mejora de las perspectivas de crecimiento

► Implicaciones del cuarto trimestre de 2020

Comparado con nuestra evaluación del pasado trimestre, **las perspectivas económicas de 2021 han cambiado ligeramente a favor de las economías emergentes.**

El crecimiento es algo más sólido en EE. UU. y ha mejorado ligeramente en Japón, gracias a unos planes de estímulo fiscal más sustanciales en EE. UU., y un efecto de base más importante que en 2020 en Japón. En Europa, las expectativas de crecimiento para 2021 se ven limitadas por la evolución actual de la pandemia y unos efectos de base más débiles que en 2020 (actividad mejor de lo esperado en el tercer trimestre).

El crecimiento de los mercados emergentes aumentó moderadamente en 2020 con respecto a los pronósticos gracias a un tercer trimestre mejor de lo anticipado, mientras que las expectativas han permanecido estables en 2021, excepto para Brasil y Sudáfrica. En estos dos países, prevemos un efecto de base más bajo en 2021 que en 2020. Además, una resolución más lenta de la situación fiscal en Brasil y una ralentización de la economía mundial hacia finales de año podrían lastrar la economía, además de las nuevas medidas restrictivas adoptadas en Sudáfrica.

El conjunto actual de políticas favorables es el principal motivo de nuestras perspectivas económicas constructivas, tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes. La eficacia de la vacuna y la inmunidad colectiva gracias a su distribución masiva en 2021 son las hipótesis cruciales en las que se basan estas perspectivas.

La inflación debería de permanecer generalmente bajo control o moderada en las economías avanzadas, con algunas subidas pasajeras asociadas a la reversión de efectos de base. Aunque observamos algunos avances hacia los objetivos de los bancos centrales de los mercados desarrollados, no prevemos una inflación descontrolada en un futuro cercano. **Las tendencias inflacionistas en los mercados emergentes parecen más desiguales.** En la mayoría de casos, la dinámica reciente, particularmente en China, ha obedecido a factores específicos y estacionales y, por consiguiente, temporales. Sin embargo, hay algunos casos particulares, como Turquía, donde se prevé que la inflación permanezca muy elevada debido a la fuerte depreciación de la moneda, un aumento de los precios de la electricidad y la eliminación progresiva de varias rebajas del IVA adoptadas en

2020. **En conjunto, la inflación en las economías emergentes ya ha alcanzado los objetivos de los bancos centrales, o se encuentra más cerca de ellos que en las economías avanzadas.**

► Reiteramos nuestra previsión del crecimiento mundial de 2021

En lo que se refiere al crecimiento económico, **nuestras perspectivas mundiales para 2021 siguen siendo globalmente estables;** aunque siguen dominadas por los efectos de base, también tienen en cuenta unos patrones de crecimiento trimestral algo mejores. A 31 de diciembre, nuestras hipótesis del crecimiento mundial en 2021 son del **4,9 % al 5,7 %**. Los **estímulos fiscales serán un factor clave** de apoyo a la recuperación, especialmente en las economías avanzadas. En EE. UU., la campaña de vacunación sigue avanzando, pero las medidas de contención del virus aún podrían lastrar la actividad. Un nuevo paquete fiscal respaldará la economía en la primera mitad del año (por un valor de casi el 1 % del crecimiento del PIB en 2021, según nuestros cálculos). Es posible que los datos sean mejores de lo que pronosticamos, ya que fuimos conservadores en nuestras previsiones iniciales al considerar un paquete más moderado que el de 900.000 millones de dólares que aprobó el presidente estadounidense el 27 de diciembre. Además, con la mayoría en el congreso tras la segunda vuelta de los escaños de Georgia en el Senado, Joe Biden tendría que poder adoptar más estímulos fiscales. En la zona euro, el *plan Next Generation EU (NGEU)* es un factor crucial que se prevé que impulse la economía por encima del potencial en la segunda mitad del año, especialmente en algunos países vulnerables claves. Prevedemos que el crecimiento de la zona euro sea estable y se sitúe entre el 4,3 % y el 5,1% en 2021, y entre el 3,6 % y el 4,2 % en 2022, superando el de EE. UU. (véase la tabla de la página siguiente). Este escenario se basa en que la campaña de vacunación permita llegar a la inmunidad colectiva y que la liberación de la demanda acumulada refuerce el impacto del plan, lo que crearía una especie de círculo virtuoso. Por lo tanto, debemos estar atentos a los riesgos de implementación.

Aunque la recuperación económica está siendo algo más rápida, las perspectivas de inflación han sido generalmente débiles, en particular en los mercados desarrollados, debido a la desaceleración generalizada en la segunda mitad de 2020. La nueva ola del virus en el cuarto trimestre introdujo una nueva fuente de volatilidad a los datos macroeconómicos, con un impacto de las nuevas restricciones sobre la actividad, especialmente en el sector de servicios. Aunque solo son una aproximación, un conjunto amplio de indicadores de alta frecuencia, como los datos de movilidad y

TEMA DEL MES

el consumo de electricidad, apuntan a una nueva contracción en el cuarto trimestre en las áreas donde se han impuesto unas restricciones más severas (como la zona euro), en línea con el escenario de una recuperación gradual, pero inestable.

Habrà recaídas de la economía real a causa de los rebrotes del virus, mientras que es de esperar que la intervención de las políticas sea una opción para ayudar a acelerar la actividad. Además, los bancos centrales mundiales se han comprometido a mantener las políticas monetarias no convencionales y a relajar las condiciones financieras durante un periodo de tiempo prolongado. **Esto respaldará los mercados financieros cuando se recuperen los**

fundamentales corporativos¹.

En conclusión: la nueva ola de contagios y los confinamientos selectivos adoptados en numerosos países de distintas regiones hacen que la recuperación económica mundial sea cada vez más inestable y heterogénea. La velocidad y eficacia de la campaña de vacunación serán cruciales para liberar la demanda acumulada y determinar las trayectorias de la recuperación económica, junto con las combinaciones de políticas fiscales y monetarias.

Inflación: el elefante en la habitación

En 2021, la inflación y las expectativas inflacionistas

¹ En nuestro escenario central, esto implica que los niveles económicos anteriores al coronavirus no se alcanzarán en promedio hasta dentro de varios trimestres (con la excepción de China, la única economía que muestra una recuperación efectiva en forma de V).

Lo que sorprendió en el 4.º trimestre de 2020

Aunque la incertidumbre sigue imperando, nuestro optimismo cauteloso a corto plazo tiene en cuenta lo siguiente.

 Si bien el progreso en la disponibilidad de las vacunas fue algo más rápido de lo que habíamos anticipado, la nueva ola de contagios en varias regiones y, especialmente, en EE. UU. y Europa podría afectar la confianza que había al principio de la campaña de vacunación. Las medidas sanitarias para abordar la nueva ola, con distintos grados de severidad e implicaciones para la movilidad, están provocando una marcada desaceleración de los datos de alta frecuencia y, en algunas regiones, causando una contracción económica. En los EE. UU. estos acontecimientos no parecen haber puesto en peligro el crecimiento del 4.º trimestre, aunque ha ralentizado considerablemente, pero en Europa hay indicios de una contracción en toda regla, si bien muy inferior a la del 2.º trimestre. La recuperación debería reanudarse de forma gradual e inestable a partir del primer trimestre de 2021. Se prevé que el crecimiento durante el año dependa de los extraordinarios efectos de base, que deberían compensar las pérdidas sin precedentes del segundo trimestre de 2020.

 En EE. UU., la probabilidad de que se acordara un **paquete fiscal entre los dos partidos** durante el periodo de transición parecía baja hace pocos meses; sin embargo, antes de finales de año, el congreso aprobó un paquete fiscal de más de 900 000 millones de dólares, que se prevé que compense la pérdida de impulso del 4.º trimestre, mejore las rentas disponibles de los hogares en la primera mitad del año y reactive la dinámica económica.

 En la UE, el **acuerdo reciente sobre el presupuesto plurianual del plan NGEU** da luz verde a su implementación, superando la oposición que habían manifestado previamente Polonia y Hungría, que dificultaron las negociaciones y aumentaron la incertidumbre sobre su ejecución y calendario de implementación.

 Los **mercados financieros se mantuvieron atentos a la logística de la pandemia** y se movieron al son de las buenas noticias publicadas sobre las vacunas, los planes fiscales y la reducción del riesgo político, sorprendiendo al alza al superar las expectativas más optimistas, e implicando un reposicionamiento táctico.

Previsiones macroeconómicas (con la información disponible a 31 de diciembre de 2020)

Medias anuales (%)	Crecimiento del PIB real (%)			Inflación (IPC interanual, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	intervalo					
Países desarrollados	-5,7/-5,3	3,7/4,5	2,8/3,4	0,7	1,3	1,6
EE. UU.	-3,7/-3,3	3,7/4,7	2,4/3,0	1,3	1,9	2,0
Japón	-5,6/-5,0	2,3/2,9	1,3/1,9	0,0	0,1	0,2
Zona euro	-7,6/-7,0	4,3/5,1	3,6/4,2	0,2	0,9	1,4
R.U.	-11,5/-11,1	3,5/4,1	4,4/5,0	0,9	1,7	1,9
Países emergentes	-2,9/-2,2	5,7/6,5	3,9/4,9	3,9	3,6	3,7
China	1,4/2,0	7,9/8,5	4,9/5,5	2,5	1,4	2,2
Mundo	-4,1/-3,5	4,9/5,7	3,5/4,3	2,6	2,7	2,8

Fuente: Análisis de Amundi

TEMA DEL MES

Estamos convencidos de que la inflación tenderá a alza el año que viene con picos temporales, sobre todo por los efectos de base

seguramente estarán en el foco de atención.

Durante el 4.º trimestre, la **inflación fue un factor relevante pero no determinante de los mercados**. En EE. UU. fue débil, con algunos factores importantes como una notable desaceleración de los precios del alojamiento y servicios médicos, mientras que en la UE, la inflación se mantuvo en terreno negativo. Por consiguiente, creemos que sería prematuro suponer que las expectativas de inflación están fijadas en unos niveles más altos.

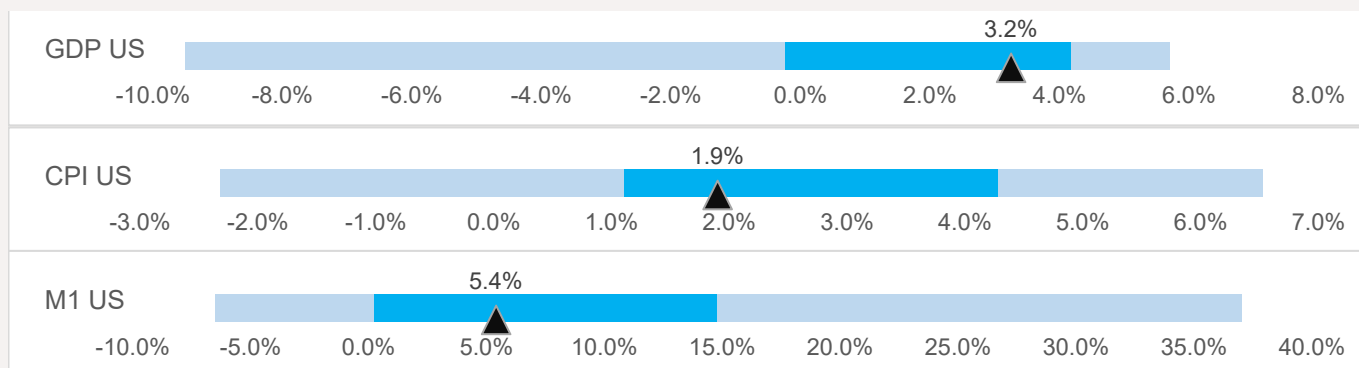
En general, prevemos que continúe la **coordinación de la política fiscal y la monetaria, y que la segunda facilite la expansión fiscal, independientemente de las presiones inflacionistas a corto plazo**. De hecho, los principales bancos centrales de los mercados desarrollados están revisando, como se esperaba, sus directrices de política a largo plazo al no alcanzar sus objetivos de inflación desde hace años, y permitirán períodos prolongados de flexibilización de la política incluso en caso de modestos repentes de la inflación. En los mercados emergentes, en cambio, las autoridades monetarias deben equilibrar sus políticas más cuidadosamente dadas unas dinámicas de inflación muy distintas, y

prevemos una postura de política monetaria estable (con un endurecimiento marginal solo en algunos casos) debido a una recuperación gradual más adelante.

En conclusión, creemos que la **inflación en los mercados desarrollados** podría registrar una **volatilidad inusual** en los próximos meses, debido a las distorsiones provocadas por los confinamientos y los efectos de base, que deberían de revertirse en 2021. Siempre y cuando la brecha de producción se mantenga, los factores deflacionistas globales y locales podrían frenar la inflación; por otra parte, la desaparición del lastre negativo del efecto de base del petróleo debería de ayudar a que la inflación siga subiendo en los próximos 12 meses, junto con la disipación de los efectos de base de las rebajas del IVA en los países donde se adoptaron (como Alemania). **En los mercados emergentes, se espera que la situación global siga siendo favorable y que la inflación general permanezca dentro o cerca de los objetivos de los bancos centrales**; sin embargo, cabe estar atentos a la dinámica y a las expectativas de precios, dadas las enormes medidas de relajación adoptadas por la mayoría de los bancos centrales.

Esquema de las expectativas económicas de EE. UU.

De cara al 4.º trimestre de 2021, un crecimiento fuerte y por encima de la mediana no lleva a un sobrecalentamiento persistente de la inflación, a pesar del apoyo de la política monetaria recibido de momento. Más bien al contrario, la inflación se acerca al objetivo, pero sigue moderada.



Source: Amundi Global Research, Bloomberg, Eikon – Datastream, January 2020.

Metodología: La tabla representa el valor esperado de cada variable (por ejemplo, PIB de EE. UU. interanual, IPC de EE. UU. interanual, aceleración de la M1 de EE. UU.) en el 4.º trimestre de 2021 (triángulo negro) comparado con dos intervalos:

- azul celeste: los valores históricos mínimo y máximo alcanzados por la serie durante el periodo de muestra (a partir de 1988)
- azul oscuro: los valores mínimo y máximo de la distribución de la variable condicionados a la probabilidad estimada de cada fase macrofinanciera, según los cálculos del marco AIP.

Esto permite evaluar dónde se sitúan las previsiones en comparación con la distribución típica del marco financiero previsto según el Advanced Investment Phazer dentro de 12 meses.

II - Reajuste de las probabilidades de nuestro escenario

A medida que avanza 2021, **prevemos una trayectoria de recuperación llena de baches**, marcada, por una parte, por el optimismo asociado al **progreso en las campañas masivas de vacunación** y, por otra, **por las medidas de contención del virus**, que no prevemos que se eliminen por completo antes del tercer trimestre.

Hemos revisado la probabilidad asignada a nuestros escenarios central y alternativos en cuanto a los marcos financieros previstos en comparación con el trimestre anterior. **Nuestros escenarios dependen del ritmo de la**

distribución masiva de vacunas, que creemos que no será lineal ni estable

► Aumentamos la probabilidad de nuestro escenario central al 75 %

Tenemos más convicción en nuestro **escenario central** y hemos elevado su probabilidad del 65 % al 75 %. Este escenario supone que la recuperación mundial será un proceso que durará varios años, que habrá recaídas de la economía real a causa de los rebrotes del virus y que la intervención de las políticas será una opción para ayudar a acelerar la actividad.

Según nuestras estimaciones, los beneficios empresariales resistirán bien y rebotarán con respecto

TEMA DEL MES

La senda de recuperación del 4.º trimestre diverge según las regiones a medida que nuevas olas de contagios provocan confinamientos, contrarrestando en parte la mejora de la confianza suscitada por el inicio de la campaña de vacunación antes de lo previsto

La rotación del riesgo que empezó en el 4.º trimestre de 2020 seguramente continuará en los próximos trimestres

a sus mínimos de 2020 a medida que se reanude la actividad económica. Los tipos de interés bajos y controlados deberían de dar un impulso adicional a los mercados de renta variable, contribuyendo a mantener la considerable discordancia que surgió entre los mercados financieros y la economía en 2020, respaldados por unas políticas contundentes.

Confirmamos nuestra opinión constructiva a medio plazo de una continuación y madurez de la recuperación, con un optimismo más cauteloso a corto plazo en lo que se refiere a los mercados financieros.

Nuestro optimismo se basa en tres logros principales del 4.º trimestre:

- 1) un **progreso tangible en la vacuna contra la covid-19** desde noviembre, lo que nos permite confiar más en una recuperación «impulsada por la vacuna», respaldada por
- 2) un **progreso gradual de los estímulos fiscales**, que nos permite mejorar nuestras proyecciones económicas². Creemos que el gasto fiscal tendrá el máximo impacto si se dirigen de forma selectiva las ayudas económicas a los sectores que han resultado más afectados por las restricciones sanitarias. Todos los bancos centrales del G4 han mantenido su compromiso de mantener unas condiciones financieras favorables para estabilizar los mercados financieros y monetizar las emisiones de deuda pública para impulsar la economía.
- 3) los principales **riesgos políticos** (incluidas las elecciones estadounidenses y un Brexit sin acuerdo) han desaparecido y, por consiguiente, ha disminuido la volatilidad en los mercados financieros.

► **La probabilidad del escenario bajista sigue elevada en el 15 %**

Los participantes del mercado se apresuraron un poco a descontar una recuperación económica «impulsada por la vacuna». Nuestros riesgos bajistas, a los que asignamos una probabilidad del 15 % (reducida con respecto al 25 %), siguen siendo elevados y superiores a la media histórica; de ahí nuestra cautela sobre los movimientos del mercado a corto plazo.

Vemos tres catalizadores principales que podrían desencadenar nuestro escenario bajista:

- 1) **una evolución genética del virus** que podría hacer que la pandemia vuelva a descontrolarse y provocar fuertes contracciones económicas.
- 2) **errores en las políticas**, como un riesgo de ejecución de los planes fiscales, o que se haga una pausa en las políticas monetarias o se corrija su sesgo expansivo. Por ejemplo, la Reserva Federal podría verse bajo presión debido a un desplome del dólar estadounidense, lo que haría subir las expectativas de tipos o de inflación. Puesto que esto último es una apuesta de consenso, representa un riesgo en sí y podría cambiar la evaluación de los escenarios.

² *Esta vez, hemos añadido explícitamente los estímulos fiscales (unos 500 000 millones de dólares en EE. UU., con efectos principalmente en el primer y segundo trimestres, calculado conforme a las estimaciones del multiplicador fiscal de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO); para la zona euro, entre un 15 % y un 20 % de las ayudas asignadas del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia para cada país beneficiario, con efectos principalmente a partir del tercer trimestre, estimado con multiplicadores en línea con cada proyecto de plan presupuestario presentado a la Comisión Europea).*

- 3) **una recesión económica prolongada** que afecte la confianza de las empresas y hogares y se propague a los sectores que aún no habían resultado afectados por la crisis (como el financiero), que provoque que la crisis económica excepcional se convierta en una crisis financiera.

► **Escenario alcista con una probabilidad del 10 %**

Nuestro escenario alcista implica que la crisis sanitaria se resuelva en el primer semestre de 2021, confirmando una **«recuperación impulsada por la vacuna»**. Un reajuste ordenado del conjunto de políticas con un impulso a la actividad económica iniciaría un círculo virtuoso de recuperación, generando aumentos de la productividad gracias a nuevos avances digitales/verdes y una normalización más rápida. La demanda privada repuntaría, lo que conllevaría un aumento benigno de la inflación impulsado por la demanda.

Repercusiones para la inversión

Dadas las nuevas probabilidades de nuestros escenarios central y alternativos, recomendamos unas carteras bien diversificadas, con unas exposiciones al riesgo equilibradas, que resistan bien al aumento de la volatilidad en caso de conmociones negativas relativas al crecimiento o las políticas institucionales. Prevemos un rebote de los beneficios empresariales, que respalde los precios incluso de los activos de más riesgo, en el contexto de unos tipos de interés controlados por los bancos centrales. Esto debería de apoyar la continua rotación del riesgo de crédito *high yield* a acciones *value/cíclicas* y hacia los activos de mercados emergentes.

III - Perspectivas de inversión a medio plazo

Cómo se traslada nuestra evaluación descendente al marco Advanced Investment Phazer

Hemos descrito todos los ingredientes de nuestro indicador del ciclo, el Advanced Investment Phazer, que respalda nuestras perspectivas de inversión a medio plazo. Dentro de este marco, ponemos en correspondencia nuestras opiniones y expectativas sobre las perspectivas macroeconómicas con nuestras convicciones y estrategia de inversión.

Confirmamos el «marco financiero de recuperación» como nuestro escenario principal

(con una probabilidad del 75 %), en que los determinantes de crecimiento y macro siguen siendo fundamentales. En el plano económico, la desaceleración registrada en el 4.º trimestre de 2020 no debería de poner el peligro la recuperación en 2021. No obstante, la convergencia del crecimiento económico hasta los niveles de antes de la crisis será lenta y llena de baches debido a los graves daños estructurales causados por la pandemia a los sectores intensivos en mano de obra.

Nuestro análisis, basado en **determinantes de la actividad a largo plazo, muestra que el crecimiento potencial ha resultado seriamente afectado por la pandemia a través de los tres canales de crecimiento** (pérdida de productividad, menor inversión en bienes de equipo y menor

TEMA DEL MES

participación en la fuerza de trabajo), unos efectos que se invertirán solo gradualmente a medio plazo. No obstante, es de prever que los **beneficios empresariales resistan mejor y se recuperen más rápidamente hasta los niveles anteriores a la crisis** (en EE. UU., prevemos que los BPA de 2021 tiendan a unos niveles aún más altos que los de diciembre de 2019). Aún más importante: **la dinámica de los precios de los activos no debería de incidir significativamente en las políticas monetarias de los bancos centrales**, y las inyecciones de liquidez seguramente se mantendrán sólidas, respaldando la reflación de los activos y manteniendo unas buenas condiciones financieras y de crédito.

Los efectos aceleradores de las políticas respaldan a los activos de riesgo, pero su desvinculación de los fundamentales aumenta los riesgos a la baja. Esto se refleja en la probabilidad que asignamos al escenario bajista (15 %), que incluye una posible corrección del mercado de más del 10 %, es decir, en línea con la media histórica.

► Búsqueda de rendimiento y diversificación

En este entorno, **la búsqueda de rendimiento sigue siendo el tema dominante** en todo el universo de renta fija: la atención pasa a centrarse, sin embargo, en **los bonos de mercados emergentes, por motivos de diversificación y por las perspectivas de sus rentabilidades previstas**. Efectivamente, la combinación de un dólar estadounidense débil, los ingresos ajustados por la prima temporal y la mejora de las condiciones económicas en las regiones de ME favorecen la renta fija de los mercados emergentes globales. Además, la relajación de las condiciones financieras por parte de los bancos centrales evita picos de la volatilidad también en las curvas de tipos de los MEG. Reiteramos nuestra preferencia por los **bonos ligados a la inflación** con respecto a la deuda soberana. Las expectativas de inflación se encuentran fijadas en unos bajos niveles, por lo que se trata de una cobertura barata de adoptar en caso de que más adelante aumenten.

► Entre los activos de riesgo, la renta variable es el mercado favorito

La **resiliencia de los beneficios empresariales** en

el contexto de unos tipos de interés controlados debería de ayudar a la renta variable a alcanzar nuevos máximos en 2021-22 sin suponer unos niveles estratosféricos de los múltiplos. Prevemos que los ratios precio/beneficios vuelvan paulatinamente a la mediana histórica. Por lo tanto, **considerando el perfil de riesgo y rentabilidad, el mercado de renta variable sigue siendo el favorito entre las clases de activos de riesgo**.

Además, prevemos que continúe la rotación actual de crédito *high yield* a la renta variable, por lo menos en los mercados desarrollados. Aunque la volatilidad del *high yield* disminuyó considerablemente en 2020, el potencial alcista con respecto a unos niveles de diferenciales extremadamente y artificialmente bajos es más limitado que en otras recuperaciones anteriores.

La rotación de las clases de activos en el 4.º trimestre y la rentabilidad de los activos de riesgo han reducido considerablemente los desajustes del mercado y la infravaloración de los valores rezagados (prima de riesgo de la renta variable mundial frente a rendimiento, activos cíclicos, materias primas y, en general, todas las apuestas por la reflación).

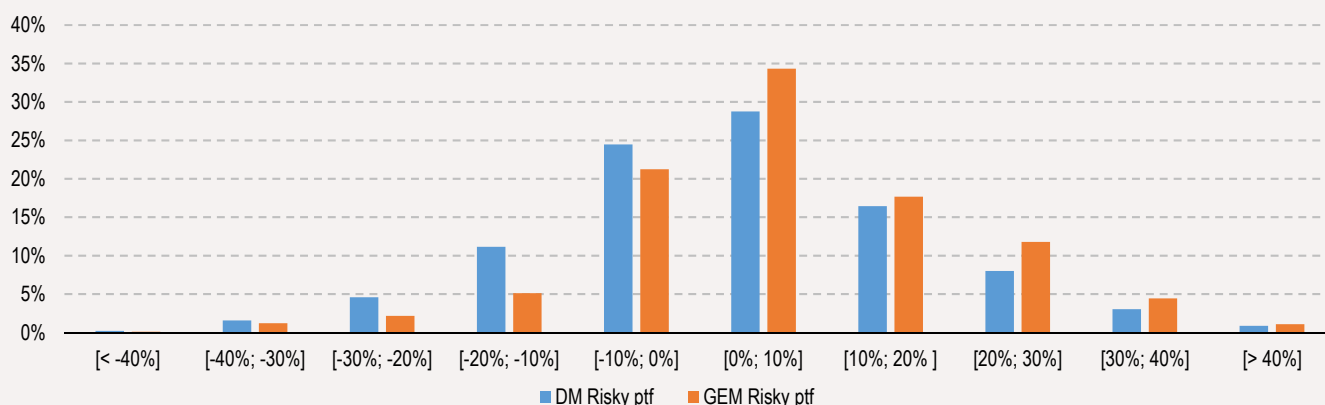
► Verosimilitud de la continuación y sostenibilidad de la rotación

Según nuestro análisis, **la rotación es sostenible a largo plazo**. Reconocemos un **mayor potencial en la zona euro al rotar de deuda *high yield* a renta variable**; el aumento reciente de esta apuesta en EE. UU. ha casi agotado su atractivo relativo en la región. **En el primer semestre de 2021 seguirá habiendo oportunidades de inversión en activos de riesgo de los mercados emergentes globales**.

En vista de todo ello, consideramos apropiado **seguir ejecutando esta rotación, centrándonos aún más en las clases de activos rezagados y apostando por esta temática a nivel de los distintos activos para garantizar una diversificación adecuada de los riesgos**.

En el marco financiero de recuperación, nuestro escenario central, los activos de riesgo de los mercados emergentes mundiales (HY+renta variable) rinden más en promedio que los activos de riesgo de mercados desarrollados, sobre todo debido a unas valoraciones *top-down* más baratas.

1/ Rentabilidades esperadas: cartera de riesgo de MD frente a cartera de riesgo de MEG

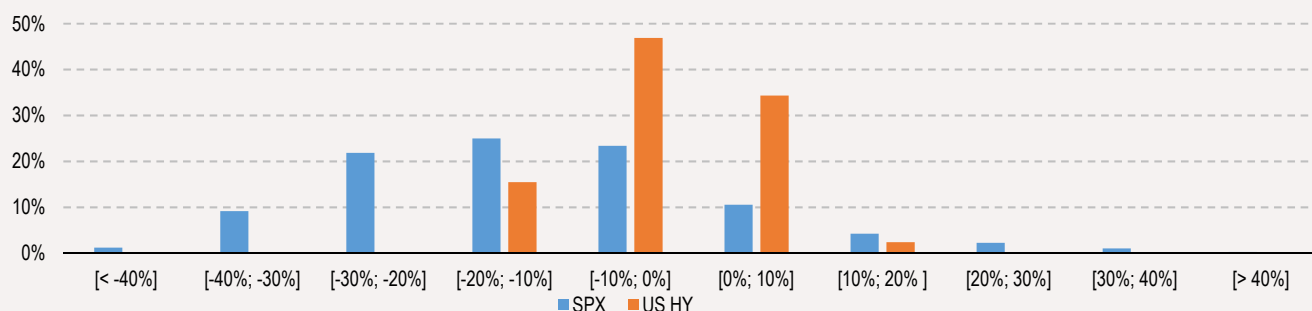


Source: Amundi Research, Bloomberg, Standard & Poor Website, January 2021, X axis reports portfolios expected return range, y axis reports the frequency of the probability distribution.

TEMA DEL MES

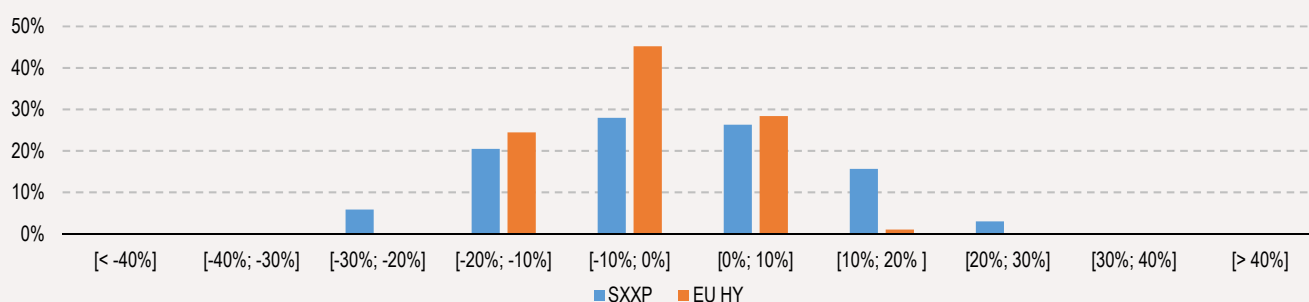
En una cartera multiactivos, la rotación de HY a renta variable está justificada tanto en la zona euro (ZE) como en EE. UU. Sin embargo, en términos relativos por regiones, la ZE presenta más potencial alcista.

2/ Valor razonable: HY EE. UU. frente a RV EE. UU.



Source: Amundi Research, Bloomberg, Standard & Poor Website, January 2021, X axis reports portfolios expected return range, y axis reports the frequency of the probability distribution.

3/ Valor razonable: HY UE frente a RV UE



Source: Amundi Research, Bloomberg, Standard & Poor Website, January 2021, X axis reports portfolios expected return range, y axis reports the frequency of the probability distribution.

Metodología: Distribuciones de las rentabilidades (y valores razonables) previstas basadas en simulaciones de los escenarios generadas por nuestras previsiones macroeconómicas internas y las probabilidades del marco financiero resultantes de nuestro Advanced Investment Phazer. Las distribuciones simuladas captan asimetrías, considerando los riesgos alcistas y bajistas subyacentes al escenario central para todos los universos de las clases de activos. En el último gráfico, mostramos dos carteras equilibradas (carteras de riesgo de mercados desarrollados y de mercados emergentes globales) basadas en una distribución del 50 % de deuda HY de MD + 50 % de renta variable de MD, y una de 50 % de deuda HY de MEG + 50 % de renta variable de MEG, respectivamente. Según nuestros cálculos, las carteras que muestran una elevada exposición a las clases de activos de mercados emergentes deberían de rendir más que la exposición a los mercados desarrollados.

Conclusión

El 4.º trimestre de 2020 confirmó el trayecto de ida y vuelta del ciclo económico y financiero, mientras que el marco financiero de recuperación en 2021 asegurará más potencial de rotación de las clases de activos de riesgo. Creemos que la reactivación económica comportará un proceso de recuperación gradual, pero inestable. Habrá recaídas de la economía real a causa de los rebrotes del virus, mientras que la intervención de las políticas debería de ayudar a acelerar la actividad. En este entorno, el crecimiento, los tipos, la inflación y las políticas monetarias y fiscales están fuertemente interrelacionados, lo que significa que un riesgo específico podría propagarse a uno sistémico, aunque esto se sigue limitando a nuestro escenario bajista.

Los principales riesgos para nuestro escenario central siguen teniendo que ver con: (1) la evolución de la pandemia en el primer trimestre de 2021, lo que llevará a nuevos descensos del crecimiento, con el consiguiente aumento de las

tasas de morosidad y las quiebras debido a una contracción económica prolongada que afecta la confianza de las empresas y los consumidores, y (2) los riesgos de ejecución de los ambiciosos planes de estímulo fiscales.

Aunque podría producirse una corrección del mercado a corto plazo, según nuestros análisis, la rotación del riesgo sigue siendo sostenible a medio plazo. Después de que en EE. UU. últimamente haya cobrado impulso, preveemos un mayor potencial en la zona euro en la transición del crédito *high yield* a renta variable. Se prevé que los mercados emergentes sigan presentando oportunidades de inversión en la primera mitad de 2021. En vista de todo ello, consideramos apropiado mantener una rotación del riesgo, centrándonos aún más en las clases de activos rezagadas y apostando por esta temática a nivel de los distintos activos para **mantener la diversificación adecuada de la cartera.**

Finalizado el 6 de enero de 2021

ESCENARIOS CENTRAL Y ALTERNATIVOS

Actualización mensual

Este mes, actualizamos las probabilidades y el discurso de nuestros escenarios central y alternativos, teniendo en cuenta los acontecimientos del 4.º trimestre de 2020 en cuanto a las vacunas, las políticas fiscal y monetaria y políticos/geopolíticos. Tenemos una mayor convicción en nuestro escenario central y elevamos su probabilidad del 65 % al 75 %. Reducimos la probabilidad de nuestro escenario bajista del 25 % al 15 %, aunque se mantiene por encima de los niveles históricos. Confirmamos nuestra opinión constructiva a medio plazo sobre el «marco financiero de recuperación», con más cautela a corto plazo sobre los mercados financieros dadas las noticias que van apareciendo sobre el virus.

ESCENARIO BAJISTA

15 %

Estancamiento secular

Análisis

- Una evolución genética del virus hace que la pandemia se des controle y provoca otra fuerte contracción económica
- Errores en las políticas y riesgo de ejecución de los planes fiscales
- Pausa o retirada de las políticas monetarias expansivas, debido a condicionantes internos (burbuja de activos) o externos (divisas)
- Crisis económica prolongada debido a la incertidumbre (falta de claridad), que afecta la confianza de las empresas y consumidores
- La crisis económica se convierte en una crisis financiera
- El proteccionismo y la desglobalización se aceleran, perjudicando al comercio y a las cadenas de valor globales

Repercusiones para los mercados

- Apuesten por las posiciones líquidas y los bonos del Tesoro de EE. UU.
- Apuesten por el oro, el franco suizo y el yen
- Sigan estrategias de volatilidad mínima

ESCENARIO CENTRAL

75 %

Recuperación en varios años y varias velocidades

Análisis

- Proceso de varios años para volver a poner la economía en marcha, con un camino lleno de baches hacia la recuperación
- Recaídas del crecimiento económico, debido a olas de contagios y medidas restrictivas hasta el 4.º trimestre de 2021
- Despliegue masivo de vacunas en el primer semestre, aunque desigual según las regiones
- Fuerte compromiso político para recurrir a medidas fiscales en las economías avanzadas, pero riesgo de que no se ejecuten en el buen momento
- Continuación de las políticas monetarias expansivas para lidiar con los riesgos de deflación y el aumento del endeudamiento público
- Dinámica positiva de los beneficios corporativos y disminución de los riesgos de solvencia
- Nueva caída del comercio global en relación con el PIB global, pero con menos tensiones geopolíticas tras las elecciones estadounidenses
- La crisis de la covid-19 agrava las desigualdades de renta y riqueza (riesgo de aumento de las tensiones sociales)

Repercusiones para los mercados

- Pronunciamiento limitado de la curva de tipos del Tesoro de EE. UU.
- Rotación gradual del crédito *high yield* a la renta variable
- Temáticas de la renta variable enfocadas en sectores cíclicos y los mercados internos
- Mantengan focos de ingresos: bonos de mercados emergentes y crédito *investment grade*
- Apuesten por el oro ante la continua incertidumbre, deflación y temores de recesión

ESCENARIO ALCISTA

10 %

Recuperación en forma de «V»

Análisis

- Resolución de la crisis sanitaria para finales del primer semestre de 2021, gracias a la vacunación en masa y unas medidas restrictivas eficaces
- Recuperación sostenida «impulsada por la vacuna»
- Aumentos de la productividad gracias a nuevos avances digitales y verdes
- Normalización más rápida de las actividades económicas
- Con la disminución de la incertidumbre, los estímulos de las políticas llegan a la economía real y los mercados financieros, cerrando la brecha entre el sector industrial y el de servicios
- Crecimiento sostenible y necesidad cada vez menor de respaldo de la política (fiscal)

Repercusiones para los mercados

- La curva de tipos de EE. UU. se inclina debido a las expectativas de rápida recuperación económica e inflación
- Apuesten por los activos de riesgo con exposición cíclica
- Apuesten por los bonos ligados a inflación y el oro como cobertura de inflación

RIESGOS PRINCIPALES

Actualización mensual

Los riesgos se han agrupado para facilitar la detección de estrategias de cobertura, pero evidentemente están relacionados. Mantenemos el discurso general y cambiamos las probabilidades de los riesgos en vista de los acontecimientos recientes.

RIESGO ECONÓMICO

20 %

- **Problemas con la distribución de las vacunas contra la covid-19**
 - Los problemas imprevistos de logística o efectos secundarios de la vacuna podrían incidir de manera muy negativa en los inversores y la confianza empresarial, que ha mejorado considerablemente desde noviembre
 - Una o más variantes del virus contra las cuales las vacunas existentes no sean eficaces frustrarían las expectativas de que la pandemia terminará pronto
- **Una recuperación prolongada con numerosas recaídas** podría afectar la confianza de las empresas y consumidores, repercutiendo en sectores que hasta ahora no se han visto directamente afectados por la pandemia, como el financiero
- **Unos efectos prolongados y subestimados sobre el mercado de trabajo**, con un aumento del desempleo y un impacto desigual sobre los grupos sociales, podría lastrar la recuperación
- **Repunte de la inflación y reacción exagerada a la retirada de los estímulos**
 - El riesgo es muy bajo a corto plazo, pero podrían acumularse presiones inflacionistas al alza con el tiempo, a medida que la pandemia se va moderando
 - Los programas de expansión cuantitativa podrían pasar a ser problemáticos cuando la inflación aparezca en escena
 - La dinámica de inflación y la función reactiva de los bancos centrales podrían ser fuentes de incertidumbre, en particular en los mercados emergentes, donde la inflación está cerca del objetivo de los bancos centrales
 - Una retirada temprana o mala comunicación de la Reserva Federal podría llevar a una reacción exagerada a la reducción de los estímulos como la de 2013

RIESGO FINANCIERO

15 %

- **Riesgo de solvencia corporativa**
 - Antes de la crisis de covid-19, el apalancamiento corporativo había alcanzado unos niveles mayores a los que había antes de la crisis financiera global
 - La magnitud de la recesión ha elevado los riesgos de solvencia, independientemente de las medidas de los bancos centrales y los planes de avales de los gobiernos
- **La marcada debilidad del dólar estadounidense** podría llevar a la Fed a detener su programa de compra de activos y afectar el mercado de deuda pública estadounidense, provocar deflación en la zona euro y Japón y lastrar la recuperación de los mercados emergentes
- **Crisis de deuda soberana**
 - Dados unos niveles de la deuda pública en relación con el PIB históricamente elevados en tiempos de paz, la mayoría de países están expuestos a rebajas de calificación y un aumento de los tipos de interés en caso de equivocarse con las políticas
 - Las debilidades de los mercados emergentes (exportadores de una sola materia prima, turismo) también podrían enfrentarse a una crisis de la balanza de pagos e incrementar los riesgos de impago

RIESGO (GEO)POLÍTICO

10%

- **Tensiones entre EE. UU. y China**
 - El tono duro del Partido Demócrata añade nuevas incertidumbres políticas a las relaciones bilaterales tras las elecciones estadounidenses
 - La exclusión de la bolsa de algunas empresas chinas podría provocar represalias similares
 - Posibles enfrentamientos fortuitos en el mar de la China Meridional o el estrecho de Taiwán
- **Inestabilidad en los mercados emergentes y entre ellos**, debido a una gestión caótica de la crisis del coronavirus
- **Brexit 2.0**
 - 2020 terminó con un acuerdo de salida, pero su implementación podría tener unos efectos más perturbadores de lo previsto y provocar problemas de suministro
 - En el contexto del tercer confinamiento nacional, el consenso político en el país sobre el Primer Ministro podría disiparse, ya que la salida de la UE provoca una pérdida de ingresos inmediata en varios sectores
 - Escocia podría pedir un nuevo referéndum de independencia



Liquidez, bonos ligados a inflación, JPY, oro, USD, defensivos frente a cíclicos



CHF, JPY, oro, CDS, opciones, vol. mín.



Deuda pública de mercados desarrollados, liquidez, oro, bonos ligados a inflación, volatilidad, calidad



Petróleo, activos de riesgo, AUD, CAD o NZD, exportadores de divisas locales de mercados emergentes



Petróleo, activos de riesgo, mercados frontera y mercados emergentes



Petróleo, activos de riesgo, EMBI

MENSAJE DE CROSS ASSET: Detectando puntos de inflexión en los mercados

Cómo interpretar la evaluación del punto de inflexión

● Aún no se ha alcanzado, aunque es demasiado pronto para decirlo

● Se aproxima el vuelco

● El vuelco ya se ha producido

CONTEXTOS ECONÓMICOS

- La segunda ola de la covid-19 obligó a imponer nuevas medidas de confinamiento en toda la UE, provocando una nueva contracción el cuarto trimestre de 2020. De igual modo, la actividad económica se desaceleró en EE. UU. en el cuarto trimestre, ya que los casos de covid-19 se dispararon hasta niveles récord.
- Los datos de encuestas y reales confirman estas tendencias, pero la industria resiste mejor que los servicios, ya que no se ha visto tan afectada por las restricciones recientes.

FUNDAMENTALES Y VALORACIÓN

- Los activos de riesgo se cotizan en unos niveles elevados, descontando unas expectativas de fuerte crecimiento.
- Los ratios precio-beneficio absolutos de las acciones siguen por encima de su media histórica, aunque se prevé que den un giro en el futuro cuando los beneficios reboten.
- La prima de riesgo de la renta variable y los ratios precio-beneficio ajustados por las inyecciones de liquidez de los bancos centrales siguen favoreciendo a las acciones en términos de valor relativo.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS DEFENSIVA

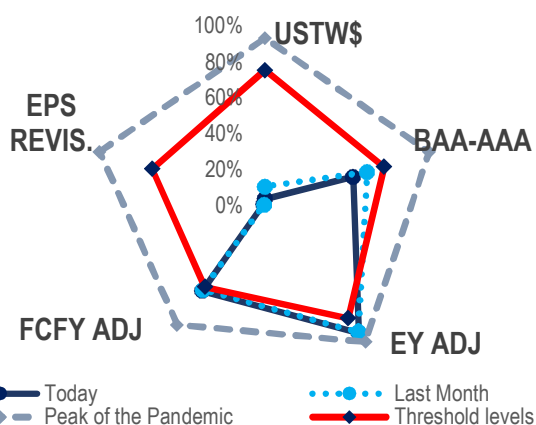
FACTORES TÉCNICOS

- Empezamos el último mes de 2020 con todos los activos de riesgo en situación de sobrecompra, debido a los resultados de las elecciones estadounidenses y la evolución positiva de las vacunas contra la covid-19, que fueron unos importantes catalizadores.
- El endurecimiento de las restricciones durante la temporada navideña en muchos países de mercados desarrollados y algunas recogidas de beneficios antes de finales de año frenaron el impulso de los activos de riesgo. Esto indica una falta de direccionalidad clara al analizar el seguimiento de tendencias o unas señales puramente contra la tendencia. Los activos de renta fija de mayores rendimientos (deuda corporativa *high yield* de EE. UU. y Europa, bonos de mercados emergentes) son el segmento más tenso entre los distintos activos.

SENTIMIENTO

- Después de que los bancos centrales confirmaran al mercado su apoyo a la recuperación mundial, las condiciones financieras se relajaron más en diciembre, con lo que nuestro indicador de sentimiento ante el riesgo seguía favoreciendo los activos de riesgo a principios de 2021.
- La tendencia bajista del dólar estadounidense y la mejor percepción sobre las condiciones de crédito (el diferencial Baa-Aaa de Moody's se redujo de nuevo en diciembre y actualmente se encuentra 10 p.b. por debajo de nuestro umbral de alerta) son lo que más apoya nuestro indicador CAST, que muestra una probabilidad limitada de una ola de ventas (probabilidad de CAST < 10%).
- Nuestro indicador de riesgo basado en los flujos también es favorable, e indica que se mantiene un elevado apetito de los inversores por los diversos activos (la renta variable y las materias primas son los segmentos con la mayor postura al riesgo).

Los umbrales de señales Cross Asset (CAST) siguen siendo favorables



Source: Amundi Research, Data as of 22 December 2020

CAST señala una percepción de riesgo sumamente baja.

Las señales se mantienen en territorio favorable al riesgo, debido a una mejora general de todos los componentes (excepto el ERP ajustado al riesgo de crédito).

Metodología Consideramos cinco datos a los que denominamos «Señales»: USTW\$, Moody's Baa-Aaa, revisiones del beneficio por acción, riesgo del rendimiento del beneficio ajustado y riesgo del rendimiento del flujo de caja ajustado. Estas señales se emplean para reposicionar nuestra asignación de activos táctica. Cuando se detectan umbrales limitados, las cinco variables se agregan como indicador que anticipa las condiciones de tensión en los mercados, con un cierto nivel de convicción. El pentágono muestra las cinco señales, donde la línea roja representa el umbral de alerta. Cuanto mayor sea la distancia por encima de la línea roja, mayor será la percepción de riesgo y, finalmente, la necesidad de pasar a una asignación de activos defensiva.

APUNTES DE ANÁLISIS GLOBAL

1 Control de la curva de tipos oculto del BCE

- Los factores técnicos seguirán siendo claves para el mercado de renta fija en euros.
- El volumen no utilizado del PEPP más el programa de expansión cuantitativa adicional cubrirán con creces las nuevas emisiones netas de 2021 derivadas de los mayores déficits. El BCE comprará el 70 % de la oferta bruta soberana de 2021.
- Ha terminado la volatilidad del Bund. El tamaño de la deuda soberana total negociable es más bajo en Alemania que en otros grandes países europeos: un ratio del 73 % frente a unos de entre el 83 % y el 87 %. Este es el primer factor que respalda la escasez del Bund.
- El PEPP prolongado puede reajustarse en cualquier momento. Se trata de control de la curva de tipos sin decirlo.

2 Hasta dónde puede llegar la «gran rotación»

- Tras la fuerte subida de los activos de riesgo, vemos más oportunidades en los sectores y estilos rezagados, más que en la asignación regional.
- Aunque Europa suele comportarse en línea con la renta variable estadounidense durante las fases de rebote, esta recuperación atípica favorece los títulos cíclicos y los financieros europeos. Lo mismo vale para Japón (*value* y *growth*) en relación con EE. UU.
- La regresión a la media del *value* frente al *growth* acaba de empezar y todavía le queda recorrido. La señal positiva es que se está corrigiendo la brecha de valoración entre ambos estilos, ya que el *value* está recuperando terreno, y no debido a un estallido de una burbuja del *growth*, lo cual es una señal positiva de una tendencia favorable al ciclo.
- Hasta que los rendimientos de los bonos no se encuentren por debajo de las expectativas de crecimiento nominal medio a lo largo del ciclo, lo que importará será sobre todo la velocidad del ajuste del mercado de renta fija. Siempre y cuando los bancos centrales no permitan que los tipos varíen con rapidez, y los beneficios empresariales sigan creciendo, hay suficiente tiempo para que la rotación se materialice.
- Los resultados de la segunda vuelta de los escaños de Georgia en el Senado deberían de impulsar aún más la rotación de EE. UU. hacia el resto del mundo, en cuanto los mercados asimilen el potencial de subidas de impuestos y las implicaciones para la regulación de un gobierno demócrata con plena mayoría.

3 Las divisas cuentan

- En el USD, las expectativas de un mayor crecimiento en 2021 suscitadas por las esperanzas de una vacuna alentaron el apetito de riesgo y casi cerraron la brecha de infravaloración, mientras que la Fed eliminó casi por completo la ventaja de los tipos del USD que hacía que el billete verde fuera una oportunidad rentable, además de una apuesta defensiva.
- El BCE también seguirá atento a la evolución del tipo de cambio. Lo que seguramente le preocupará no será tanto el nivel actual del EUR, sino el ritmo al que se aprecie (con mayores repercusiones sobre los precios, en unos momentos en que la inflación ya está en terreno negativo).
- Los determinantes globales siguen siendo los factores clave que hay que tener en cuenta. Prevemos que las materias primas se comporten en línea con el PIB nominal, que la curva se incline levemente y que el *value* rinda más que el *growth*: la NOK, el AUD, la SEK y el CAD presentan los mejores perfiles de riesgo/remuneración. El NZD, el EUR y la GBP tienen demasiado poco potencial.

4 Renta variable de mercados emergentes: la apuesta por la recuperación

- Los bancos centrales de los mercados emergentes se mantienen flexibles, pero el ritmo de reducción de los rendimientos se desacelerará y se prevé que la inflación se normalice a unos niveles más altos.
- Las divisas de mercados emergentes siguen infravaloradas en promedio. Vemos un potencial alcista del +0,5 % en un horizonte a tres meses. Este potencial de las divisas de mercados emergentes es mayor en términos ponderados por el GBI (+0,8 %). Seguimos optimistas con respecto a las monedas de algunos países latinoamericanos, como el MXN y el PEN, así como la IDR, el RUB y algunas divisas asiáticas, como el CNY, países que están más avanzados en la recuperación económica y el control de la covid-19.
- A los bonos en divisas fuertes les queda poco recorrido para nuevas reducciones de los diferenciales en 2021, aunque prevemos una menor volatilidad este año que en 2020. Seguimos viendo más margen en el primer semestre de 2021 para el *high yield*. Nuestro escenario de depreciación del USD no es favorable.
- El crecimiento de los beneficios de las acciones de mercados emergentes se está viendo impulsado por el rebote del comercio mundial, las exportaciones de dichos mercados y un aumento moderado, pero positivo, de los precios de las materias primas. El crecimiento de los beneficios en el primer semestre de 2021 se concentrará más en los mercados emergentes de Asia, que están mucho más avanzados en la recuperación y más vinculados al auge de los beneficios del comercio electrónico y la tendencia secular de la tecnología. La región sigue siendo más segura y debería de seguir teniendo unos mejores resultados, incluyendo a países rezagados como Indonesia. Creemos que en los próximos meses hay potencial de cierta rotación hacia países que han ido a la zaga y países donde domina el *value*, como México y Rusia.

Novedades sobre el coronavirus. David Brecht, Analista de renta fija, CFA

Mientras las vacunas aprobadas se van desplegando en todo el mundo, dos vacunas más, las de J&J y Novavax, podrían aprobarse próximamente. En tal caso, la vacuna de J&J aumentaría de forma masiva la oferta, con un objetivo de 1 000 millones de dosis en 2021.

Hay una gran preocupación en torno a dos nuevas variantes del coronavirus: la del Reino Unido (B.1.1.7) y la de Sudáfrica (B.1.351). Ambas tienen mutaciones en lo que se refiere a la unión a los receptores, donde el virus se une a la célula huésped. Las dos variantes son mucho más contagiosas, lo que podría deberse a que una persona expuesta a la variante tiene más probabilidades de infectarse, o a que una persona enferma de esta variante propaga más el virus. La variante de Sudáfrica también tiene algunas mutaciones adicionales que podrían afectar la eficacia de la vacuna. Estas mutaciones se producen en la proteína de la espícula del virus, que es lo que atacan las vacunas y las terapias de anticuerpos.

La variante del Reino Unido no parece más letal, pero respalda la hipótesis de que la covid-19 acabe siendo endémica. Además, las vacunas que se encuentran en fase de desarrollo son todas de anticuerpos policlonales y, de momento, no hay indicios de que ninguna de las mutaciones afecte la eficacia de una vacuna. Asimismo, las vacunas pueden actualizarse (6 semanas, según BioNTech) y la mayoría de ellas deberían de seguir siendo efectivas.

PERSPECTIVAS DE LAS CLASES DE ACTIVOS DE AMUNDI

	Clase de activos	Perspectivas	Cambio en 1 mes	Justificación
PLATAFORMA DE RENTA VARIABLE	EE. UU.	=		La aplastante victoria demócrata después de que consiguieran el control del Senado debería seguir respaldando la rotación hacia las temáticas <i>value</i> . Hay que estar atentos a los posibles efectos sobre la fiscalidad y la regulación de las grandes corporaciones. Además, la renta variable es atractiva frente a la renta fija, ya que la rentabilidad de los beneficios supera los rendimientos de la deuda corporativa <i>investment grade</i> , y el diferencial entre la rentabilidad por dividendo y el rendimiento del título del Tesoro a 10 años es enorme. De cara al futuro, la recuperación económica en 2021 y la mejora de los beneficios deberían de ser favorables. No obstante, los inversores deben tener cuidado con las valoraciones excesivas y deberían explorar la rotación hacia las acciones <i>value</i> de calidad y cíclicas, así como los temas ESG.
	Europa	=/+		Nos mantenemos moderadamente optimistas, puesto que el despliegue de las vacunas debería de respaldar la normalización de la economía, pero creemos que una rotación sostenible a favor de los títulos <i>value</i> y cíclicos depende de la recuperación económica, los continuos estímulos fiscales y la dirección de los tipos de interés. No obstante, los inversores deberían seguir centrándose en empresas con potencial de crecimiento de los beneficios a largo plazo y unos sólidos modelos de negocio.
	Japón	+		Los mercados procíclicos, como Japón, con un gran peso de los sectores industrial y de consumo discrecional, deberían de beneficiarse del rebote económico, así como de sus estrechas relaciones comerciales con China. En general, el elevado apalancamiento operativo de las empresas japonesas debería de ser positivo para los márgenes de beneficios a consecuencia del aumento de las ventas en 2021.
	Mercados emergentes	+		Mantenemos una actitud constructiva en vista de la posible disponibilidad de vacunas a gran escala y a medida que los inversores traten de sacar más provecho a su dinero retirándose de los activos de baja remuneración. Asia es nuestra región favorita, pero la mejora de las condiciones económicas también debería de respaldar Latinoamérica y la región de Europa Central, Oriente Próximo y África.
PLATAFORMA DE RENTA FIJA	Deuda pública estadounidense	=		En las carteras globales, tenemos una posición más o menos neutral en deuda pública estadounidense, pero vigilamos activamente la dirección de los tipos y los movimientos de la curva, dados los debates sobre los estímulos fiscales y las expectativas de una inclinación de la curva. En cambio, preferimos los TIPS. Desde la perspectiva de la renta fija estadounidense, los títulos del Tesoro ofrecen una buena liquidez, pero podrían verse bajo presión a medida que mejoren las perspectivas económicas. Por lo tanto, somos cautelosos.
	Deuda corporativa IG de EE. UU.	=		Mantenemos una postura neutral/marginalmente positiva en el contexto del apoyo de la Fed a los mercados, pero reconocemos que los diferenciales del <i>investment grade</i> se han estrechado. En crédito titulado, los mercados de consumo y de la vivienda presentan oportunidades selectivas, ya que el consumo y los ahorros siguen sólidos en EE. UU. y los ratios préstamo/valor son bajos.
	Deuda corporativa HY de EE. UU.	=		El <i>high yield</i> ofrece una renta adicional en un entorno de bajos tipos respaldado por las intervenciones de la Fed, pero somos muy selectivos en vista de los riesgos de impago y la lenta recuperación. De cara al futuro, los inversores deben diferenciar entre las empresas que tienen capacidad de reembolsar sus obligaciones y aquellas que se están viendo sostenidas por unos tipos del crédito artificialmente bajos.
	Deuda pública europea	-/=		Nos mantenemos cautelosos ante la deuda pública <i>core</i> en euros debido a la sobrevaloración y creemos que el riesgo de que los rendimientos descendan aún más es limitado, aunque el BCE mantendrá sus políticas expansivas, como señaló en su última ronda de estímulos. No obstante, somos optimistas con respecto a la deuda de países periféricos, principalmente Italia, dada la respuesta contundente de las autoridades de la UE, aunque creemos que las perspectivas de reducción de los diferenciales en este segmento ahora son limitadas.
	Deuda corporativa IG Euro	=/+		El <i>investment grade</i> en euros ofrece oportunidades en la «búsqueda de rendimiento», especialmente en el segmento BBB. Hay poco margen de nuevos estrechamientos de los diferenciales, y los inversores deberían asegurar las ganancias en los títulos cuyo potencial de nuevas reducciones es limitado. Hay que seguir centrándose en la calidad y la liquidez.
	Deuda corporativa HY Euro	=		La reducción de los diferenciales no será uniforme de forma generalizada, sino que sigue siendo fundamental mantener un enfoque selectivo. Los inversores deberían usar el análisis para encontrar un equilibrio entre el rendimiento y la calidad, y evitar los títulos de baja solvencia.
	Bonos de mercados emergentes HC	=/+		Mantenemos nuestras perspectivas benignas sobre la deuda de mercados emergentes, pero seguimos creyendo que el <i>high yield</i> presenta un mejor perfil de riesgo/remuneración y, aunque los diferenciales son más estrechos, aún tienen potencial de compresión. Seguimos atentos al riesgo potencial de la duración en el <i>investment grade</i> si hay más presión sobre la deuda pública de EE. UU.
OTROS	Bonos de mercados emergentes LC	+		Somos optimistas con respecto a la deuda en moneda local, dadas las expectativas de depreciación del USD. En cuanto a las divisas, el entorno de bajos rendimientos a nivel global, una inflación moderada, una política estable en EE. UU. y un entorno de crecimiento de principios de ciclo respaldan las monedas locales de los mercados emergentes.
	Materias primas			Los precios del petróleo subieron el mes pasado, reforzando nuestra convicción sobre la recuperación económica mundial y la rotación en curso. No obstante, confirmamos nuestro intervalo objetivo de precios de 40-50 dólares por barril WTI para 2021. También reiteramos nuestra visión constructiva sobre el oro, a pesar de la corrección reciente. El oro se beneficiará de la postura expansiva prolongada de los bancos centrales.
	Divisas			Pese a que la mayor parte de la brecha de infravaloración de las divisas del G10 (frente al USD) se ha reducido, el paso de un entorno de contracción a uno de recuperación indica que el dólar aún tiene margen de bajada, al menos en la primera mitad del año. Además, nuestro escenario central de una recuperación global prevé que las materias primas se comporten en línea con el PIB nominal, que la curva se incline levemente y que el <i>value</i> rinda más que el <i>growth</i> . Es probable que todos estos factores lastren al dólar, que todavía se encuentra en torno a un 3% por encima de su valor razonable medio. En este entorno, la NOK, el AUD, la SEK y el CAD presentan los mejores perfiles de riesgo/remuneración.

LEGEND

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
Negativa			Neutral		Positiva		Revisión a la baja con respecto al mes anterior	Revisión al alza con respecto al mes anterior

Fuente: Amundi, a 21 de diciembre de 2020, perspectivas correspondientes a un inversor en euros. El presente material representa una evaluación del entorno de mercado en un momento determinado y no pretende ser un pronóstico de acontecimientos futuros ni una garantía de resultados futuros. El lector no podrá basarse en esta información como análisis, asesoramiento de inversión o recomendación con respecto a ningún fondo o valor en particular. Esta información se proporciona a título exclusivamente ilustrativo y formativo y puede variar. Esta información no representa la cartera o la asignación de activos real actual, pasada o futura de ningún producto Amundi.

IG = bonos corporativos *investment grade*; HY = bonos corporativos *high yield*; bonos de mercados emergentes HC/LC = bonos de mercados emergentes en divisa fuerte/divisa local WTI = West Texas Intermediate. QE = expansión cuantitativa.

PAÍSES DESARROLLADOS

Previsiones macroeconómicas

Medias anuales (%)	Datos a 31/12/2020			Inflación (IPC interanual, %)		
	Crecimiento del PIB real %					
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	intervalo					
Mundo	-4,1/-3,5	4,9/5,7	3,5/4,3	2,6	2,7	2,8
Países desarro-llados	-5,7/-5,3	3,7/4,5	2,8/3,4	0,7	1,3	1,6
EE. UU.	-3,7/-3,3	3,7/4,7	2,4/3,0	1,3	1,9	2,0
Japón	-5,6/-5,0	2,3/2,9	1,3/1,9	0,0	0,1	0,2
R.U.	-11,5/-11,1	3,5/4,1	4,4/5,0	0,9	1,7	1,9
Zona euro	-7,6/-7,0	4,3/5,1	3,6/4,2	0,2	0,9	1,4
Alemania	-6,1/-5,7	3,0/3,6	2,8/3,4	0,5	1,4	1,4
Francia	-9,0/-8,6	5,6/6,4	3,4/4,0	0,5	0,9	1,5
Italia	-9,3/-8,9	4,2/4,8	2,7/3,3	0,0	0,5	1,4
España	-11,9/-11,5	4,9/5,7	5,3/5,9	-0,5	0,6	1,3

Fuente: Análisis de Amundi

- **Estados Unidos:** tras una contracción récord en el segundo trimestre y un repunte extraordinario en el tercero, esperamos una desaceleración significativa en el cuarto trimestre, en la que también influyó el nuevo aumento de casos de covid-19. No obstante, la posible desaceleración del primer trimestre de 2021 podría verse compensada en parte por la adopción del nuevo plan fiscal, que, junto con la política monetaria expansiva, será un factor clave para respaldar el crecimiento económico en 2021. Aunque el inicio de la campaña de vacunación está ayudando a impulsar la confianza, la inmunidad colectiva seguramente no se alcanzará hasta la segunda mitad del año. Se prevé que la inflación se mantenga dentro del objetivo, disparándose temporalmente a mediados de año debido a los efectos de base.
- **Zona euro:** después del fuerte repunte de la primera parte del tercer trimestre, en el cuarto se volverá a registrar una contracción del PIB (aunque menor que en el segundo trimestre), ya que el aumento de los casos de covid-19 ha llevado a los gobiernos de la zona euro a imponer nuevos confinamientos. Aunque el inicio de la campaña de vacunación en el primer trimestre ayudará la confianza, la inmunidad colectiva seguramente no se alcanzará hasta la segunda mitad del año, en que prevemos una liberación de la demanda acumulada que respalde un crecimiento por encima del potencial, ayudado por una combinación de políticas monetarias y fiscales extraordinariamente laxas. La inflación debería seguir siendo moderada a corto plazo, para después avanzar gradualmente en 2021, aunque permaneciendo claramente por debajo del objetivo.
- **Japón:** el rebrote de la pandemia en invierno nos ha llevado a rebajar las previsiones de crecimiento del PIB de Japón para el cuarto trimestre de 2020 y el primero de 2021. Dicho esto, no prevemos que la economía sufra una nueva contracción en toda regla, dada la tasa de contagios relativamente baja y un deterioro limitado de los datos de movilidad. Dada la incertidumbre persistente sobre la recuperación mundial y la insuficiencia crónica de la demanda de Japón, no esperamos que la economía vuelva al nivel anterior a la crisis hasta finales de 2022. La amplia brecha negativa de producción mantendrá la inflación en niveles bajos.
- **Reino Unido:** la economía se recuperó técnicamente en el tercer trimestre tras la caída récord del segundo. Sin embargo, la nueva ola de contagios y el consiguiente confinamiento causarán una nueva contracción en el cuarto trimestre. El inicio de la campaña de vacunación en el primer trimestre ayudará la confianza, pero la inmunidad colectiva seguramente no se alcanzará hasta el segundo semestre, en que prevemos que la economía cobre impulso. El mercado laboral sufre graves presiones, con una elevada atonía, a pesar de los nuevos planes de apoyo al empleo. Las políticas fiscales y monetarias siguen siendo muy favorables, y no pueden descartarse nuevas medidas si la situación económica se deteriora debido al impacto del Brexit.

Perspectivas de los tipos de interés oficiales

	05-01 2021	Amundi + 6 m	Consenso 2T 2021	Amundi + 12 m	Consenso 4T 2021
EE. UU.	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,11
Zona euro	-0,50	-0,50	-0,53	-0,50	-0,56
Japón	-0,02	-0,1	-0,06	-0,1	-0,07
R.U.	0,10	0,00	0,02	0,00	-0,06

Fuente: Análisis de Amundi

- **Fed:** la Fed ha introducido unas pautas a futuro sobre las compras de activos. Las compras continuarán al ritmo mensual actual de 120 000 millones de dólares hasta que haya nuevos avances importantes en cuanto a los objetivos de máximo empleo y estabilidad de los precios. Con la previsión de un paro del 4,2 % e inflación del 1,9 % a finales de 2022, en 2022 podría empezar una reducción muy gradual de los estímulos. Dado el bajo nivel de los tipos de interés y las condiciones financieras sumamente flexibles, no es probable que la Fed aumente el vencimiento de las compras, a menos que las circunstancias se deterioren de forma considerable. Creemos que los tipos oficiales se mantendrán en el límite inferior de cero hasta 2024. Powell ha advertido de que tendrá que pasar tiempo hasta que la inflación suba mucho dadas las marcadas fuerzas desinflacionistas.
- **BCE:** el plan aprobado combina una ampliación y extensión de nueve meses del PEPP y una extensión del programa TLTRO con un mayor alcance y la confirmación de unas condiciones favorables. La extensión del PEPP hasta el primer trimestre de 2022, más de lo esperado, parece coherente con el tamaño y la duración de los estímulos. El BCE mantendrá unas condiciones de financiación favorables el tiempo necesario para que el crecimiento económico se recupere de la crisis de la pandemia: en este sentido, la ampliación y extensión de la expansión cuantitativa significan que habrá la presencia en el mercado y la flexibilidad suficientes para alcanzar el objetivo.
- **Banco de Japón:** ha prorrogado su Programa Especial de Apoyo a la Financiación de finales de marzo a finales de septiembre de 2021, como se esperaba. Combina la cuota para compras de papel comercial y bonos corporativos por un total de 15 billones de JPY, y elimina el límite superior de 100 000 millones de JPY de los créditos especiales concedidos por las instituciones financieras a cada contraparte. Además, el banco central revisará sus medidas de flexibilización monetaria para determinar si son efectivas y sostenibles, y anunciará sus resultados en marzo de 2021. Sin embargo, no habrá ningún cambio en el marco de «expansión cuantitativa y cualitativa con control de la curva de tipos», sino que es probable que haya pequeños ajustes en las compras de activos.
- **Banco de Inglaterra:** como se esperaba, el Banco de Inglaterra no hizo cambios en su estímulo monetario, ante la esperada evolución de las negociaciones del Brexit y el plan ya aprobado en la reunión anterior, que sorprendió al alza al consenso en cuanto a la extensión y aumento de la expansión cuantitativa. El comercio es el principal factor que podría provocar un cambio en la futura política, ya que una falta de acuerdo conlleva riesgos evidentes de estímulo adicional necesario, mientras que, en caso de acuerdo comercial, no es probable que la actual política expansiva cambie a corto plazo.

Agenda de la política monetaria

Bancos centrales	Próxima reunión
FOMC de la Reserva Federal	27 de enero
Consejo de Gobierno del BCE	21 de enero
Reunión de política monetaria del Banco de Japón	21 de enero
CPM del Banco de Inglaterra	4 de febrero

Fuente: Análisis de Amundi

PAÍSES EMERGENTES

Perspectivas macroeconómicas

Medias anuales (%)	Datos a 31/12/2020			Inflación (IPC interanual, %)		
	Crecimiento del PIB real %					
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	intervalo					
Mundo	-4,1/-3,5	4,9/5,7	3,5/4,3	2,6	2,7	2,8
Países emergentes	-2,9/-2,2	5,7/6,5	3,9/4,9	3,9	3,6	3,7
Brasil	-4,5/-4,0	3,0/4,0	1,3/3,3	3,2	4,6	3,4
México	-9,0/-8,5	4,1/5,1	1,6/3,6	3,4	2,9	3,3
Rusia	-4,0/-3,5	2,5/3,6	1,5/3,0	3,4	3,85	3,83
India	-8,5/-7,5	8,4/9,6	5,0/6,4	6,7	5,8	5,1
Indonesia	-2,8/-2,2	3,0/3,8	4,2/5,2	2,0	2,6	3,3
China	1,4/2,0	7,9/8,5	4,9/5,5	2,5	1,4	2,2
Sudáfrica	-8,0/-7,0	2,3/3,3	1,7/2,7	3,0	3,7	4,3
Turquía	0,4/1,4	3,4/4,4	4,0/5,0	12,3	13,7	10,1

Fuente: Análisis de Amundi

- **China:** los sólidos datos de noviembre y el anuncio de un aumento de la demanda de electricidad en China meridional en diciembre indican que el crecimiento del PIB del 4.º trimestre tenderá a superar nuestra previsión del 5,5 % interanual. El crecimiento de las exportaciones y la producción industrial de China se ha comportado mejor de lo que se preveía inicialmente. Mientras tanto, la recuperación de la economía interna es generalizada y se ve cada vez más impulsada por la demanda privada y el sector de servicios. El IPC general se vio lastrado por la caída de los precios del cerdo y permanecerá negativo de forma pasajera hasta marzo de 2021. La inflación subyacente ha tocado fondo y se ha mantenido positiva.
- **India:** al entrar en el 4.º trimestre de 2020, las condiciones económicas se han mantenido favorables, aunque la aceleración perdió fuerza en octubre/noviembre (la generación eléctrica, las ventas de vehículos y las exportaciones ralentizaron). En lo que se refiere a la inflación, tocó techo a corto plazo (7,6 % interanual) en octubre y los precios ahora convergen hacia el objetivo del RBI, que se prevé que se alcance en diciembre de 2020. Dicho esto, la trayectoria de la inflación en 2021 se mantendrá fuerte (más alta que las previsiones oficiales), rozando el límite superior del objetivo del 6,0%, y dará lugar a una postura más neutral del RBI según nuestras expectativas.
- **Turquía:** el CBRT subió los tipos en 200 p.b., con lo que el tipo oficial se elevó al 17 %. Con esta alza superior a lo previsto por los mercados (150 p.b.), el CBRT trata claramente de afianzar su credibilidad y señalar su compromiso con unas políticas ortodoxas. Esto podría contribuir a fijar las expectativas de inflación y a contener las presiones inflacionistas. La lira se apreció tras esta decisión. Es posible que el tipo oficial haya alcanzado un máximo, pero se prevé que se mantenga estable durante 2021, dadas las expectativas de inflación de en torno al 15 % interanual en promedio, debido a los efectos de la divisa y la inercia de los precios. Erdogan podría adoptar medidas fiscales para apoyar la economía.
- **Sudáfrica:** el PIB real se contrajo un 6 % interanual en el tercer trimestre (frente a un 17 % en el segundo), evidenciando la magnitud de la pérdida de producción derivada del confinamiento del segundo trimestre. El rebrote del virus está provocando nuevas restricciones que podrían hacer peligrar la recuperación y lastran más indicadores fiscales. El aumento del gasto público para contrarrestar los efectos negativos de la covid-19 sobre la salud y la economía limitaría la reducción del déficit público prevista para el próximo año y la probabilidad de estabilizar el ratio de deuda en relación con el PIB, que los mercados ya están cuestionando.

Perspectivas de los tipos de interés oficiales

	28-12 2020	Amundi + 6 m	Consenso 2T 2021	Amundi + 12 m	Consenso 4T 2021
China	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
India	4	4	3,8	4	3,8
Brasil	2	2	2,15	2,75	3,2
Rusia	4,25	4	4,05	4	4,05

Fuente: Análisis de Amundi

- **Banco del Pueblo de China:** la Conferencia Central de Trabajo Económico anual (16-18 de diciembre) indicó que China mantendrá la normalización de sus políticas en 2021, pero evitará un fin abrupto de los estímulos. La oferta monetaria y la financiación agregada de la economía real crecerán «en línea» con el crecimiento económico nominal, una rebaja con respecto a la valoración de «considerablemente superior» del primer semestre de 2020. Dada la normalización gradual de las políticas, no prevemos ninguna subida de tipos inmediata en 2021. Suponiendo que el ratio de apalancamiento macro se mantenga generalmente estable, prevemos que el crecimiento de la financiación agregada de la economía real se desacelere del 13,7 % a finales de 2020 al 11,6 % a finales de 2021, aún por encima del nivel de antes de la covid del 10,7 %.
- **RBI (India):** el 4 de diciembre, el RBI decidió mantener estable su tipo repo oficial en el 4,0 %, junto con una postura expansiva durante el tiempo que haga falta para apoyar la economía. Las previsiones de inflación se revisaron al alza y se espera que la inflación general pronto vuelva a situarse dentro del objetivo del banco central, a partir de diciembre de 2020. Aunque las previsiones oficiales de inflación a corto plazo coinciden con nuestros pronósticos internos, de cara al año fiscal 2021-22 sí prevemos un repunte de la inflación (entre el 5,5 % y el 6,0 %) y que, por consiguiente, no haya más rebajas de tipos por parte del RBI.
- **Banco Central de Brasil:** el BCB mantuvo los tipos estables por unanimidad en el tipo sumamente laxo del 2 %, pero indicó que es posible que pronto dejen de darse las condiciones establecidas por las pautas a futuro. Al fin y al cabo, el horizonte relevante de la política monetaria se va desplazando a 2022, en que las previsiones de inflación se encuentran en torno al objetivo. No obstante, esto no significa que los tipos subirían de inmediato, pese a las presiones inflacionistas a corto plazo –que el banco central considera transitorias–, ya que la economía sigue necesitando un nivel de flexibilización monetaria excepcional y la Fed tampoco no va a apresurarse a normalizar la suya. Seguimos creyendo que el BCB eliminará las rebajas de emergencia de forma solo gradual, a partir de los últimos meses del año.
- **Banco Central de Rusia:** en su reunión del 18 de diciembre, mantuvo su tipo oficial sin cambios en el 4,25 %, con un tono algo menos suave. El BCR prevé que la inflación se sitúe en un intervalo del 4,6-4,9 % para finales de 2020, por encima de la previsión anterior, en parte debido al efecto de la depreciación previa del rublo. La inflación en diciembre alcanzó un 4,9 % interanual, pero se prevé que disminuya en 2021. Dadas unas mayores fuerzas inflacionistas a corto plazo y las expectativas de una recuperación económica mundial más rápida, los riesgos desinflationistas se han reducido para 2021. En consecuencia, el BCR evaluará si se necesita una nueva rebaja del tipo oficial. Teniendo en cuenta los distintos factores, prevemos un recorte de 25 p.b. en el primer semestre de 2021.

Agenda de la política monetaria

Bancos centrales	Próxima comunicación
Banco del Pueblo de China	20 de enero
Banco de la Reserva de la India	5 de febrero
BCB (Brasil)	20 de enero
Banco Central de Rusia	12 de febrero

Fuente: Análisis de Amundi

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS Y DE MERCADO

Perspectivas macroeconómicas

(31 de diciembre de 2020)

Medias anuales (%)	Crecimiento del PIB real %			Inflación (IPC interanual, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	intervalo					
EE. UU.	-3,7/-3,3	3,7/4,7	2,4/3,0	1,3	1,9	2,0
Japón	-5,6/-5,0	2,3/2,9	1,3/1,9	0,0	0,1	0,2
Zona euro	-7,6/-7,0	4,3/5,1	3,6/4,2	0,2	0,9	1,4
Alemania	-6,1/-5,7	3,0/3,6	2,8/3,4	0,5	1,4	1,4
Francia	-9,0/-8,6	5,6/6,4	3,4/4,0	0,5	0,9	1,5
Italia	-9,3/-8,9	4,2/4,8	2,7/3,3	0,0	0,5	1,4
España	-11,9/-11,5	4,9/5,7	5,3/5,9	-0,5	0,6	1,3
R.U.	-11,5/-11,1	3,5/4,1	4,4/5,0	0,9	1,7	1,9
Brasil	-4,5/-4,0	3,0/4,0	1,3/3,3	3,2	4,6	3,4
México	-9,0/-8,5	4,1/5,1	1,6/3,6	3,4	2,9	3,3
Rusia	-4,0/-3,5	2,5/3,6	1,5/3,0	3,4	3,85	3,83
India	-8,5/-7,5	8,4/9,6	5,0/6,4	6,7	5,8	5,1
Indonesia	-2,8/-2,2	3,0/3,8	4,2/5,2	2,0	2,6	3,3
China	1,4/2,0	7,9/8,5	4,9/5,5	2,5	1,4	2,2
Sudáfrica	-8,0/-7,0	2,3/3,3	1,7/2,7	3,0	3,7	4,3
Turquía	0,4/1,4	3,4/4,4	4,0/5,0	12,3	13,7	10,1
Países desarro- llados	-5,7/-5,3	3,7/4,5	2,8/3,4	0,7	1,3	1,6
Países emer- gentes	-2,9/-2,2	5,7/6,5	3,9/4,9	3,9	3,6	3,7
Mundo	-4,1/-3,5	4,9/5,7	3,5/4,3	2,6	2,7	2,8

Perspectivas de los tipos de interés oficiales

Países desarrollados

	05/01/2021	Amundi + 6 m	Consenso 2T 2021	Amundi + 12m	Consenso 4T 2021
EE. UU.	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,11
Zona euro	-0,50	-0,50	-0,53	-0,50	-0,56
Japón	-0,02	-0,1	-0,06	-0,1	-0,07
R.U.	0,10	0,00	0,02	0,00	-0,06

Países emergentes

	28/12/2020	Amundi + 6 m	Consenso 2T 2021	Amundi + 12m	Consenso 4T 2021
China	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
India	4	4	3,8	4	3,8
Brasil	2	2	2,15	2,75	3,2
Rusia	4,25	4	4,05	4	4,05

Perspectivas de los tipos largos

Rendimiento del bono a 2 años

	05/01/202	Amundi + 6 m	Futuro + 6 m	Amundi + 12m	Futuro + 12 m
EE. UU.	0,14	0,10/0,3	0,19	0,10/0,3	0,26
Alemania	-0,702	-0,70/-0,50	-0,77	-0,70/-0,50	-0,78
Japón	-0,105	-0,20/-0,10	-0,12	-0,20/-0,10	-0,12
R.U.	-0,134	0/0,25	-0,13	0/0,25	-0,10

Rendimiento del bono a 10 años

	05/01/2021	Amundi + 6 m	Futuro + 6 m	Amundi + 12m	Futuro + 12m
EE. UU.	1,05	0,8/1	1,16	1,1/1,2	1,27
Alemania	-0,52	-0,60/-0,40	-0,49	-0,50/-0,30	-0,46
Japón	0,02	-0,10/0,10	0,07	0/0,2	0,11
R.U.	0,24	0,20/0,4	0,35	0,3/0,5	0,42

Perspectivas de las divisas

	22/12/2020	Amundi 2T 2021	Consenso 2T 2021	Amundi 4T 2021	Consenso 4T 2021
EUR/USD	1,22	1,25	1,22	1,23	1,23
USD/JPY	104	103	104	106	104
EUR/GBP	0,91	0,91	0,90	0,91	0,90
EUR/CHF	1,08	1,12	1,09	1,12	1,11
EUR/NOK	10,63	10,23	10,40	10,18	10,20

	22/12/2020	Amundi 2T 2021	Consenso 2T 2021	Amundi 4T 2021	Consenso 4T 2021
EUR/SEK	10,14	9,90	10,10	9,88	10,00
USD/CAD	1,29	1,24	1,28	1,25	1,27
AUD/USD	0,75	0,77	0,75	0,78	0,77
NZD/USD	0,70	0,71	0,71	0,70	0,73
USD/CNY	6,54	6,30	6,46	6,40	6,41

Fuente: Análisis de Amundi

ADVERTENCIA LEGAL DE NUESTRAS PREVISIONES

La incertidumbre relacionada con nuestras previsiones macroeconómicas es muy elevada y provoca reevaluaciones frecuentes cada vez que se publican nuevos datos de alta frecuencia. De momento, nuestras previsiones macroeconómicas incluyen un componente más cualitativo, reduciendo la exactitud estadística y aumentando la incertidumbre con unos intervalos más amplios.

METODOLOGÍA

– Escenarios

Las probabilidades reflejan la posibilidad de regímenes financieros (escenario central, bajista y alcista) que están condicionados y definidos por nuestras previsiones macroeconómicas.

– Riesgos

Las probabilidades de los riesgos son resultado de un estudio interno. Los riesgos que hay que tener en cuenta se incluyen en tres categorías: económica, financiera y (geo)política. Aunque las tres categorías no son independientes, tienen epicentros específicos relacionados con sus tres factores. Las ponderaciones (porcentajes) son la composición de los escenarios de mayor impacto derivados de la encuesta trimestral realizada en el nivel de inversión.

PUBLICACIONES DESTACADAS

PERSPECTIVAS DE MERCADO

**2021 investment outlook - market rotations in an uneven recovery (23-11-2020)**

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer with the contribution of Research Team, Investment Platforms Leadership Teams, Investment Platforms Leadership Teams

INVESTMENT TALKS

**A thin and last-minute Brexit deal should give temporary relief to UK assets (06-01-2021)**

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

Georgia Senate runoffs to determine future of Biden presidency (18-12-2020)

UPADHYAYA Pares, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

Private markets: a strong value proposition that may emerge reinforced after the crisis (16-12-2020)

CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanager - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure

The US election and Covid-19 vaccines: implications for the economy and markets (11-12-2020)

J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management

DOCUMENTOS TEMÁTICOS

**Asset Class Return Forecasts – Q4 2020 (30 10 2020)**

DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Deputy Head of Institutional Advisory, KIM MOON Jung Hun, Quantitative Analyst - Institutional Advisory, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

INSIGHTS PAPERS

**Sustainability-linked bonds: nascent opportunities for ESG investing (11-12-2020)**

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - DE FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager

Responsible investing expands further with green convertible bonds (11-12-2020)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - DE FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - KUNG Julia, Portfolio Manager, Global Convertible Bonds

Social bonds: financing the recovery and long-term inclusive growth (18-11-2020)

LAUGEL Elodie, Chief Responsible Investment Officer - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

DOCUMENTOS DE TRABAJO

**Liquidity Stress Testing in Asset Management (05-01-2021)**

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - PAN François, Risk Management - REGNAULT Margaux, Quantitative Research

Facts and Fantasies about the Green Bond Premium (08-12-2020)

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research - DA FONSECA Dany, Credit Portfolio Management - MAHTANI Vivek, Alpha Fixed-income Solution

Corporate ESG news and the stock market (02-11-2020)

TALEB Walid - LE GUENEDAL Theo - LEPETIT Frédéric - SEKINE Takaya - STAGNOL Lauren, Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

PUBLICACIONES DESTACADAS

DISCUSSION PAPERS

**Creating resilient pension portfolios post Covid-19 (18-11-2020)**

Prof. Amin Rajan

Factor Investing and ESG in the Corporate Bond Market Before and During the COVID-19 Crisis (18-11-2020)

BEN SLIMANE Mohamed – SEKINE Takaya, Quantitative Research – DUMAS Jean-Marie, Alpha FI Solutions

Europe, US and China tomorrow-Will it be possible to avoid geopolitical and economic traps (16-11-2020)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

THE DAY AFTER

**The day after #13 -****How will Central Banks impact the equity markets in the post-Covid world? (15-12-2020)**

MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research

The day after #12**Changing shares of labour and capital incomes: what implications for investors? (21-10-2020)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

The day after #11**Post-crisis narratives that will drive financial markets (23-09-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

NOTAS

Centro de análisis de Amundi



Más información sobre las publicaciones de Amundi
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
FSG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset Allocation

ADVERTENCIA LEGAL

La información de MSCI solo podrá utilizarse para su uso interno, no podrá reproducirse ni redifundirse de ninguna forma, ni podrá servir de base o componente de ningún instrumento financiero, producto o índice. Ninguna de la información de MSCI pretende constituir asesoramiento de inversión o una recomendación para tomar (o dejar de tomar) ningún tipo de decisión de inversión y no podrá tomarse como tal. Los datos históricos y análisis no deben considerarse una indicación o garantía de cualquier análisis, previsión o pronóstico de rentabilidad futura. La información de MSCI se proporciona «tal cual» y el usuario de esta información asume todo el riesgo de cualquier uso que realice de esta información. MSCI, cada una de sus filiales o cualquier otra persona que participe en o que esté relacionada con la compilación, informatización o creación de cualquier información de MSCI (conjuntamente, las «Partes de MSCI») renuncian expresamente a todas las garantías (incluyendo, sin limitación, garantías de originalidad, exactitud, integridad, oportunidad, no incumplimiento, comerciabilidad e idoneidad para un fin específico) con respecto a esta información. Sin limitar nada de lo anterior, en ningún caso cualquier Parte de MSCI tendrá responsabilidad alguna por cualquier daño directo, indirecto, especial, accesorio, punitivo, consecuente (incluyendo, sin limitación, lucro cesante) o cualquier otro daño. (www.msibarra.com).

En la Unión Europea, este documento va dirigido únicamente a la atención de inversores «profesionales» según la definición que figura en la Directiva 2004/39/CE de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros («MiFID»), a proveedores de servicios de inversión y otros profesionales del sector financiero y, según corresponda en cada normativa local, y por lo que respecta a la oferta en Suiza, un «Inversor cualificado» en el sentido de lo dispuesto en la Ley suiza de instituciones de inversión colectiva de 23 de junio de 2006 (CISA), la Ordenanza suiza sobre instituciones de inversión colectiva de 22 de noviembre de 2006 (CISO) y la Circular de la FINMA 08/8 sobre la publicidad al público en virtud de la legislación sobre instituciones de inversión colectiva de 20 de noviembre de 2008. El presente material no podrá distribuirse en ningún caso en la Unión Europea a inversores no «profesionales» según la definición que figura en la MiFID o en cada normativa local, o en Suiza a inversores que no se ajusten a la definición de «inversores cualificados» según se define en la legislación y normativa aplicables. El presente documento no va dirigido a ciudadanos o residentes de los Estados Unidos de América ni a «Personas estadounidenses», según se define este término en el Reglamento S de la SEC en virtud de la Ley de valores de EE. UU. (Securities Act) de 1933. Este documento no constituye una oferta de compra ni una incitación a la venta de un producto y no debe considerarse como una incitación ilícita o asesoramiento de inversión. Amundi no acepta ninguna responsabilidad, directa o indirecta, que pueda derivarse del uso de información incluida en este material. Amundi no será responsable en ningún caso de cualquier decisión o inversión realizada sobre la base de la información incluida en este material. La información incluida en este documento se le proporciona de forma confidencial y no debe copiarse, reproducirse, modificarse, traducirse o distribuirse sin la previa autorización por escrito de Amundi, a ningún tercero persona o entidad, en ningún país o jurisdicción que sometiera a Amundi o a cualquiera de «los Fondos» a cualquier obligación de registro en esas jurisdicciones o en la que se considere ilícito. En consecuencia, este material va destinado únicamente a la distribución en jurisdicciones en las que esté permitido y a personas que puedan recibirlo sin incumplir obligaciones legales o normativas aplicables. La información incluida en este documento se considera exacta a la fecha de publicación que figura en la primera página del presente. Los datos, las opiniones y las estimaciones pueden variar sin previo aviso.

Usted tiene derecho a recibir información acerca de los datos personales que mantenemos en relación con usted. Puede obtener una copia de dicha información enviando un correo electrónico a info@amundi.com. Si considera que alguno de los datos que mantenemos en relación con usted es incorrecto, póngase en contacto con nosotros enviando un correo electrónico a info@amundi.com.

Documento publicado por Amundi Asset Management, una «sociedad por acciones simplificada» con un capital de 1 086 262 605 euros - Gestora de carteras regulada por la AMF con el n.º GP04000036 - Domicilio social: 90 boulevard Pasteur - 75015 París - Francia - Inscrita en el Registro Mercantil de París con el n.º 437 574 452 - www.amundi.com

Créditos de las fotos: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - typhoonski

Jefe de redacción

BLANQUÉ Pascal, *Director de inversiones del Grupo*

Editor

DEFEND Monica, *Directora global de investigación*

Con la participación de miembros de Análisis global

AINOUZ Valentine, *Subdirectora de análisis de estrategia de mercados desarrollados, CFA*

BELLAICHE Mickael, *Estratega de renta fija*

BERARDI Alessia, *Directora de análisis macro y de estrategias de mercados emergentes*

BERTONCINI Sergio, *Estratega senior de renta fija*

BLANCHET Pierre, *Director de inteligencia de inversión*

BOROWSKI Didier, *Director de perspectivas globales*

BRECHT David, *Analista de renta fija, CFA*

Editores adjuntos

BLANCHET Pierre, *Director de inteligencia de inversión*

BOROWSKI Didier, *Director de perspectivas globales*

HUANG Claire, *Macroestratega de mercados emergentes*

CESARINI Federico, *Estratega multiactivos*

DELBO' Debora, *Estratega principal de mercados emergentes globales*

DROZDZIK Patryk, *Economista de mercados emergentes*

GEORGES Delphine, *Estratega de renta fija*

HERVE Karine, *Economista principal de mercados emergentes*

LEONARDI Michele, *Analista Cross Asset*

PORTELLI Lorenzo, *Director de análisis de activos cruzados*

USARDI Annalisa, *Economista principal, CFA*

VARTANESYAN Sosi, *Economista principal de mercados emergentes*

Con la colaboración de Amundi Insights Unit

BERTINO Claudia, *Directora de Amundi Investment Insights Unit*

FIOROT Laura, *Subdirectora de Amundi Investment Insights Unit*

DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*

Idea y producción

BERGER Pia, *Análisis*

PONCET Benoît, *Análisis*

Documento dirigido a la atención exclusiva de clientes profesionales, proveedores de servicios de inversión y otros profesionales del sector financiero