

CROSS ASSET

Estrategia de inversión

N.º 6

Junio de 2020

Mensual



PERSPECTIVAS DEL DIRECTOR
DE INVERSIONES

La gran distancia entre el mercado
y la rentabilidad

TEMA DEL MES

Tras la temporada de publicación
de resultados del primer trimestre,
puede que el consenso siga siendo
demasiado optimista

N.º 6 - Junio de 2020

Índice

Perspectivas globales de inversión

Perspectivas del Director de inversiones (CIO)

La gran distancia entre el mercado y la rentabilidad **pág. 3**

Llama la atención la dicotomía entre la falsa tranquilidad y el alto grado de incertidumbre sobre la duración de la crisis y sus consecuencias a largo plazo. La diferencia entre las esperanzas del mercado y la realidad de la economía y la pandemia reafirma nuestra convicción de que es momento de ser prudentes: no hay que ir en busca del mercado alcista, sino actuar de forma gradual y selectiva con las temáticas de inversión mejor posicionadas de cara a una lenta recuperación, teniendo en cuenta la liquidez.

Macro

Renta variable: ¿repunte bajista o repunte de verdad? **pág. 4**

Aunque los bancos centrales recurrieron a medidas poco convencionales tanto ahora como en 2009, esta vez las valoraciones son tan extremas que un ciclo alcista alentado por un aumento de los múltiplos parece improbable.

Multiactivos

Gestionen el riesgo de forma dinámica; eviten seguir a los alcistas **pág. 5**

Mantenemos nuestro posicionamiento defensivo en renta variable; perspectivas positivas sobre el crédito y los bonos periféricos, por el respaldo de las medidas de los bancos centrales.

Renta fija

La calidad del crédito es fundamental **pág. 6**

Buscamos desajustes de mercado, tratando también de mantenernos alejados de los títulos que no van a resistir esta crisis. Algo especialmente importante, ya que el porcentaje del mercado con calificación BBB ha incrementado considerablemente.

Renta variable

La incertidumbre sobre los beneficios invita a la prudencia **pág. 7**

Puede que ahora los dividendos sean procíclicos, ya que reflejarán el entorno en el que operan las empresas, que tendrán que rendir cuentas tanto a los accionistas como a la sociedad.

Temáticas

El control de la curva de tipos durante la fase de recuperación **pág. 8**

Entre sus herramientas para apoyar la recuperación económica durante la crisis del Covid-19, los bancos centrales podrían adoptar el control de la curva de tipos. Aunque parezca atractiva, la aplicación y los riesgos de salida de dicha medida anulan las ventajas, especialmente en la zona euro. Además, el impacto en los mercados financieros podría ser importante, dado que los activos libres de riesgo vinculados podrían dejar sin liquidar temporalmente los activos de riesgo.

Situación del consumo en EE. UU.: débil, pero resistente **pág. 9**

El enorme apoyo del Gobierno y la sólida situación de los consumidores están permitiendo a estos sortear una recesión relativamente breve, aunque muy profunda. Seguimos muy pendientes de la magnitud y la duración del desempleo para medir la capacidad de los consumidores para pagar sus deudas. El respaldo del Gobierno sigue ofreciendo estabilidad a los mercados financieros y creemos que es terreno abonado para una gestión activa.

Tema del mes

Tras la temporada de publicación de resultados del primer trimestre, puede que el consenso siga siendo demasiado optimista **pág. 13**

Con un -12 % en el S&P 500 en EE. UU. y un -35 % en el Stoxx 600 en Europa, los resultados del primer trimestre se vieron muy afectados por la pandemia, pese a que esta apenas comenzó al final del trimestre. Por tanto, podemos apostar con seguridad que los resultados del segundo trimestre serán aún peores, pero también que tocarán fondo para el resto del año. Aun así, las previsiones de consenso de los resultados del segundo trimestre y de 2020-2021 parecen muy poco realistas. Por tanto, el impacto positivo de la reapertura de la economía parece estar ya descontado con creces.

Escenarios y riesgos de mercado

- > Escenarios central y alternativos **pág. 17**
- > Riesgos principales **pág. 18**
- > Apuntes de análisis global **pág. 19**
- > Perspectivas de la clase de activos de Amundi **pág. 21**

Contexto macroeconómico

- > Países desarrollados **pág. 22**
Previsiones macroeconómicas
Previsiones de mercado
- > Países emergentes **pág. 23**
Previsiones macroeconómicas
Previsiones de mercado
- > Perspectivas macroeconómicas y de mercado **pág. 24**
- > Advertencia legal de nuestras previsiones **pág. 25**
- > Publicaciones destacadas **pág. 27**

PERSPECTIVAS DEL DIRECTOR DE INVERSIONES



PASCAL BLANQUÉ
Director de inversiones del Grupo



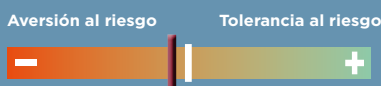
VINCENT MORTIER
Director de inversiones adjunto del Grupo

La gran distancia entre el mercado y la rentabilidad

Llama la atención la dicotomía entre la falsa tranquilidad y el alto grado de incertidumbre sobre la duración de la crisis y sus consecuencias a largo plazo. En nuestra opinión, no estamos ni mucho menos fuera de peligro y los inversores deberían mantenerse alerta, ya que los actuales niveles del mercado siguen descontando un final demasiado optimista y demasiado pronto. **La carrera entre los tres ciclos** va a continuar. **En el ciclo de la pandemia**, los mercados han confiado en el relato de que lo peor ya puede haber pasado en Europa y EE. UU., con unas expectativas cada vez mayores de aplanamiento de la curva de contagios. Si estas esperanzas no se cumplen, volverán a aparecer tensiones de mercado. **En el plano económico**, las medidas fiscales y monetarias a gran escala probablemente asegurarán los próximos seis meses, pero si la recesión resulta ser peor de lo esperado, los mercados necesitarán más y cualquier decepción provocará una corrección. El «crédito» se está volviendo adicto a la intervención de los bancos centrales; las condiciones han mejorado, pero no se han normalizado. **En el ciclo de impago de crédito**, fundamental en un mundo aún más endeudado cuando la crisis del Covid-19 remita, los mercados ya han descontado la primera fase de impagos, pero no una segunda de los activos habitualmente a la zaga. La batalla entre liquidez y solvencia va a continuar y el mercado inmobiliario comercial estadounidense es un área al que hay que prestar atención. La diferencia entre las esperanzas del mercado y la realidad de la economía y la pandemia reafirma **nuestra convicción de que es momento de ser prudentes: no hay que ir en busca del mercado alcista, sino actuar de forma gradual y selectiva con las temáticas de inversión mejor posicionadas de cara a una lenta recuperación**. Además de las incertidumbres de los tres ciclos antes mencionados, los motivos para mantenerse vigilantes son: En primer lugar, el resurgimiento de la rivalidad entre EE. UU. y China, con la atribución de culpas por el virus, fue el principal riesgo que volvió a crecer en mayo. En segundo lugar, el resultado de las elecciones estadounidenses es incierto. En tercer lugar, los mercados emergentes se enfrentan a importantes riesgos idiosincráticos (Brasil). Por último, las consecuencias a largo plazo del Covid-19 (retroceso del comercio global, reequilibrio de las políticas a favor de los trabajadores, transformación de los modelos de negocio y aceleración de las tendencias, por ejemplo, el trabajo inteligente) son complejas y siguen bajo escrutinio. Durante los tres últimos meses insólitos, nos hemos centrado en **el doble objetivo de proteger el capital inversor de cualquier pérdida permanente y tener margen para participar en las oportunidades de inversión que surgen**. Esta actitud no ha cambiado y los inversores deberían centrarse en lo siguiente:

- **Liquidez:** resulta valiosa para gestionar la transición desde la fase más profunda de la crisis a una incierta recuperación. La crisis ha puesto en evidencia que la liquidez debería ser un elemento clave de construcción de carteras, a pesar de los recientes indicios de mejora. De hecho, la liquidez en los mercados de crédito sigue siendo menos intensa y más cara que antes del Covid-19. Los inversores deben mantener cierta liquidez para las estrategias defensivas y agresivas, para poder reposicionarse en algunas áreas del mercado cuando surjan oportunidades.
- **Postura positiva en el crédito *investment grade*:** este debería beneficiarse de las medidas de los bancos centrales y el mercado primario puede ofrecer oportunidades. Sin embargo, los inversores deberían seguir siendo muy selectivos en cuanto a sectores y empresas, enfocándose en los balances sólidos y los negocios que pueden resistir a la paralización económica.
- **Exposición moderada de riesgo a la renta variable,** ante la creciente revisión de los beneficios por acción: cualquier estímulo de mejora debe provenir de una vacuna o posible tratamiento, porque solo estos factores podrían provocar una recuperación permanente y un cambio positivo en el comportamiento de los consumidores.
- **Prudencia con respecto a los mercados emergentes, ante los crecientes riesgos geopolíticos,** con oportunidades a las que estar atentos en crédito y en renta variable asiática y china, pero la evolución de la relación entre China y EE. UU. es clave (las recientes tensiones podrían frustrar el sentimiento del mercado). El mercado de crédito descuenta un fuerte aumento de impagos, pero los inversores deberían tener en cuenta que la mayoría de los casos más difíciles ya han caído a sus niveles de recuperación *distressed* y algunos de ellos ya están incluso en proceso de reestructuración. Los inversores deberían detectar las empresas que pueden elaborar con éxito un plan de salir del nivel *distressed*.
- **El Covid-19 está acelerando la creciente importancia de los factores ESG:** mientras que los factores medioambientales y de gobierno corporativo seguirán en lo alto de la lista de prioridades, el enfoque social en la igualdad, el trato justo a los empleados y la preocupación por su salud respaldarán el creciente dominio del componente social. El escrutinio de cómo actúan las empresas en interés de todos sus grupos de interés y la comunidad será cada vez mayor. Esto se traducirá en un mayor impacto en los precios de las acciones de algunos factores de riesgo ESG, lo que ofrecerá oportunidades para los gestores activos, tanto en renta variable como en renta fija.

Actitud general con respecto al riesgo



Céntrense en la gestión activa del riesgo y la liquidez; sean prudentes.

Cambios con respecto al mes anterior

- ▶ Ajustes tácticos en crédito, aprovechando el valor en los mercados primarios.

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



MONICA DEFEND

Directora global de investigación



LORENZO PORTELLI

Director de análisis de multiactivos

Aunque los bancos centrales recurrieron a medidas poco convencionales tanto ahora como en 2009, esta vez las valoraciones son tan extremas que un ciclo alcista alentado por un aumento de los múltiplos parece improbable.

Renta variable: ¿repunte bajista o repunte de verdad?

La gran pregunta objeto de debate es: **¿debemos aumentar la asignación a la renta variable e ir a por el repunte del mercado o no?** Aunque desde el punto de vista estratégico seguimos prefiriendo los activos de riesgo, estamos convencidos de que tácticamente es más seguro permanecer en el *investment grade* (respaldado por las medidas de los bancos centrales) pues consideramos que la renta variable va a volver a caer, como se explica a continuación.

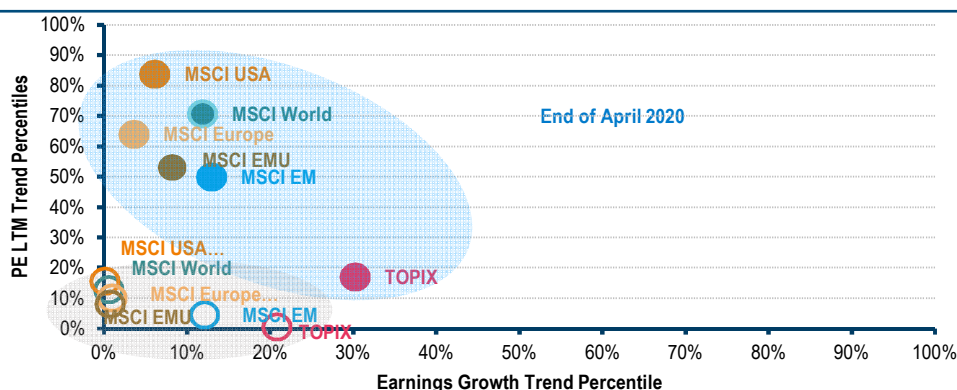
El contexto económico se ha deteriorado rápidamente: tanto los datos confirmados como el impulso económico han cambiado de tendencia, lo que ha perjudicado el sentimiento de riesgo. Reconocemos que el escenario probable de recuperación a medio plazo en los próximos meses de 2021 ofrece un gran potencial alcista. **Sin embargo, los mercados de renta variable están anticipando ahora el escenario alcista, en un momento en que sigue habiendo grandes incertidumbres.** Estas incertidumbres tienen que ver con las políticas de salud por lo que respecta a los tratamientos. Aunque los test y la vacuna se están acelerando, todavía queda mucho por hacer. No hay ninguna certeza sobre cuánto se dispondrá de un tratamiento o una posible vacuna.

En el plano fiscal, la plena capacidad debe probarse y mantenerse a medio plazo: el ritmo de aplicación varía, la calidad del gasto aún debe evaluarse (en cuanto a su composición y objetivos) y la capacidad (de las medidas fiscales) para recuperarse de los daños no se ha valorado plenamente.

Por otra parte, tras haber lidiado con la crisis financiera de 2008, los bancos centrales respondieron rápidamente en esta ocasión y lograron suavizar las condiciones financieras, especialmente en EE. UU. Este fue el factor determinante para que los mercados subieran y los múltiplos se expandieran. **Ahí es donde vemos la peligrosa incoherencia entre la disminución de la generación de beneficio por acción y el aumento de las rentabilidades totales. Por el contrario, los rendimientos de los bonos y los precios del petróleo siguen en niveles deprimidos, y el repunte no ha beneficiado mucho a los sectores cíclicos.** Las revisiones de los beneficios apuntan fuertemente a mínimos históricos, lo que dejaría los **ratios precio-beneficio en máximos**. En la tabla de abajo explicamos los motivos de nuestra prudencia actual. En 2009, se

produjo una recesión de los beneficios y los esfuerzos del banco central allanaron el camino a un régimen de reflación de activos completo. Actualmente, las valoraciones (percentiles de precio-beneficio para los beneficios de 2020) son totalmente diferentes, con pues todos los principales índices de renta variable ya están en máximos. De hecho, puede que un MSCI US en el 84.º percentil (en la burbuja azul) no justifique en absoluto un potencial alcista. Esta es la principal diferencia entre la situación actual y la de 2009. Por aquel entonces, los ratios precio-beneficio ya estaban en sus percentiles bajos (burbuja gris) y las políticas monetarias poco convencionales de los bancos centrales propiciaron una subida de las acciones. La única excepción es el TOPIX, que se encuentra actualmente en un percentil más bajo y muestra unas valoraciones más razonables. Podría decirse que se debe a que Japón ya está en recesión, pero, en comparación con otras economías avanzadas, es probable que el impacto se note más tarde y sea menor, ya que el brote de Covid-19 ha logrado frenarse en gran parte. Los cierres sin precedentes y las respuestas de política monetaria y fiscal nos ayudan a mantener nuestra preferencia «estratégica» por los activos de riesgo, pero las elevadas valoraciones no ofrecen el mayor potencial alcista posible. Para terminar, diríamos que las políticas monetarias poco convencionales han vuelto a inflar los precios de los activos. Sin embargo, comparado con 2009, **los beneficios por acción actuales se sitúan en mínimos y los niveles de los ratios precio-beneficio son tan extremos que hay pocas probabilidades de un ciclo alcista de mercado alentado por la expansión de los múltiplos.**

Mapa de valoraciones de los principales índices de renta variable



Source: Amundi Research, as at 20 May 2020. All indices in local currency. PE LTM refers to Price earnings ratio on Last Twelve Month earnings. Names of indices in the grey circle above are same as the ones in the blue circle.

MULTIACTIVOS



MATTEO GERMANO
Director de multiactivos

Mantenemos nuestro posicionamiento defensivo en renta variable; perspectivas positivas sobre el crédito y los bonos periféricos, por el respaldo de las medidas de los bancos centrales.

Gestionen el riesgo de forma dinámica; eviten seguir a los alcistas

El contexto económico se caracteriza por la recesión mundial y la desaceleración gradual, seguidas de vías de recuperación no sincronizadas entre unos países y otros. La duración de la debilidad y el alcance de las pérdidas permanentes de producción y de la destrucción de la demanda dependerán de la duración de los confinamientos y de la eficacia del impulso fiscal/monetario. Confirmamos el escenario de estabilización del crecimiento en torno al cuarto trimestre de 2020. A lo largo de la crisis, nos hemos centrado en la gestión activa de la exposición al riesgo: protegiendo las posiciones de crédito, manteniendo las coberturas y dando prioridad a la calidad de las posiciones y la selección de crédito.

Ideas de alta convicción

Seguimos **a la defensiva en la renta variable europea y estadounidense**, debido a las estrictas valoraciones y a la ambigüedad en cuanto al impacto del Covid-19 en el crecimiento mundial. El consenso sobre el crecimiento de los benéficos en 2020 se ha corregido, pero creemos que sigue siendo demasiado optimista para 2021, a pesar de la gran incertidumbre. En un entorno de riesgo claramente inclinado a la baja, esperamos que los mercados ofrezcan mejores puntos de entrada (el nivel de 2650-2700 activa el S&P 500) para actuar y cambiar nuestra postura actual. Mantenemos una perspectiva neutral sobre los **mercados emergentes**, pues la volatilidad del mercado sigue siendo elevada, pero seguimos prefiriendo China, Corea del Sur y Taiwán, debido a los fuertes estímulos y a su contención relativamente mejor del virus.

Mantenemos **una postura neutral en duración**, pues creemos que los bancos centrales tratarán de mantener bajo el coste de la deuda pública para apoyar las necesidades fiscales de los gobiernos, lo que propicia el movimiento de los rendimientos dentro de un rango. Un rendimiento del Tesoro de alrededor de 60 pb es coherente con la postura de la Fed y un fuerte deterioro del contexto macroeconómico. Seguimos siendo optimistas con respecto a los **bonos a 5 años estadounidenses frente a sus equivalentes alemanes**, ya que deberían beneficiarse de la huida hacia valores refugio (aunque en menor medida que en el pasado) y de las compras de la Fed, especialmente en los segmentos a corto y medio plazo. Por lo que respecta a la **inflación de EE. UU.**, ahora somos positivos a medio plazo y creemos que los swaps de inflación y los puntos de equilibrio de los TIPS se sitúan muy por debajo de sus medias históricas.

A medida que vayamos saliendo de la pandemia, fuerzas reflacionarias como la desglobalización y la monetización de la deuda deberían contribuir a un aumento de las

primas de riesgo de inflación y la demanda de protección contra la inflación.

Continúa la búsqueda de rendimiento en la curva de tipos italiana, ya que ofrece rendimientos relativamente atractivos. Mantenemos una postura constructiva sobre el bono italiano a 30 años frente a su equivalente alemán y ahora somos positivos incluso con respecto a los bonos italianos a 10 años, ya que las medidas del BCE están ayudando a limitar los rendimientos y la volatilidad de los diferenciales. El fallo del Tribunal alemán constituye un riesgo bajista, aunque es poco probable que el BCE cambie de rumbo. Mantenemos nuestra posición, ya que podría proporcionar equilibrio a las carteras de los inversores.

Centrándonos en la liquidez, seguimos siendo **constructivos con respecto al crédito**, respaldado por las medidas de los bancos centrales en EE. UU. y la zona euro, pero preferimos el *investment grade* al *high yield*. El *high yield* Euro podría verse afectado por unas altas tasas de impago y la desaceleración del crecimiento de los ingresos. Por tanto, mantenemos una posición muy defensiva.

Ante la elevada incertidumbre y la divergencia de los fundamentales y las valoraciones, tenemos una **perspectiva neutral sobre la deuda de los mercados emergentes** y vemos una brecha entre los países de *investment grade* y *high yield*. En cuanto a la deuda externa, el sector del *investment grade* debería seguir resistiendo mejor en los próximos meses. Sin embargo, el *high yield* presenta un riesgo/compensación binario entre el riesgo de impago para los países en dificultades y la recuperación de las valoraciones desde niveles muy deprimidos. En cuanto a los tipos locales, el principal motor de la deuda es la exposición a las divisas y creemos que hay poco margen para una mayor compresión.

En cuanto a las divisas de los **mercados desarrollados**, ya no somos optimistas con respecto al EUR/CHF, debido a la condición de refugio seguro del franco, el elevado crecimiento de la oferta monetaria en la zona euro y el fallo del Tribunal alemán, que podrían ejercer presión sobre el euro. Mantenemos la posición en NOK/EUR, pues la corona ha sufrido ya una corrección importante y podría beneficiarse de un escenario más optimista.

Riesgos y cobertura

Los instrumentos de cobertura en forma de **yenes, derivados y oro** siguen siendo fundamentales para proteger las rentabilidades de la cartera en esta fase de gran incertidumbre.

Convicciones Cross Asset Amundi

	Cambio en 1 mes	---	--	-	0	+	++	+++
Renta variable				■				
Crédito						■		
Duración						■		
Petróleo					■			
Oro						■		

Fuente: Análisis de Amundi. La tabla muestra la evolución de los diferentes activos en un horizonte de tres a seis 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 evolución de las clases de activos reflejan la evolución prevista (+/-) y la solidez de las convicciones (+/+/+/+). Esta evaluación puede variar. USD = dólar estadounidense; JPY = yen japonés; UST = bono del Tesoro de EE. UU.; MD = mercados desarrollados; ME/MEG = mercados emergentes; FI = renta fija; IG = *investment grade*, categoría de inversión; HY = *high yield*, alto rendimiento; CHF = franco suizo; NOK = corona noruega; EUR = euro; BC = bancos centrales; TIPS = valores del Tesoro protegidos contra la inflación. BTP = títulos de deuda pública italiana.

RENTA FIJA

La calidad del crédito es fundamental



ÉRIC BRARD

Director de renta fija



YERLAN SYZDYKOV

Director global de mercados emergentes



KENNETH J. TAUBES

Director de gestión de inversiones de EE. UU.

Buscamos desajustes de mercado, tratando también de mantenernos alejados de los títulos que no van a resistir esta crisis. Algo especialmente importante, ya que el porcentaje del mercado con calificación BBB ha incrementado considerablemente.

Durante el mes pasado, hemos visto una mejora gradual de las condiciones del mercado, tras los enormes desajustes de precios y liquidez de marzo, pero aún no hemos vuelto a la normalidad. Los inversores deben ser prudentes, mantener una liquidez suficiente y ser conscientes del posible cambio de las calificaciones, lo que podría ocasionar volatilidad de los mercados de crédito. Por otro lado, deben tratar de realizar ajustes tácticos para beneficiarse de los acontecimientos del mercado —por ejemplo, si hay emisiones atractivas en el mercado primario— sin cambiar las convicciones estratégicas.

Renta fija mundial y europea

Tenemos una **postura neutral en duración**, con una perspectiva constructiva sobre EE. UU. y prudente acerca de Japón y Alemania. Los inversores pueden aprovechar los movimientos de la curva de tipos (aplanamiento de la curva en EE. UU., Europa y Reino Unido; pronunciamiento en Japón). Mientras que seguimos siendo positivos con respecto a la **deuda periférica de la zona euro**, somos más prudentes, aunque todavía constructivos, acerca de Italia (gran apetito de los inversores, ya que recientemente se han recaudado 22 000 millones de euros mediante BTP). La preocupación sobre el fallo del Tribunal alemán y el aumento del peso de la deuda se ven compensados por la propuesta franco-alemana de una especie de «fondo de recuperación». En cuanto al crédito, el **investment grade de EE. UU.** (últimamente somos más positivos acerca de este segmento) y el **investment grade Euro siguen bien respaldados** por las medidas de los bancos centrales, pero **la selección y la calidad del crédito son importantes** para diferenciar entre los emisores que superarán la crisis de los que se declararán insolventes. Nos parecen atractivos los títulos financieros subordinados, las de los sectores de telecomunicaciones, farmacéutico y de los seguros, mientras que somos prudentes con respecto al sector energético de EE. UU. La emisión de bonos en EE. UU. se ha concentrado en los prestatarios *investment grade* y en las empresas con calificación BB (decisión de la Fed de incluir en su programa a «ángeles caídos» y fondos cotizados que invierten en *high yield*). Confiamos en el sector BB, pero la **búsqueda de la calidad es clave aquí**. La actividad en el *high yield* estadounidense se ha reanudado (la demanda superó a la oferta), pero ha sido escasa en Europa. **Sin embargo, los inversores deben ir con cuidado.**

Renta fija estadounidense

Los valores y los sectores con perspectivas limitadas de revalorización de los precios, como los valores vinculados a los seguros (que han ofrecido rentabilidades del 2 % en lo que va de año) y las titulizaciones de activos inmobiliarios comerciales y de consumo con calificación AAA, han resistido bien y pueden ofrecer oportunidades como fuentes de financiación para bonos corporativos *investment grade* de larga duración y algunos créditos *high yield* con grandes descuentos. Seguimos siendo positivos acerca de los RMBS fuera de los tramos con calificación AAA, pues sus diferenciales son más ajustados, pero presentan descuentos excesivos. **Con cuidado de mantener la liquidez adecuada, los inversores deben mantener posiciones en bonos del Tesoro estadounidense, TIPS y bonos hipotecarios de agencias públicas de EE. UU. y efectivo.** Además, es el momento para reducir deliberadamente el riesgo idiosincrático cuando la liquidez y los precios ofrezcan oportunidades. La reducción de los diferenciales en los préstamos apalancados puede permitir a los inversores salir de los títulos con calificación BB a precios cercanos al valor nominal, así como mejorar la liquidez y la calidad mientras se amplía la duración del crédito.

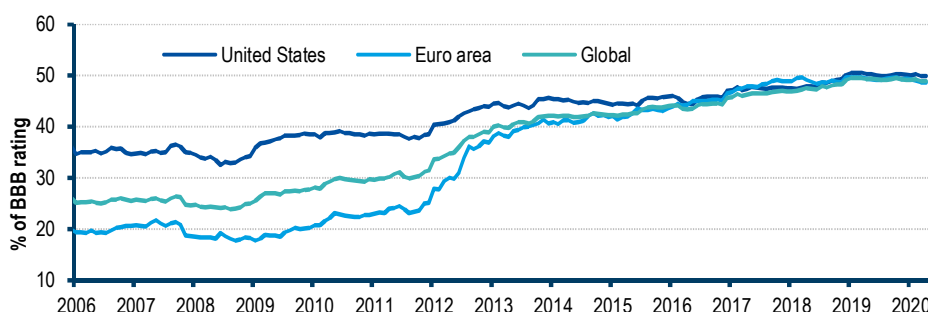
Bonos de mercados emergentes

Somos conscientes de que la crisis del Covid-19 está lastrando el crecimiento mundial y los beneficios corporativos, con efectos negativos para las perspectivas de los mercados emergentes, empujando a muchos países a la recesión. Sin embargo, hemos sido **prudentes con respecto a los valores que dependen de la exportación, las materias primas y el turismo**. Las coberturas y la liquidez de la cartera siguen siendo importantes. Somos positivos con respecto a la deuda denominada en moneda fuerte, especialmente en el *high yield* (Ucrania). El mercado primario ofrece oportunidades para obtener exposición a los títulos *investment grade* a niveles de descuento (México). Somos moderadamente constructivos sobre los tipos locales en México y Sudáfrica, y positivos en Rusia.

Divisas

En las divisas de los mercados desarrollados, somos positivos con respecto al dólar estadounidense, por su condición de refugio seguro, y menos negativos ahora sobre el franco suizo, aunque prudentes acerca del euro y la libra esterlina. En las divisas de los mercados emergentes, estamos a la defensiva.

Desglose de calidad del índice *investment grade*



Source: Bloomberg, monthly data 30 April 2020. Analysis based on ICE BoA indexes.

GFI = renta fija mundial; EM FX = divisas de mercados emergentes; HY = high yield, alto rendimiento; IG = investment grade, grado de inversión; CHF = franco suizo; EUR = euro, USD = dólar estadounidense; UST = bonos del Tesoro estadounidense; RMBS = valores respaldados por hipotecas residenciales; ABS = valores respaldados por activos; HC = moneda fuerte; LC = moneda local; TIPS = valores del Tesoro protegidos contra la inflación; GFC = crisis financiera global de 2008; JPY = yen japonés.

RENTA VARIABLE



KASPER ELMGREEN
Director de renta variable



YERLAN SYZDYKOV
Director global de mercados emergentes



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

Puede que ahora los dividendos sean procíclicos, ya que reflejarán el entorno en el que operan las empresas, que tendrán que rendir cuentas tanto a los accionistas como a la sociedad.

La incertidumbre sobre los beneficios invita a la prudencia

Evaluación general

A medida que los gobiernos vayan relajando las medidas de bloqueo y el mundo deje atrás poco a poco la crisis del Covid-19, es probable que veamos un aumento de la deuda pública, unos tipos de interés y crecimiento económico bajos, una creciente importancia del ESG (especialmente el factor social), un aumento de las desigualdades, fragmentación política y mayores tensiones geopolíticas (entre EE. UU. y China, unidad de la UE). Vemos un enorme contraste entre el «sentimiento del mercado» y los «fundamentales económicos». Aunque es importante señalar que los responsables de las políticas pueden proporcionar liquidez a corto plazo, la recuperación de la demanda depende también del miedo y la confianza. Esto, a su vez, podría seguir afectando a los beneficios y la solvencia de las empresas a largo plazo. Los inversores se ven obligados a lidiar con esta situación **con una incertidumbre extraordinaria sobre el futuro, en un entorno que podría tener resultados muy diversos.**

Renta variable europea

En general, abogamos por la prudencia, dado el mayor nivel de incertidumbre y deterioro de los fundamentales. Es fundamental mantener la **disciplina del proceso, centrarse en la selección de valores y asegurar los niveles de liquidez adecuados.** Seguimos apostando por la solidez de los balances y creemos que los inversores deben equilibrar los riesgos a corto plazo con las oportunidades a medio plazo haciendo un amplio uso del análisis de escenarios. Existen oportunidades y sugerimos a los inversores que apliquen la estrategia *barbell* con exposición a valores atractivos en los sectores defensivos (suministros públicos, salud, consumo básico) por un lado y en los sectores cíclicos no afectados y con descuento (lujo, construcción) por otro. Además, la detección de ciertos ganadores estructurales de algunas tendencias aceleradas, como el comercio electrónico, será fundamental para generar rendimientos a largo plazo. Desde el punto de vista del estilo, hay ciertas oportunidades en *value* en segmentos cíclicos no afectados por la disrupción.

Renta variable estadounidense

La renta variable estadounidense sigue siendo una de las mejores clases de activos a largo plazo del mundo y, en estas condiciones, su rentabilidad superior sigue aumentando. Esperamos que continúe la consolidación del mercado iniciada a mediados de abril. En cuanto a las convicciones, creemos que los ganadores seguirán ganando. Los inversores deben evitar los sectores y las acciones sometidos a una presión extrema a corto plazo, como las aerolíneas, el comercio afectado, los cruceros, los negocios con altos costes fijos y bajos márgenes, y los bienes inmobiliarios comerciales.

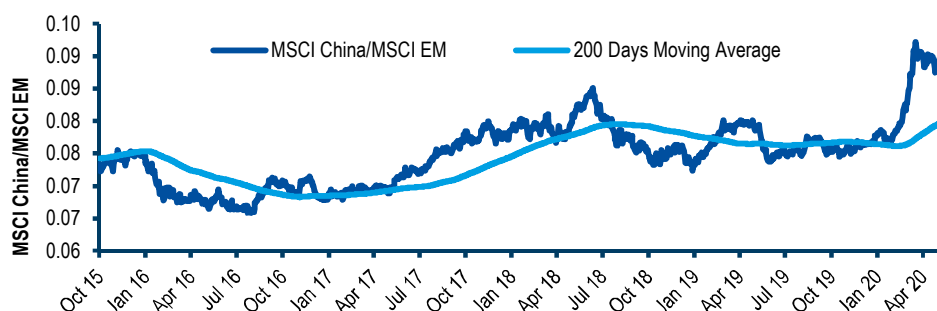
En cambio, creemos que los inversores deberían centrarse en líderes sectoriales con negocios sostenibles en un enfoque integrado en materia ESG.

Este enfoque resultó acertado durante la corrección y recomendamos a los inversores que sigan por ese camino. Las empresas sostenibles con posiciones líderes en el mercado ganan cuando las condiciones del mercado son complejas. **Ahora también es el momento de que los inversores empiecen a incrementar ligeramente el carácter cíclico de sus carteras,** pues la baja volatilidad está sobrevalorada. Desde el punto de vista sectorial, preferimos los sectores financiero, de servicios de comunicaciones e industrial, mientras que somos prudentes con respecto al consumo básico, los suministros públicos y los materiales.

Renta variable de los mercados emergentes

Nos centramos en los países que se encuentran en una fase avanzada del ciclo del coronavirus (China, Taiwán, Corea del Sur) y en los títulos menos vulnerables entre los casos de crecimiento interno resistente y de avance en las reformas estructurales (EMEA, India). Aunque podría haber obstáculos mientras perdure la incertidumbre mundial, **una hábil selección bottom up, una cuidadosa evaluación top down y la gestión de la liquidez** pueden ayudar a los inversores a capear la tormenta actual. En conclusión, aunque por el momento preferimos mantener una postura prudente en general, somos positivos con respecto a los activos de la región EMEA a medio plazo, siempre y cuando el riesgo de una segunda ola de infección no se haga realidad.

Rentabilidad relativa de la renta variable china frente a los mercados emergentes



Source: Bloomberg, Amundi as at 20 May 2020. MSCI China and MSCI Emerging Markets Price Index in US dollar

TEMÁTICAS



DIDIER BOROWSKI

Director de perspectivas globales



PIERRE BLANCHET

Director de inteligencia de inversión

El BCE podría enfrentarse a dificultades operativas y obstáculos políticos

En el marco del Análisis global, el principal objetivo del equipo de Perspectivas globales recientemente creado es fortalecer las ideas de Amundi sobre temáticas interdisciplinarias importantes

El control de la curva de tipos durante la fase de recuperación

Entre sus herramientas para apoyar la recuperación económica durante la crisis del Covid-19, los bancos centrales podrían adoptar el control de la curva de tipos. Aunque parezca atractiva, la aplicación y los riesgos de salida de dicha medida anulan las ventajas, especialmente en la zona euro. Además, el impacto en los mercados financieros podría ser importante, dado que los activos libres de riesgo vinculados podrían perturbar temporalmente los activos de riesgo.

Con los tipos clave del banco central casi a cero, las políticas de control de la curva de tipos se han vuelto a situar en el punto de mira. Mediante dicha política, **los bancos centrales tratan de controlar un punto o segmento particular de la curva de tipos** (a menudo el vencimiento a 10 años). Para ello, el banco central se compromete implícitamente a comprar (o vender) las cantidades de valores necesarias para lograr su objetivo. **Si el banco central tiene credibilidad**, gracias al arbitraje del mercado, **los rendimientos de los bonos tienden a aproximarse a su objetivo**. En la práctica, el control de la curva de tipos es similar en muchos casos a una especie de expansión cuantitativa, pero con procedimientos muy diferentes, en el sentido de que las compras de valores se ajustan a los rendimientos de los bonos y no al revés. **El banco central pierde el control de su balance**. La estabilización de los rendimientos podría llevar incluso al banco central a reducir su balance. Así podría suceder si la demanda de los inversores privados supera las necesidades de financiación (nuevas emisiones y refinanciación).

El control de la curva de tipos es una opción poco probable para el BCE

El control de la curva de tipos se aplicó en EE. UU. tras la II Guerra Mundial (hasta 1947), más recientemente en Australia, y desde 2016, el Banco de Japón ha fijado expresamente su rendimiento a 10 años en cero. Esta política, junto con unos tipos oficiales negativos, ha tenido éxito en Japón, al permitir al Banco de Japón reducir sus compras de bonos y contener su balance. El control de la curva de tipos es viable en «verdaderas» uniones monetarias como EE. UU., Japón o el Reino Unido, donde hay una única institución (central) de deuda pública.

En cambio, no resulta factible en la zona euro, al menos por dos razones. En primer lugar, el BCE tendría que **gestionar varias curvas de tipos** a la vez. Además de la dificultad operativa, habría un **obstáculo político**: el BCE no está facultado para determinar el riesgo de crédito implícito en cada deuda soberana. En segundo lugar, el BCE tendría un problema jurídico, ya que tendría que comprometerse a comprar activos sin ninguna regla de **proporcionalidad**, o incluso a monetizar la deuda pública, lo cual está prohibido por el Tratado de Lisboa. Dicho esto, si la Fed y/o el Banco de Inglaterra optan por el control de la curva de tipos, esto probablemente tendría consecuencias en los rendimientos alemanes, ya que los inversores intercambiarían los diferenciales entre los países. Por último, la salida del control de la curva de tipos conlleva riesgos importantes, ya que el mercado de renta fija podría ajustarse repentinamente y contrarrestar las ventajas.

Cuando los tipos libres de riesgo «encerrados» liberan activos de riesgo

Para la Fed, un control temporal de los tramos cortos de la curva de tipos en sintonía con la gráfica de puntos, junto con expansión cuantitativa en los tramos medios y largos, parece una estrategia eficiente tanto en términos de coste/beneficio como de riesgo de salida. La **combinación del control de la curva de tipos y la expansión cuantitativa** implica que el ajuste del «activo libre de riesgo» al ciclo económico nominal no se producirá, al menos temporalmente, a menos que haya un cambio en la prima de plazo. Por consiguiente, estas políticas de limitación del rendimiento deberían afectar al **movimiento conjunto de los activos financieros** (volatilidad y correlación) durante la fase de recuperación, alejándose de su media histórica, y aumentar las **rentabilidades de los activos de riesgo no anclados**.

En efecto, si los rendimientos de las letras y bonos del Tesoro de EE. UU. siguen bajos y estables, y la curva se mantiene plana mientras mejoran las expectativas de crecimiento de los inversores, los **«activos no controlados»**, como las acciones, deberían beneficiarse de las **valoraciones artificialmente altas**. Estos activos se convertirán en el sustituto del mercado para los cambios en las expectativas de crecimiento nominal, mientras que la correlación de sus rentabilidades con los bonos se aproximará a cero. Sin embargo, las acciones también sufrirían una versión más aguda del **régimen de volatilidad** que hemos visto en los últimos tres años, con largos períodos de muy baja volatilidad y picos repentinos hasta niveles extremos. Además, los tipos libres de riesgo también deberían influir en las mayores **rentabilidades esperadas ofrecidas por el crédito investment grade**, más que el crédito **high yield** sobre una base ajustada a la volatilidad. Por último, dado que la curva de tipos se mantiene plana independientemente de la recuperación económica, el **crédito de los mercados emergentes en moneda fuerte** se vería respaldado en las valoraciones y recibiría entradas de capital de inversores en busca de rendimiento.

Sin embargo, la incertidumbre en torno al tipo «natural» libre de riesgo también provocaría un aumento de las primas de riesgo, menores correlaciones entre activos y una ventaja de diversificación potencialmente menor para las estrategias equilibradas. Por tanto, el control de la curva de tipos y la expansión cuantitativa podrían volver a encarrilar la economía estadounidense más rápidamente, pero con **el riesgo de frustrar los mercados financieros** al menos temporalmente.

Finalizado el 22/5/2020

TEMÁTICAS

Situación del consumo en EE. UU.: débil, pero resistente

El enorme apoyo del Gobierno y la sólida situación de los consumidores están permitiendo a estos sortear una recesión relativamente breve, aunque muy profunda. Seguimos muy pendientes de la magnitud y la duración del desempleo para medir la capacidad de los consumidores para pagar sus deudas. El respaldo del Gobierno sigue ofreciendo estabilidad a los mercados financieros y creemos que es terreno abonado para una gestión activa.



ANNALISA USARDI, CFA
Economista principal



PARESH UPADHYAYA
Director de estrategia de divisas, gestor de carteras estadounidenses, Amundi Pioneer

Ante la brusca disminución de la renta del trabajo total, se espera que el consumo personal se desplome en el segundo trimestre, mucho más que en los peores momentos de la crisis financiera global.

Ahora que EE. UU. entra en su peor recesión de después de la II Guerra Mundial, analizamos cuatro preguntas clave: (1) ¿Cómo ha afectado la crisis al mercado laboral estadounidense hasta ahora? (2) ¿En qué situación se encuentra el consumidor estadounidense? (3) ¿Cuáles son los puntos más débiles de la deuda? (4) ¿Cuáles son las perspectivas de impago de las hipotecas, las tarjetas de crédito y los préstamos para automóviles?

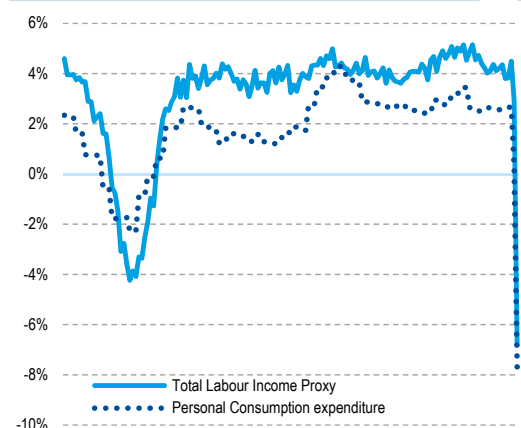
¿Cómo ha afectado la crisis al mercado laboral estadounidense hasta ahora?

La crisis del Covid-19 ha provocado un aumento sin precedentes de las solicitudes del subsidio de desempleo y recortes de empleo, eliminando casi por completo los puestos de trabajo creados en el periodo de expansión económica más largo conocido del que se tiene constancia. Si observamos los datos disponibles, de momento las pérdidas de empleo se concentran en los sectores de «primera línea» de la crisis, es decir, los servicios. Los más afectados tanto en términos absolutos como relativos son el ocio y la hostelería, seguidos del comercio, el transporte y los suministros públicos. En marzo y abril se perdieron más de 21 millones de empleos en EE. UU., concentrados en el sector de los servicios privados (84 % del total de empleos perdidos en la economía), con casi 18 millones de despidos, es decir, el 17 % de los empleos existentes antes de la crisis del Covid-19. El sector de los servicios supone en torno al 71 % del mercado laboral estadounidense. Hasta ahora, los despidos han afectado mayoritariamente a las personas y los sectores con los salarios más bajos, lo que ha creado un cambio de composición, que ha impulsado temporalmente el salario medio por hora tanto en conjunto como en cada categoría. Sin embargo, esperamos que este fenómeno sea solo temporal.

A medida que el total de horas trabajadas en la economía disminuye debido al menor número de horas y al menor empleo, se espera que el indicador sustitutivo de las rentas del trabajo totales que analizamos para comprender las futuras tendencias de consumo se hunda en el segundo trimestre, mucho más que en los peores momentos de la crisis financiera global.

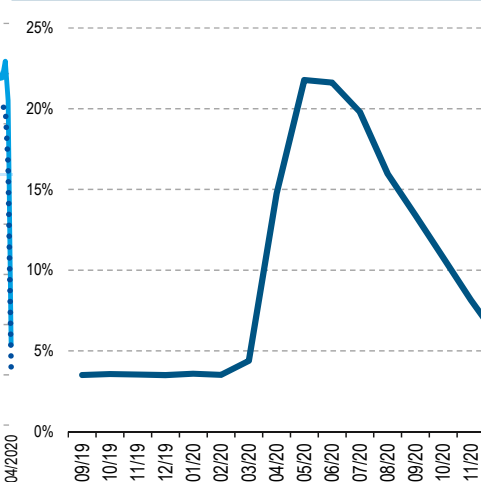
La forma en que el consumidor estadounidense resurgirá de este *shock* está estrechamente relacionada con la persistente debilidad del mercado laboral. Según los datos de abril, gran parte de las personas estaban en situación de despido temporal y no de desempleo. Para evaluar la rapidez con la que el mercado laboral podrá recuperarse, será fundamental observar con qué rapidez siguen disminuyendo las solicitudes de desempleo en los estados que reabran su economía. Además, aunque todas las miradas estarán puestas en la tasa de desempleo, cabe mencionar que este indicador no puede reflejar plenamente la debilidad del mercado laboral, por lo que creemos que debe vigilarse atentamente junto con la tasa de participación de la fuerza laboral. En abril, dicha tasa bajó un 2.5 %, hasta el 60.2 % (-0.7 % en marzo) y será una variable importante a tener en cuenta para determinar la persistencia del *shock*, es decir, si su descenso es una respuesta temporal a la restricción de la movilidad de las personas o una señal de debilidad mucho mayor en el mercado laboral). Creemos que la economía estadounidense se contraerá entre un -4.5 % y un -6.5 % en 2020, y que la tasa de desempleo aumentará hasta el 21 % entre mayo y junio. Después, esperamos una disminución gradual a lo largo del año, con una tasa media de desempleo que se mantendrá en una horquilla de entre el 10 % y el 12 % en 2020.

1. Indicador sustituto de la renta del trabajo total frente al gasto de consumo personal (real), interanual



Source: Amundi Research, Bloomberg data as of 10 May 2020

2. Probable evolución de la tasa de desempleo



Source: Amundi Research, Bloomberg data as of 10 May 2020

TEMÁTICAS

Los fundamentales del consumo de EE. UU. han sido fuertes, especialmente los balances de los hogares.

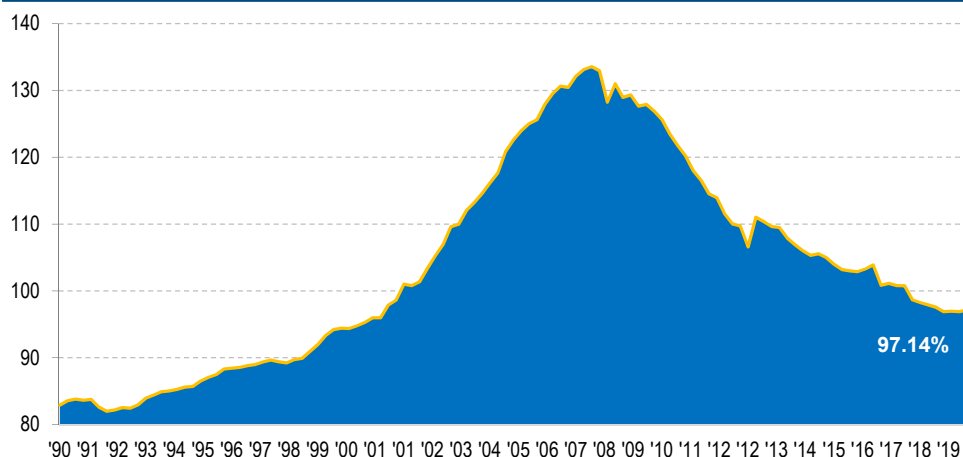
Los consumidores empezaron desde una posición de fuerza

Los fundamentales del consumidor estadounidense son fuertes, especialmente los balances de los hogares. De acuerdo con la Fed, la deuda de los hogares como porcentaje de la renta personal disponible se desplomó de un máximo del 133.5 % en el cuarto trimestre de 2007 al 97.1 % en el cuarto trimestre de 2019. (Gráfico 3). Los pagos del servicio de la deuda de los hogares, o la capacidad de pagar los intereses de la deuda como porcentaje de la renta disponible, se situó en el 9.7 %, su nivel más bajo desde el inicio de la serie en 1980. Por último, la tasa de ahorro personal se situó en el 9 % en febrero, su nivel más alto desde 2012; el primer indicio de

la pandemia es que los consumidores han aumentado considerablemente su ahorro y la última tasa de ahorro se disparó al 13.1 % en marzo. Se trata de su nivel más alto desde 1981.

La paralización de la economía y las preocupaciones de salud relacionadas con el Covid-19 han tenido un fuerte impacto en el consumidor estadounidense. El índice de confianza del consumidor de la Conference Board bajó de 118.8 en marzo a 86.9 en abril, su nivel más bajo desde mayo de 2014. El sentimiento de los consumidores refleja especialmente la debilidad del mercado laboral. El diferencial laboral, es decir, la diferencia entre la abundancia de empleo menos la escasez de empleo, se redujo de +29.5 en marzo a -13.6 en abril (gráfico 4).

3. Deuda de los hogares estadounidenses como porcentaje de la renta disponible



Source: Amundi Research, Bloomberg, last data point 12/31/19.

33 millones de personas perdieron su empleo entre el 20 de marzo y el 1 de mayo; el 61 % de los consumidores encuestados se mostraron preocupados por su seguridad laboral y el 78 % afirmó que sus ingresos familiares se habían visto perjudicados por la recesión provocada por la pandemia, según una encuesta de Experian.

Sin embargo, los consumidores siguen confiando en que las condiciones mejorarán dentro de seis meses y los que esperan un aumento neto se incrementaron del 2.3 en marzo a 14.3 en abril, según la Conference Board. Según la encuesta de la Federación Nacional de Empresas Independientes del 12 de mayo, el 78 % de los trabajadores desempleados esperan ser recontratados antes de fin de año. Las medidas de estímulo fiscal del Gobierno y los subsidios más generosos del seguro

de desempleo pueden servir para contrarrestar cierta inquietud de los consumidores.

Principales vulnerabilidades de la deuda

No sorprende que muchos estadounidenses se preocupen por su capacidad para pagar sus deudas, como préstamos estudiantiles, pagos de hipotecas y facturas de tarjetas de crédito. La tasa de nueva morosidad de la familia, que se define como el impago en 30 días o más, fue del 4.61 % en el primer trimestre de 2020. Nuestro análisis del Informe de crédito y deuda de los hogares del Banco del Banco de la Reserva Federal de Nueva York mostró que la deuda total de los hogares aumentó del 3.5 % interanual en el primer trimestre de 2019 al 4.6 % en el primer trimestre de 2020, su mayor crecimiento en casi tres años. Sin embargo, la deuda de

4. Encuesta de la Conference Board - Abundancia frente a escasez de empleo



Source: Amundi Research, Conference Board as of 4/30/20.

TEMÁTICAS

Vemos tres ámbitos en las que el consumidor podría ser más vulnerable: la deuda de tarjetas de crédito, los préstamos para automóviles y los préstamos de estudiantes.

los hogares en relación con el PIB es ahora mucho menor, a 75.4, con respecto a los máximos de 98.6 durante la crisis financiera global. Esperamos que el crecimiento de los préstamos se reduzca considerablemente.

Vemos tres ámbitos en los que el consumidor podría ser más vulnerable: la deuda de tarjetas de crédito, los préstamos para automóviles y los préstamos de estudiantes. Aunque las hipotecas de viviendas no parecen estar tensionadas, según nuestro análisis, la gravedad de esta recesión está aumentando el riesgo en este segmento (gráfico 5). La Ley CARES permite a los prestatarios de préstamos hipotecarios asegurados por el Gobierno federal con dificultades financieras solicitar hasta un año de indulgencia. Hasta abril, los titulares de más del 7 % de todas las hipotecas optaron por aplazar los pagos durante 90 días, según Black Knight, agencia de análisis de hipotecas. Sin embargo, hay pruebas de que los consumidores siguen realizando pagos incluso en los préstamos con acuerdo de indulgencia. Los préstamos estudiantiles presentan la mayor morosidad, pero el Gobierno de EE. UU. ha suspendido automáticamente los pagos de capital e intereses de los préstamos estudiantiles federales hasta el 30 de septiembre de 2020, lo que equivale al 85 % del total de estos préstamos.

La morosidad de las tarjetas de crédito, automóviles e hipotecas de viviendas se mantiene estable según el informe trimestral de la Fed sobre deuda doméstica.

- La morosidad de las tarjetas de crédito se incrementó ligeramente, del 6.71 % en el primer trimestre de 2019 al 6.84 % en el primer trimestre de 2020, lo que supone un aumento del 1.77 % desde el nivel más bajo registrado en el segundo trimestre de 2016. La tasa de morosidad grave (falta de pago durante más de tres meses), aumentó del 5.04 % al 5.31 % en el primer trimestre de 2020. La morosidad de los saldos de tarjetas se mantuvo en el mismo nivel que hace un año, 4.6 %, en el primer trimestre de 2020.
- La morosidad de los préstamos de automóviles mejoró del 7.07 % en el primer trimestre de 2019 al 6.89 % en el primer trimestre de 2020. Los préstamos de automóviles a corto plazo y los de automóviles usados tienden a ofrecerse a compradores más prudentes con mayor fiabilidad de pago.
- La morosidad de las hipotecas de viviendas disminuyó del 3.5 % en el primer trimestre de 2019 al 3.48 % en el primer trimestre de 2020. La subida de los precios de la vivienda (y la consiguiente disminución del préstamo a valor), el crecimiento constante de la renta y la economía sólida en general en 2019 ayudaron a reducir la tasa de morosidad en el cuarto trimestre.

Evaluación del riesgo de deuda de los consumidores

Usamos un marco que proporciona una medida ajustada a la economía del comportamiento de los activos mediante la comparación del porcentaje de préstamos en mora por cada 100 000 solicitudes iniciales de subsidio de desempleo. Cuando la proporción es alta, indica que la pérdida de empleo está provocando un aumento de la morosidad superior a la media, lo que apunta a un mal comportamiento del crédito dado el estado de la economía. Este ratio es un buen instrumento para evaluar las posibles vulnerabilidades para el pago de la deuda, teniendo en cuenta la situación económica.

Para la mayoría de los economistas, el comportamiento del crédito al consumo está fuertemente correlacionado con las solicitudes iniciales de desempleo u otras variables del mercado laboral, como la tasa de desempleo. En nuestro análisis, llegamos a la conclusión de que las tarjetas de crédito y los préstamos para automóviles estaban en riesgo de morosidad, llegando a un mal comportamiento ajustado a la economía. El aumento de la morosidad en el cuarto trimestre de 2019 resulta desconcertante, ya que una economía sólida y un bajo desempleo en los últimos años deberían haber generado una tendencia de disminución de la morosidad. El crecimiento deficiente de la renta y un aumento de los préstamos de automóviles a prestatarios de alto riesgo con baja calificación crediticia podrían explicar el aumento de la morosidad.

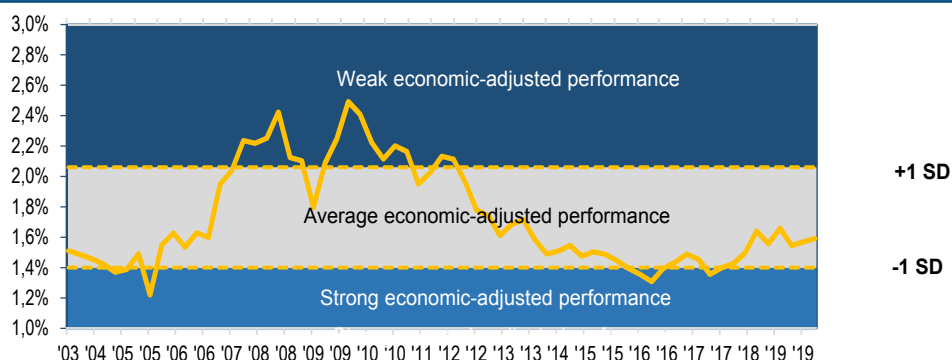
Por otro lado, los resultados del primer trimestre indican una mejora del excelente comportamiento de las hipotecas residenciales ajustado a la economía. La tasa de nueva morosidad se mantuvo estable, mientras que las solicitudes iniciales de desempleo aumentaron ligeramente en el cuarto trimestre de 2019. Esto indica que la tensión en el mercado hipotecario podría ser poco importante.

Las perspectivas de impago de las hipotecas, las tarjetas de crédito y los préstamos para automóviles

La deuda de los hogares estadounidenses se incrementó en 155 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2020 hasta alcanzar los 14.3 billones, encabezada por las hipotecas (9.7 billones), los préstamos para estudiantes (1.54 billones), la deuda de automóviles (1.35 billones) y los préstamos de tarjetas de crédito (0.89 billones).

Para ayudarnos a determinar el riesgo de incumplimiento, realizamos una regresión de los cambios anuales en la tasa de desempleo frente a la tasa de morosidad de 90 días desde 1999. Utilizamos líneas de tendencia lineal para mostrar la relación anticipada entre el aumento de los impagos de préstamos y el desempleo. Nuestro análisis descubrió que con un incremento del 1 % en la

5. Comportamiento del crédito hipotecario residencial ajustado a la economía



Source: Federal Reserve Bank of New York 12/31/19. (Source of adjusted measures Moodys analysis titled "Post crisis low household debt delinquencies expected to rise modestly," February 12, 2019)

TEMÁTICAS

La magnitud de los impagos dependerá de la duración y la gravedad de la recesión ocasionada por la pandemia.

tasa de desempleo, los impagos podrían aumentar un 0.1 %, 0.9 % y 0.9 % en los préstamos para automóviles, tarjetas de crédito e hipotecas, respectivamente. Usando la previsión media ponderada de Bloomberg de desempleo del 9.7 % para finales de 2020, estimamos las tasas de morosidad a 90 días en 3.0 %, 10.6 % y 6.5 %, respectivamente, frente al 2.4 %, 5.3 % y 1.1 % en el cuarto trimestre de 2019, y los máximos de 2009 del 3.5 %, 11 % y 8.4 % en un ciclo de recesión típico.

¿Por qué esta vez podría ser diferente?

Nuestro análisis de impagos potenciales presupone unas condiciones de una recesión típica; sin embargo, esta no es ni mucho menos «normal».

- Los datos del empleo no agrícola revelaron que los despidos temporales sumaron 18.1 millones, lo que equivale a casi el 90 % de la pérdida de empleo. La Ley CARES facilita la solicitud de las prestaciones de desempleo al eliminar el requisito de buscar trabajo activamente. Esto podría implicar un cambio más rápido en el mercado laboral a medida que la economía se reabra.
- El aumento de 600 dólares semanales en las prestaciones de desempleo, además de los beneficios estatales, ha llevado a un número inusualmente alto de personas a una mejora en sus ingresos. Los subsidios estatales y federales ascienden a una media de 978 dólares por semana, frente a los subsidios de antes de la crisis de 378 dólares por semana. Según Countable.com, Antes de la crisis más de la mitad de los trabajadores ganaban menos de 957 dólares netos a la semana. Según una reciente información de *The New York Times*, «los trabajadores de más de la mitad de los estados recibirán, de media, más en prestaciones de desempleo que sus salarios normales». Esto mejorará la capacidad de los consumidores para pagar sus facturas. Otro aspecto positivo es que la Ley CARES ha elevado los generosos subsidios de desempleo durante otras 13 semanas, hasta un total de 39 semanas de prestaciones.
- Los consumidores prevén gastar y ahorrar los cheques de pago directo y las prestaciones de desempleo con más cuidado. Según la encuesta de consumidores Magnify Money LendingTree de abril de 2020, el 42.6 % tiene previsto pagar facturas, el 28.5 % pagar su alquiler/hipoteca y el 26 % ahorrar. Este comportamiento contribuye en gran medida a reducir los impagos generalizados.

Conclusión

La crisis del Covid-19 ha generado una ola de despidos que podría elevar la tasa de desempleo a un máximo superior al 20 %. Sin embargo, dado que muchos despidos se registran como temporales, la recuperación podría ser más rápida de lo habitual a medida que los estados se reabran y se reanude la actividad económica. Aunque no esperamos que el mercado laboral se recupere del todo, sí creemos que la tasa de desempleo retrocederá en el segundo trimestre, junto con el crecimiento económico. En este escenario,

debemos tener presentes dos aspectos principales: a) la tasa de variación de las solicitudes de desempleo en los estados que reabran su economía, para medir la rapidez con la que los desempleados vuelven a trabajar; y b) la tasa de participación de la fuerza laboral, para evaluar la persistencia de los daños ocasionados al empleo. Un mercado de trabajo sólido, aunque no al nivel de pleno empleo de principios de 2020, será clave para valorar la capacidad de recuperación del consumo estadounidense.

A pesar de la gravedad de la recesión de la pandemia de Covid-19, creemos que la morosidad puede ser inferior al aumento que se produce en una recesión habitual, sobre todo si se tiene en cuenta la sólida economía anterior y la tasa de desempleo más baja de los últimos 50 años. El posible carácter temporal del desempleo, los niveles y la duración sin precedentes de las prestaciones públicas y la frugalidad de los consumidores probablemente contribuirán a reducir al mínimo las perspectivas de impagos en gran escala.

En última instancia, la magnitud de los impagos dependerá de la duración y la gravedad de la recesión ocasionada por la pandemia. Una fuerte recesión, pero con una reducción más rápida de la tasa de desempleo, disminuirá las perspectivas de impago. Mientras que el pico del desempleo sea pasajero, creemos que los balances de los consumidores será lo suficientemente saludable para que el consumidor estadounidense sortee una recesión relativamente corta aunque muy profunda.

TEMA DEL MES



IBRA WANE
Estratega senior de renta variable

Paralización del momentum en 2020

Importante diferenciación sectorial

Tras la temporada de publicación de resultados del primer trimestre, puede que el consenso siga siendo demasiado optimista

Con un -12 % en el S&P 500 en EE. UU. y un -35 % en el Stoxx 600 en Europa, los resultados del primer trimestre se vieron muy afectados por la pandemia, pese a que apenas comenzó a finales del trimestre. Por tanto, podemos apostar con seguridad que los resultados del segundo trimestre serán aún peores, pero también que tocarán fondo para el resto del año. Aun así, las previsiones de consenso de los resultados del segundo trimestre y de 2020-2021 parecen muy poco realistas. Por tanto, el impacto positivo de la reapertura de la economía parece estar ya descontado con creces.

Una temporada de publicación de resultados ya muy afectada por la pandemia

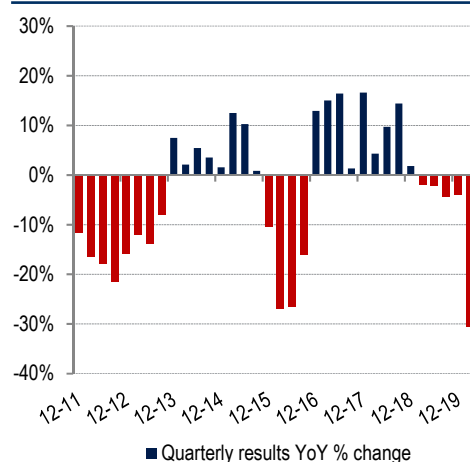
Ahora que la temporada de publicación de resultados del primer trimestre ya casi ha concluido, es hora de hacer un primer balance. Aunque la pandemia aún estaba lejos de alcanzar su punto álgido en el primer trimestre, afectó considerablemente a las cifras. Por primera vez desde 2015, los resultados trimestrales cayeron considerablemente, incluido un **12 % en el índice S&P 500** en EE. UU. y un **35 % en el Stoxx 600** en Europa.

Algo que sorprende bastante, ya que la pandemia apenas comenzó en el primer trimestre. Según la Organización Mundial de la Salud (OMS), a 31 de marzo solo se habían registrado 750 000 casos en

todo el mundo, mientras que el 12 de mayo eran ya más de 4 millones. El número de fallecidos también se ha disparado, de menos de 40 000 a casi 300 000.

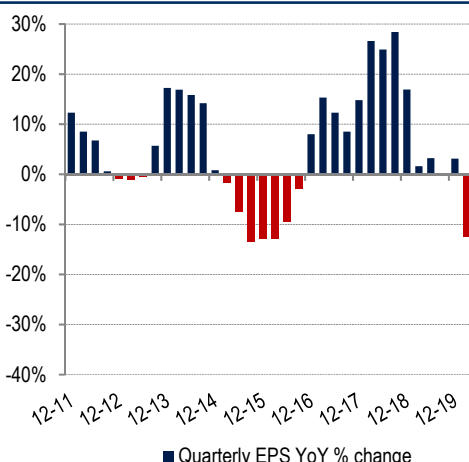
Los beneficios se desplomaron tanto en EE. UU. como en Europa, pero mucho más en el Viejo Continente, ya que se vio afectado antes por la epidemia y los consiguientes confinamientos. A 31 de marzo, Europa tenía tres veces más casos que EE. UU. (420 000 frente a 140 000) y cinco veces más víctimas (11 591 frente a 2398). Es probable que estas proporciones se reequilibren en el segundo trimestre, ya que a partir de abril EE. UU. se convirtió en el nuevo epicentro de la pandemia.

1. Resultados trimestrales del Stoxx 600



Source: IBES, Amundi Research

2. Resultados trimestrales del S&P 500



Source: IBES, Amundi Research

Dos tipos de resultados, dependiendo del sector

Otra cosa que llama la atención de las cifras del primer trimestre es la marcada diferencia entre dos tipos de sectores, tanto en Europa como en EE. UU.

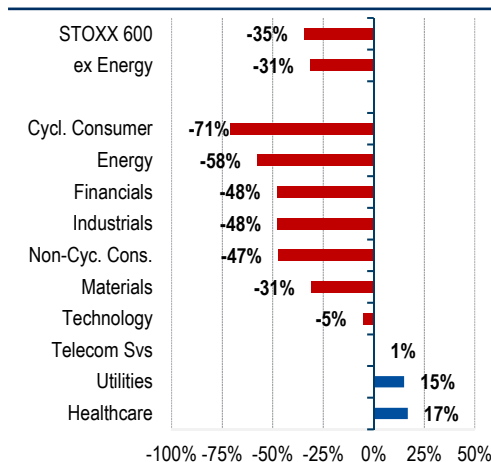
Los sectores más resistentes en Europa fueron el de salud, suministros públicos, telecomunicaciones y, en menor medida, tecnologías, los cuales, de un modo u otro, lograron mantener sus cifras estables o incluso mejorarlas en el primer trimestre. **En el extremo opuesto**, los sectores industrial, financiero, energético y de consumo cíclico sufrieron caídas de entre un -45 % y un -60 %, con pocas diferencias en EE. UU.

Esto se debe principalmente a la **desvinculación entre sectores cíclicos y defensivos, pero no es la única razón**. La **energía** se considera normalmente un sector defensivo, pero sus resultados se hundieron en el primer trimestre, después del desplome de los

precios del petróleo por la debilidad de la demanda mundial y la incapacidad de la OPEP, Rusia y los productores de EE. UU. para acordar restricciones a la producción. Por el contrario, las **tecnologías**, un sector cíclico, resistieron mejor, impulsadas por el auge del teletrabajo y las compras por Internet, el mayor uso de las redes y los precios más altos de las memorias. Sin embargo, la paralización afectó especialmente a otros sectores. De ahí que algunos sectores normalmente muy cíclicos, como **el transporte aéreo, el automóvil y la hostelería, la restauración y el ocio** quedaran totalmente paralizados. Y el **sector financiero**, que había empezado a acelerarse en los últimos trimestres, cayó por las provisiones que tuvo que realizar ante la esperada debilidad de los prestatarios.

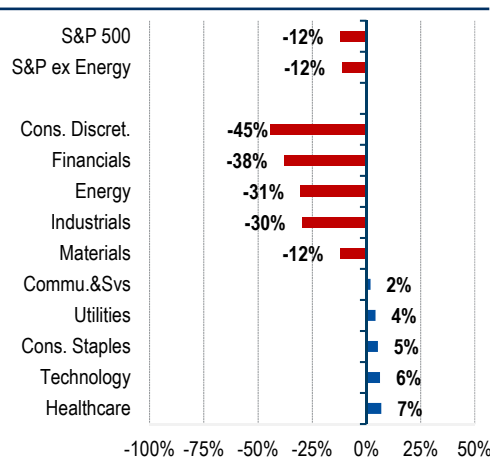
TEMA DEL MES

3. Stoxx 600: Beneficios del primer trimestre de 2020, (% de variación interanual)



Source: IBES as May 12 2020, Amundi Research

4. S&P 500: Beneficios del primer trimestre de 2020, (% de variación interanual)



Source: IBES, Amundi Research, as May 12 2020

El ritmo de revisión del consenso de 2020 se ha acelerado...

Tras un comienzo relativamente lento, **las revisiones a la baja del consenso de beneficios se han acelerado considerablemente desde mediados de febrero**. Por ejemplo, las previsiones del **primer trimestre** para el Stoxx 600 fueron rebajadas sucesivamente del **10 %** a 1 de enero al **3 %** a mediados de febrero, al **-13 %** a finales de marzo y a **-35 %** el 12 de mayo. De igual modo, las **previsiones para todo el año 2020** fueron rebajadas de **+8 %** el 1 de enero a **-25 %** el 12 de mayo.

Este **cambio de marcha** ha seguido las diversas fases de la pandemia. **Al principio del año**, el mercado seguía ignorando el virus y se centraba en la distensión en la guerra comercial entre China y EE. UU.

A partir de entonces, tras las primeras noticias de Wuhan **a mediados de enero**, los inversores creyeron que la epidemia estaría relativamente localizada y que solo tendría un impacto indirecto a través de las cadenas de valor.

Luego, **desde mediados de febrero hasta mediados de marzo**, cuando se registraron los primeros casos en Europa, especialmente en Italia —donde el número de casos confirmados aumentó de 3 a 24 700 y el número de muertes de 0 a 1800—, el ritmo de las revisiones se aceleró.

Sin embargo, no fue hasta **la segunda mitad de marzo**, con la imposición de las medidas de confinamiento, que el consenso comenzó realmente a cuantificar el impacto de la pandemia y las previsiones macro y microeconómicas cayeron en picado.

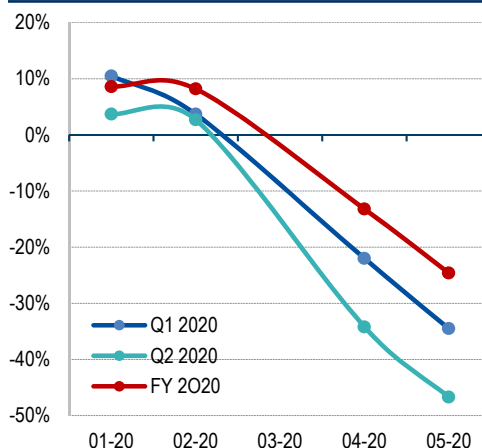
...pero ni mucho menos lo suficiente

Las revisiones de los beneficios han acelerado su ritmo, pero todavía no creemos que reflejen plenamente en la gravedad de la recesión que acaba de empezar; aunque sigue habiendo algún debate sobre cuánto tiempo durará, ya no hay ninguna duda sobre la intensidad de la misma: se perfila como la peor desde la II Guerra Mundial.

Para todo el año 2020, el FMI prevé una contracción del 3.0 % del PIB mundial, incluyendo un -5.9 % en EE. UU. y un -7.5 % en la zona euro, comparado, respectivamente, con el -0.1%, -2.5 % y -4.5 % durante

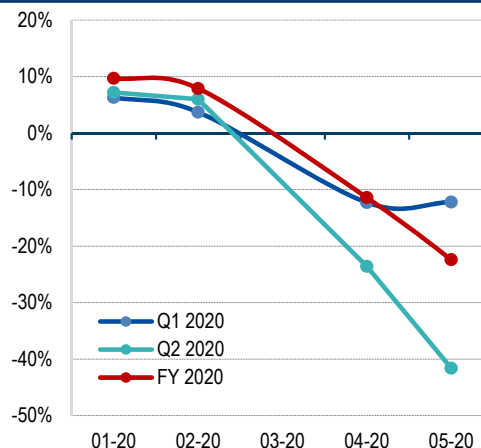
Las revisiones de los beneficios se han acelerado... pero todavía hay un largo camino por recorrer

5. Stoxx 600 a lo largo del tiempo



Source: IBES, Refinitiv as May 12 2020

6. Estimaciones de beneficios del S&P 500 a lo largo del tiempo



Source: IBES, Refinitiv as May 12, 2020

TEMA DEL MES

*Cuestiones
excepcionales lastrarán
aún más los resultados*

la crisis financiera global de 2009. Los economistas de Amundi son igual de pesimistas en sus rangos de previsión, con un escenario central del -2.4 % al -3.9 % a nivel mundial, incluido un -4.5 % a -6.5 % en EE. UU. y un -7.5 % a -10.2 % en la zona euro.

Dado que los beneficios por acción durante la gran crisis financiera de 2009 cayeron un 35 % en EE. UU. y un 47 % en Europa, es difícil ver cómo esta vez los beneficios del S&P 500 y el Stoxx 600 disminuirían solo un 22% y un 25%, respectivamente, durante todo el año.

Cuesta más imaginar, dado que no habrá un efecto base favorable para amortiguar el shock, como hubo en 2009. Por aquel entonces, los beneficios ya habían empezado a caer en el cuarto trimestre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, mientras que el Covid-19 empezó a desarrollarse plenamente en el primer trimestre de 2020.

Mientras que los resultados del primer trimestre de 2020 ya se han desplomado, el segundo trimestre será el momento de la verdad. A pesar de las prisas por realizar revisiones a la baja, las previsiones de consenso del segundo trimestre (-47 % en Europa y -42 % en EE. UU.) siguen siendo excesivamente optimistas. Mientras que en Europa bastaron 15 días de confinamiento (de media) en el primer trimestre para reducir los beneficios en un 35 %, cuesta ver cómo 45 días en el segundo trimestre provocarían una caída de solo un 47 %. En EE. UU., los resultados del segundo trimestre deberían resistir mejor que en Europa, dado el predominio de empresas disruptivas más capaces de funcionar a distancia. Aún así, cabe no exagerar dicha capacidad de resistencia, y la cifra de -12 % del primer trimestre no es un buen indicio, ya que las medidas de confinamiento aún no habían comenzado en EE. UU., mientras que en el segundo trimestre se espera que hayan durado casi seis semanas, igual que en Europa.

Pasar de los pronósticos trimestrales a una perspectiva de dos años depara aún más sorpresas. Por ejemplo, el consenso del Stoxx 600 es de un descenso acumulado de sólo el 1.5 %, basado en una caída inicial del 23 % en 2020, seguido de un repunte del 28 % en 2021. Y lo mismo sucede con el S&P 500, donde, según las previsiones del consenso (-21 % en 2020 y +28 % en 2021), los resultados de 2021 serían incluso algo superiores a los de 2019 (+0.9 %). En ambos casos, todo esto parece aún más

improbable ya que, incluso con un repunte después de 2020, es poco probable que el **PIB real** de estas dos regiones vuelva a su **punto de partida** hasta 2022 en EE. UU. y 2023 en Europa.

Prevedemos una caída inicial más profunda de los beneficios del Stoxx 600 (-60 %), seguida de un repunte menos fuerte, lo que supondría un descenso acumulado del 15 % en dos años.

Llegamos a esta conclusión basándonos en las cuentas agregadas del Stoxx 600 y en un **análisis exhaustivo del apalancamiento**, teniendo en cuenta a su vez los cambios en los ingresos principales, los costes fijos y variables y las probabilidades de reestructuración. El motivo es que, durante episodios de tal gravedad, es mejor confiar en un enfoque analítico que en las correlaciones convencionales (como los beneficios y el PIB, etc.), que llegan rápidamente a sus límites en situaciones extremas; por definición, son poco numerosas, pero pueden sesgar considerablemente la calidad de la correlación.

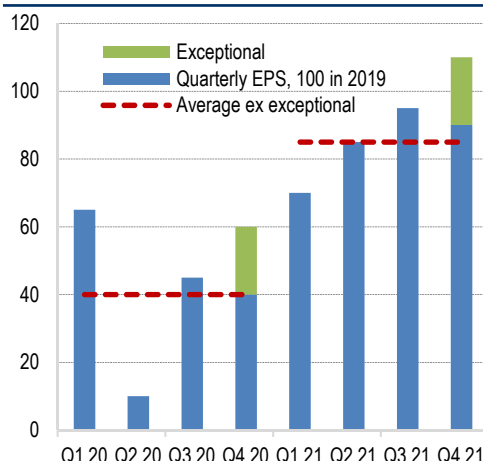
El gráfico siguiente desglosa las previsiones trimestrales hasta finales de 2021. Se espera que los resultados alcancen **un incremento secuencial** tras tocar fondo en el segundo trimestre de 2020. Sin embargo, tanto el cuarto trimestre de 2020 como el cuarto trimestre de 2021 podrían verse afectados por fuertes **gastos excepcionales**.

Además de los retos logísticos que surgen tras el confinamiento (transporte, vuelta de empleados y reorganización de oficinas y zonas de recepción pública, etc.) que deberían mantenerlas ocupadas hasta el verano, **seguidos por mayores esfuerzos este otoño**, se espera que varias empresas anuncien **planes de productividad** a finales de este año para ajustarse al nuevo entorno. Dado el tiempo que se necesita para dar un paso atrás y la enormidad del desafío que se plantea, es probable que se necesite una segunda fase a finales de 2021, con medidas de carácter más estructural.

Conclusión: la esperada recuperación ya está prácticamente descontada.

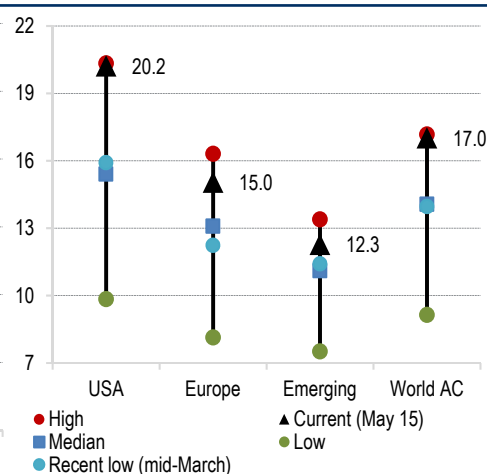
Pronto deberíamos tener la confirmación de que la economía europea tocó fondo de verdad en abril y mayo, y que debería empezar a mejorar en junio, a medida que se levantan gradualmente las medidas de confinamiento. Sea como fuere, y dada

7. Stoxx 600 Previsiones trimestrales BPA (EPS "Earning per share")



Source: Amundi Research

8. Precio-beneficio futuro a 12 meses durante el ciclo (2008-2020)



Source: Datastream, Amundi Research

TEMA DEL MES

la contundencia con que los mercados de valores se han recuperado de sus mínimos de mediados de marzo, esta esperada recuperación ya está prácticamente descontada.

Incluso con unos ratios de valoración ya altos (precio-beneficio futuro a 12 meses a ambos lados del Atlántico en sus máximos de 12 años o casi), **solo subirán** si, como esperamos, las previsiones para los próximos trimestres se revisan aún más a la baja. Así, solo en Europa, donde nuestra revisión fue mayor, el consenso tendría que reducirse un 14 % en total para 2021.

Por lo tanto, esto frenaría el potencial alcista

de los mercados de renta variable y haría que la senda hacia un repunte sostenido resultase caótica y dependiese de las extensiones en las medidas de apoyo y/o de los avances sanitarios.

Finalizado el 20/5/2020

ESCENARIOS CENTRAL Y ALTERNATIVOS

Actualización mensual

Mantenemos el relato general de la pandemia, confirmando las probabilidades asignadas a los escenarios base y alternativos.

ESCENARIO BAJISTA Forma L

20 %

- **Prolongación de la pandemia hasta mediados de 2021**, con lentitud de los avances médicos y una segunda oleada de brotes a finales de 2020.
- **Las medidas de confinamiento nacional se amplían** conforme aumentan las muertes.
- **Una recesión global profunda y prolongada provoca una depresión.** La demanda y la actividad económica se desploman, incluso más allá del impacto directo de la emergencia de salud pública.
- **Monetización total de la deuda** a escala global, con un fuerte aumento de la deuda pública y el aumento de los balances de los bancos centrales.
- **Pérdida de producción potencial** de empresas en quiebra.
- Largo periodo de **represión financiera** (mediante la regulación y las políticas de tipos de interés cero).
- **Las enormes quiebras y el aumento de los costes del desplome de las empresas** minan la confianza en el sector bancario y provocan inestabilidad financiera.
- **El estancamiento secular** vuelve a situarse en el foco y **la desglobalización se convierte en la nueva normalidad.**

ESCENARIO CENTRAL Forma con base U

50 %

- *Shock* temporal, pero prolongado:
 - **la pandemia no termina al final del segundo trimestre de 2020** (la tasa de mortalidad desciende, pero la enfermedad no desaparece);
 - las **medidas de confinamiento nacionales tienen una duración limitada**, la epidemia se controla finalmente en el tercer trimestre);
 - crisis sanitaria y económica en mercados emergentes vulnerables (África y sur de Asia).
- **Profunda recesión global en el primer, segundo y tercer trimestres de 2020**, con diferentes velocidades e intensidad en las distintas regiones y mayores niveles de desempleo.
- **Lenta recuperación gradual a principios del cuarto trimestre de 2020** (efectos de histéresis y crecimiento lento), seguida de un **repunte en 2021** (impulsado principalmente por el efecto de base y medidas de estímulo).
- Las «**bazucas**» de los bancos centrales y gobiernos consiguen calmar los espíritus animales (factor miedo) a corto plazo (segundo trimestre) y **preservan los ingresos y las empresas** (con diferencias entre regiones).
- **Los impagos corporativos aumentan en 2020**, con una reducción de las condiciones financieras y una caída de los beneficios, junto con la caída del precio del petróleo. Gran fragmentación de los mercados de crédito y problemas de solvencia que se agravan en 2021.
- **La inversión de la tendencia en el sector industrial se produce después de la de los servicios.**
- La **recuperación china** se ve frenada por la reducción de la demanda con respecto al resto del mundo.
- Ciertos factores de estancamiento se materializan (**desglobalización**).

ESCENARIO ALCISTA Forma U

30 %

- **Shock limitado en el tiempo, la pandemia** se controla en el segundo trimestre de 2020.
- **Recesión profunda, pero breve**, principalmente en el primer semestre de 2020, con una rápida recuperación del mercado laboral.
- Los bancos centrales y las **medidas fiscales coordinadas** globales ayudan a reavivar la economía, que vuelve a su nivel anterior a la crisis ya en 2021.
- **Cambio de tendencia** en los sectores industrial y de servicios.
- **Número reducido de impagos bancarios**, gracias al respaldo de los gobiernos y las medidas de liquidez de los bancos centrales.
- La demanda contenida aparece.
- **Crecimiento por encima del potencial en 2021** y posiblemente en algunos países a partir de principios del segundo semestre de 2020.

Nuestra perspectiva sobre el Covid-19

China ha afirmado que ha ganado la batalla contra el Covid-19 y su economía parece estar de nuevo en marcha. Aunque todavía es posible una segunda ola, por ahora China, Japón y otros países asiáticos han gestionado con éxito los nuevos focos. **Las medidas de confinamiento se van levantando gradualmente en toda Europa y EE. UU.**, mientras que la tasa de fallecimientos diarios de pacientes diagnosticados con el virus sigue disminuyendo.

En el momento de escribir este artículo, unos 5.5 millones de personas se han contagiado y 350 000 han fallecido según las cifras oficiales, un tercio de las cuales proceden de EE. UU. Brasil, cuyos hospitales están saturados, y Rusia cuenta con más de 350 000 casos cada uno, con una tasa de mortalidad relativamente baja. Sin embargo, las estadísticas son cada vez menos fiables, a medida que el virus se va extendiendo por los países emergentes.

Aunque la posibilidad de encontrar un medicamento o una vacuna apropiados son cada vez mayores, ya que varios estudios médicos están mostrando unos resultados alentadores, todavía no hay tratamiento para la enfermedad. Por tanto, el distanciamiento social, el confinamiento parcial o completo y la disponibilidad de mascarillas, test y desinfectante para las manos son los principales factores para contener el brote. Las fronteras permanecen en su mayor parte cerradas, incluso dentro del espacio Schengen de la UE, y los países avanzados compiten por equipos médicos, medicamentos y una posible vacuna. La desigualdad en el acceso a una vacuna será probablemente **una fuente de tensiones geopolíticas** en el futuro.

RIESGOS PRINCIPALES

Actualización mensual

Los riesgos se han agrupado para facilitar la detección de estrategias de cobertura, pero evidentemente están relacionados. Aunque confirmamos el relato general sobre las perspectivas, la pandemia ha agravado las debilidades y vulnerabilidades existentes, mientras que nuestro radar detectó más riesgos: las probabilidades de los riesgos financieros y geopolíticos están a punto de aumentar.

RIESGO ECONÓMICO	RIESGO FINANCIERO	RIESGO (GEO)POLÍTICO
10 %	15 %	15 %
Probabilidad	Probabilidad	Probabilidad
Depresión - El Fondo Europeo de Recuperación llega demasiado tarde y su aplicación carece de impulso. Esto fragiliza la posición del BCE, ya que las divergencias económicas se agravan. - La pandemia continúa con un segundo brote y un aumento del número de fallecidos, lo que provoca una nueva imposición de las medidas de confinamiento. Una recesión mundial larga y profunda: la demanda sigue siendo moderada, ya que el desempleo continúa alto desde el punto de vista histórico. El peso insostenible de la deuda tras las medidas de emergencia a las crisis provoca una crisis de deuda soberana. Aumento del riesgo de impago y crecientes debilidades de los mercados emergentes (exportadores de una sola materia prima, turismo).	Inestabilidad financiera Creciente vulnerabilidad de las empresas, problemas de solvencia y aumento de los riesgos de impago (superior al 15 % o incluso al 20 %). Contagio al sector bancario y agravamiento del riesgo financiero, con un gran número de impagos debido a la recesión global y la inestabilidad financiera. Ineficacia de las políticas de los bancos centrales: los rendimientos de los bonos a largo plazo del Tesoro de EE. UU. suben, a pesar de la expansión cuantitativa de la Fed, con un bajo repunte en los mercados primarios (en la zona euro podría ocurrir lo mismo). Revisiones a la baja de calificaciones, crisis de la balanza de pagos e impago de créditos, como resultado de una excesiva relajación de la política por las vulnerabilidades fiscales y externas existentes.	El Covid-19 agrava las tensiones políticas - Aparecen fisuras entre EE. UU. y China en muchos ámbitos, desde la respuesta al Covid-19 al comercio y la tecnología. - La UE no logra acordar y/o aplicar el Plan de recuperación, lo que a largo plazo pondría en duda la integración política. Elecciones estadounidenses: un discurso de campaña más agresivo se deja sentir en el mercado. El resultado de las elecciones provoca bloqueos políticos. - Un resurgimiento del coronavirus provoca la aparición de intereses (y objetivos) de seguridad económicos y nacionales, lo que da lugar a nueva serie de conflictos políticos - El Reino Unido avanza hacia un Brexit duro
+ Liquidez, bonos ligados a inflación, dólar estadounidense, defensivos frente a cíclicos	+ CHF/AUD, JPY (AUD, NZD, CAD), CDS, opciones, vol. mín.	+ Deuda pública de mercados desarrollados, liquidez, oro, bonos ligados a inflación, volatilidad, calidad
- Petróleo, activos de riesgo, materias primas divisas, exportadores de divisas locales de mercados emergentes	- Petróleo, activos de riesgo, mercados frontera y salidas de capitales	- Petróleo, activos de riesgo, EMBI

Metodología

— Escenarios

Las probabilidades reflejan la posibilidad de regímenes financieros (escenario central, bajista y alcista) que están condicionados y definidos por nuestras previsiones macroeconómicas. Utilizamos el algoritmo de agrupación k-medias en nuestro conjunto de datos macroeconómicos ampliado, dividiendo las observaciones en la agrupación K, donde K representa la mayor parte de la variabilidad en el conjunto de datos. Las observaciones pertenecen a una agrupación u otra en función de sus similitudes. La clasificación de las observaciones en las agrupaciones k se obtiene minimizando la suma de las distancias euclidianas al cuadrado entre las observaciones y los centroides de las agrupaciones, es decir, los valores de referencia de cada agrupación. Cuanto mayor sea la distancia, menor serán las probabilidades de pertenecer a un régimen determinado. Finalmente, se aplica la superposición cualitativa del GIC.

— 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.

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

CONTEXTO ECONÓMICO

- El consenso mundial ha alcanzado nuevos mínimos, incluso más allá de los niveles de la crisis financiera global; las sorpresas económicas mundiales, medidas por el Citi ESI, parecen haber comenzado a revertirse algo.
- Es posible que el consenso se revise aún más a la baja, ya que en las próximas semanas podría surgir una nueva serie de datos negativos, pero la corrección que ya se ha producido en muchos países puede dejar cierto margen para sorpresas económicas positivas, dadas las expectativas tan bajas y pesimistas.

FUNDAMENTALES Y VALORACIÓN

- Esperamos que los beneficios disminuyan en los trimestres segundo y tercero de este año y se recuperen en 2021.
- En general, el potencial alcista del caso central no es lo suficientemente grande como para contrarrestar la posible caída adicional del escenario de riesgo bajista.
- Valoración: Los precios-beneficios están muy lejos de indicar posibles niveles de entrada (precio-beneficio del S&P 500 en 17 y del Euro Stoxx 600 en 15 para 2020).

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS DEFENSIVA

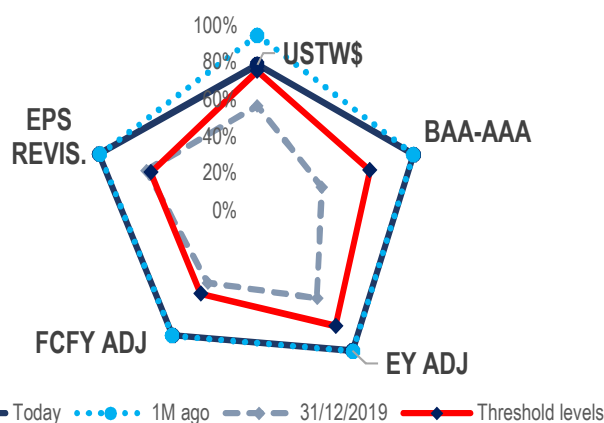
FACTORES TÉCNICOS

- Basándose en **señales tácticas (es decir, factores técnicos)** además de los indicadores de sentimiento puro), el contexto sigue siendo muy dispar. A pesar de las señales positivas de los factores técnicos (es decir, el impulso, con puntuaciones a medio plazo que alcanzan la puntuación positiva de lectura a corto plazo que se mostraba el mes pasado), **los indicadores de sentimiento siguen indicando un entorno de riesgo negativo.**

SENTIMIENTO

- Cuando se examinan las condiciones financieras (que siguen siendo estrictas, pero se han suavizado en respuesta a la intervención de los bancos centrales), los indicadores de la solidez del sistema bancario (Ted, Libor, papel comercial) ya han retrocedido a casi mínimos de 10 años. En realidad, los bancos han recibido una enorme cantidad de liquidez. La pregunta es: ¿la van a hacer circular en el sistema, independientemente del riesgo? Desde el punto de vista de los flujos (datos de State Street), el estado de ánimo ha sido «neutral+» en abril y en la primera mitad. En efecto, analizando a fondo el indicador Behavioral Risk Scorecard (BRS), de hecho, parece que «la voz de la calle» no ha cambiado: Es difícil luchar contra los bancos centrales, independientemente de la certidumbre sobre el futuro.

Los umbrales de señales Cross Asset (CAST) rozan máximos



Amundi Research, Data as of 15 May 2020

CAST señala una percepción de riesgo sumamente alta.

Las señales ondean por encima ante tensiones persistentes en los títulos de crédito de baja calidad, según lo indicado por el diferencial de Moody's (AAA↘, Baa↘). Las revisiones del beneficio por acción siguen a la baja, marcando mínimos históricos.

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 repositionar nuestra asignación de activos táctica. Cuando se detectan umbrales sólidos, 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 Escalada de las tensiones entre China y EE. UU.

Las tensiones entre China y EE. UU. se agravaron por el creciente discurso sobre el papel de China en la gestión de la pandemia. Las tensiones relacionadas con los aranceles y las medidas arancelarias adicionales (como contra Huawei) provocarán represalias por parte de China, echando por tierra los esfuerzos anteriores. China podría reaccionar, por ejemplo, en el ámbito de las divisas: hemos previsto un escenario de riesgo, en el que el USD/CNY alcance un máximo a 7.30 desde una base de 7.15. Más en general, el Covid-19 podría agravar las actuales tensiones comerciales y convertirlas en un conflicto más estructural, lo que provocaría una «guerra fría».

2 Mercado laboral

EE. UU.: en esta primera fase, la pérdida de empleo se concentró en los sectores de primera línea (es decir, los relacionados con los servicios y la hostelería), en las pequeñas y medianas empresas, en los sectores y salarios con menores salarios. Se ha producido un cambio en la composición del conjunto y el cálculo de los ingresos medios por hora, que han aumentado considerablemente. Algunos desempleados han sido despedidos temporalmente. Actualmente, la tasa de desempleo del 14.7 % podría estar infravalorando la magnitud total de los daños, que se harán visibles en los próximos meses (efectos secundarios con daños económicos más profundos). Estimamos que unos 30 millones de empleos están en riesgo, que el desempleo podría aumentar hasta casi el 22 % y luego disminuir gradualmente (tras llegar a su punto máximo en el segundo y tercer trimestre). Estén atentos a: las solicitudes continuas (si disminuyen y de qué manera en los estados que están reabriendo su economía) y las tendencias de la tasa de participación de la fuerza laboral (si sigue siendo débil o no; es decir, las personas que vuelven a buscar empleo).

La economía de **China** se está recuperando (según evidencias macro y microeconómicas), lo que demuestra que lo peor para el sector servicios ha quedado atrás, mientras que siguen aumentando las presiones sobre el empleo en el sector industrial. Teniendo en cuenta estos dos factores, es probable que la tasa de desempleo se sitúe ligeramente por debajo del 6 % a corto plazo. El peor dato fue del 6.2 % en febrero.

3 El fallo del Tribunal Constitucional alemán

El fallo del Tribunal Constitucional alemán pone en cuestión la arquitectura jurídica de la UE. Las repercusiones políticas suponen amenazas mayores que un impacto a corto plazo en la política monetaria y la economía.

La mejor estrategia es que el BCE no reaccione, sino que reconozca el fallo y siga actuando como siempre. De no ser así, probablemente allanaría el camino para que otros tribunales nacionales cuestionen la legitimidad del marco legal de la UE.

4 Mayores necesidades de financiación

El aumento de las necesidades de financiación provocará desajustes de mercado y presiones sobre los tipos. El margen para subir los tipos es limitado, ya que los bancos centrales monetizarán la oferta de deuda adicional y los bonos a corto y largo plazo (la Fed comprará una cantidad ilimitada de bonos del Tesoro y MBS; el BCE aumentará el tamaño del PEPP). El escenario base es que la curva se aplane por las sombrías expectativas económicas y de inflación.

5 Mercados de renta variable

Los mercados bursátiles descuentan una realidad más cercana al escenario alcista, en medio de un entorno deprimido para el crecimiento del beneficio por acción. Las valoraciones han aumentado por la decisión de los bancos centrales de hacer «lo que sea necesario» y la relajación de las condiciones financieras. Teniendo en cuenta las respuestas políticas y los confinamientos, mantenemos nuestra preferencia estratégica por los activos de riesgo, pero el impulso de las valoraciones no ofrece el mejor potencial alcista actualmente. Recomendamos no apostar por la renta variable y en su lugar optar por la relativa seguridad del *investment grade*.

Brexit: aumentan las probabilidades de un Brexit sin acuerdo

Dado que la tercera fase de negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea no ha mostrado avances significativos, ambas partes se enfrentan al riesgo cada vez mayor de un *Brexit* sin acuerdo. En efecto, estamos a pocas semanas de que venza el plazo de fin de junio, en el que el Reino Unido todavía puede solicitar una prórroga de las negociaciones, a lo que se ha negado hasta ahora. La **crisis del Covid-19 provocó algunos retrasos**, pero las negociaciones se reiniciaron por videoconferencia. La última ronda se cerró con un intercambio de amargas palabras entre el negociador de la UE, Michel Barnier, y el representante del Reino Unido, David Frost, destacando un desacuerdo en puntos importantes como la regulación en materia medioambiental, social y de gobierno corporativo, la denominada «**igualdad de condiciones**». Otras cuestiones siguen sin estar claras, como la solución para evitar una frontera dura en Irlanda o la normativa en materia de inmigración.

Las causas del malentendido son profundas. De hecho, la UE sigue tratando de forjar un acuerdo, lo que permitiría al Reino Unido un amplio acceso al mercado único con las obligaciones que ello conlleva, mientras que el Reino Unido pide básicamente una relación basada en un acuerdo comercial con ligeras obligaciones y sin supervisión por parte de la UE.

El reloj está en marcha. Está previsto que el Consejo Europeo previsto para los días 18 y 19 de junio aborde el nuevo tratado con el Reino Unido, y siete meses parecen un periodo de tiempo sumamente corto para cerrar un acuerdo y lograr su aprobación por los 27 Estados miembros. A menos que ambas partes modifiquen su postura y el Reino Unido solicite una prórroga, cada vez es más probable que los británicos, que salieron de la UE el 30 de enero, se queden sin un acuerdo comercial con su principal socio económico el 31 de diciembre de 2020. Sin embargo, el año pasado, tras unas negociaciones muy tensas, ambas partes optaron finalmente por el pragmatismo y firmaron el acuerdo de salida entre la UE y el Reino Unido.

PERSPECTIVAS DE LA CLASE DE ACTIVOS DE AMUNDI

	Clase de activos	Perspectivas	Cambio en 1 mes	Justificación
PLATAFORMA DE RENTA VARIABLE	EE. UU.	-/=		La correlación entre los datos económicos (débiles) y la rentabilidad del mercado (positiva) nunca ha sido tan baja y los mercados descuentan una rápida recuperación demasiado optimista en nuestra opinión. Creemos que las previsiones de beneficios seguirán disminuyendo y nos mantenemos a la defensiva. Sin embargo, esta prudencia no debe confundirse con una postura positiva a largo plazo, ya que la renta variable estadounidense presenta valoraciones razonables con respecto a su coste de capital. Además, el rendimiento por dividendo de las acciones estadounidenses es superior al rendimiento del bono del Tesoro a 10 años, lo que es muy raro.
	Europa	-/=		El «repentino parón» económico sin precedentes ya ha afectado a la oferta y la demanda, en un entorno de escasa incertidumbre y diversos resultados posibles. Por tanto, la prudencia está justificada y recomendamos a los inversores que equilibren los riesgos a corto plazo y las oportunidades a largo plazo manteniendo la disciplina del proceso, centrándose en la selección de valores y asegurando una liquidez adecuada.
	Japón	=		Las valoraciones de las empresas siguen estando por debajo de sus medias a largo plazo y los balances tienen poco apalancamiento; pero, la recesión actual y la débil demanda mundial afectarán a los beneficios. Tenemos una perspectiva neutral.
	Mercados emergentes	=		Somos prudentes en general y nos centramos en los países que se encuentran en una fase avanzada del ciclo del coronavirus (China, Taiwán, Corea del Sur) y en los países con un crecimiento interno resistente y avanzados en las reformas estructurales (EMEA, India). Sin embargo, ante la persistencia de las incertidumbres mundiales y la inminencia de nuevas tensiones comerciales, podría haber obstáculos.
PLATAFORMA DE RENTA FIJA	Deuda pública estadounidense	=/+		La demanda de bonos del Tesoro estadounidense sigue siendo fuerte, respaldada por el programa de expansión cuantitativa y el flujo de capitales extranjeros extranjero entrantes. Mientras que en la última reunión del Comité Federal de Mercado Abierto el tipo oficial se mantuvo sin cambios, el Congreso de EE. UU. aprobó medidas fiscales adicionales que han producido un estímulo fiscal total de casi 3 billones de dólares. El programa de emisiones, incluidos los bonos de larga duración, hará que el mercado absorba una mayor duración.
	Deuda corporativa IG de EE. UU.	=/+		Los diferenciales del <i>investment grade</i> se han estrechado y los mercados han absorbido una emisión récord de bonos corporativos, con el respaldo de la continua expansión cuantitativa. Dada esta reducción de los diferenciales y la elevada incertidumbre (social, económica y de mercado), cada vez es más importante actuar de forma selectiva. Sin embargo, las valoraciones atractivas ofrecen perspectivas de rendimiento convincentes para los próximos uno o dos años.
	Deuda corporativa HY de EE. UU.	-		La medida de la Fed de ampliar por sorpresa el alcance de sus programas de compra de títulos corporativos a principios de abril para incluir «ángeles caídos» por la crisis, así como fondos cotizados (ETF) que invierten en <i>high yield</i> , respaldó la actividad y la reducción de los diferenciales. A pesar de todo eso, seguimos siendo muy prudentes y nos centramos en la calidad, ante la probabilidad de que la recuperación económica sea lenta.
	Deuda pública europea	-/=		Nos mantenemos prudentes y esperamos a ver la acogida que tiene entre otros Estados miembros de la UE el reciente acuerdo entre Francia y Alemania para adoptar un fondo de recuperación. Seguimos siendo ligeramente constructivos con respecto a los bonos periféricos.
	Deuda corporativa IG Euro	++		El <i>investment grade</i> Euro debería beneficiarse del actual entorno de normalización y del gran respaldo de liquidez del BCE. Somos positivos con respecto al <i>investment grade</i> Euro, especialmente sobre la deuda subordinada del sector financiero.
	Deuda corporativa HY Euro	-/=		Seguimos siendo selectivos en sectores industriales como el automovilístico, así como en el farmacéutico y el de los medios de comunicación. En general, pensamos que la liquidez se está estabilizando, pero continúa siendo escasa en el actual entorno de mercado.
	Bonos de mercados emergentes HC	=/+		El Covid-19 y la dinámica del petróleo están determinando el contexto económico de los mercados emergentes y, en general, hemos sido optado por la prudencia. Seguimos siendo positivos con respecto a la deuda en moneda fuerte, en la que tenemos una posición constructiva en ciertos títulos <i>high yield</i> , y creemos también que algunas ofertas del mercado primario <i>investment grade</i> son atractivas.
OTROS	Materias primas			Las materias primas cíclicas no se ven respaldadas por el contexto económico, debido al confinamiento mundial, y el petróleo está sufriendo el mismo destino. Aunque los precios del petróleo se beneficiarán de la reanudación de la actividad económica, los mercados siguen descontando un enorme exceso de oferta estructural y un escenario de no recuperación. En este contexto, el oro sigue siendo gran beneficiado, ya que se ve favorecido a la vez por la incertidumbre económica, los crecientes déficits públicos y los programas de compras de la expansión cuantitativa de los bancos centrales.
	Divisas			Aunque las medidas de los bancos centrales y los gobiernos han ayudado a contener el riesgo de crédito y a aliviar las condiciones financieras, el dólar estadounidense resistió bien, con una depreciación visible solo frente a unas pocas monedas. Además, si nos fijamos en los fundamentales, el índice del dólar estadounidense (DXY) cotiza con prima con respecto a su valor razonable. Sin embargo, las valoraciones no funcionan adecuadamente en tiempos de incertidumbre y cuando se hunden las expectativas de crecimiento. El euro se ha comportado peor, ya que el crecimiento de la zona euro se está hundiendo (más que el de EE. UU.) y el resultado del fallo del tribunal alemán se ha dejado sentir. Pero el acuerdo franco-alemán sobre un fondo de recuperación podría ser positivo. Nuestro objetivo a 12 meses para el tipo de cambio EUR/USD es 1.14.

LEYENDA

--- -- - = + ++ +++

Negativa Neutral Positiva

▼ ▲

Revisión a la baja con respecto al mes anterior Revisión al alza con respecto al mes anterior

Fuente: Amundi, a 25 de mayo 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 de categoría de inversión; 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 (%)	Crecimiento del PIB real %			Inflación (IPC interanual, %)		
	Datos a 20/5/2020					
	2019	Horquilla 2020	2021	2019	2020	2021
Mundo	3.1	-4.1/-2.7	3.9/5.1	3.0	2.4	2.5
Países desarrollados	1.7	-7.6/-5.8	3.1/4.7	1.5	0.7	1.0
EE. UU.	2.3	-6.5/-4.5	2.5/4.5	1.8	1.0	1.0
Japón	1.2	-4.9/-4.3	2.0/2.6	0.7	0.1	0.5
Reino Unido	1.4	-9/-7	3.0/5.0	1.8	1.2	1.4
Zona euro	1.2	-10.2/-7.5	3.6/5.6	1.2	0.6	1.1
Alemania	0.6	-9.5/-7.5	3.4/5.4	1.5	0.7	1.2
Francia	1.2	-10.6/-7.0	4.3/6.0	1.3	0.6	1.1
Italia	0.3	-10.7/-7.8	2.9/4.9	0.7	0.1	1.0
España	2.0	-10.4/-7.9	3.5/5.5	0.7	0.3	1.0

Fuente: Análisis de Amundi

- **Estados Unidos:** la crisis del coronavirus ha provocado un gran desplome de la economía estadounidense, con graves trastornos en las empresas y despidos masivos. El desempleo se ha disparado hasta los dos dígitos (14.7 %), la confianza tanto del consumidor como de las empresas se ha hundido y la inflación del consumo ha empezado a reflejar las consecuencias de las medidas de confinamiento, con una caída del IPC general hasta el 0.3 % anual (frente al 1.5 % anterior). El momento y el perfil de la recuperación son todavía muy inciertos, pero creemos que el PIB se contraerá entre un 4.5 % y un 6.5 % interanual, con una inflación que seguirá siendo muy moderada, con importantes riesgos de caer a negativo durante el año.
- **Zona euro:** la economía europea ha sufrido una grave contracción, como atestiguan los terribles datos preliminares del PIB del primer trimestre, que son aún más preocupantes, dado que en varios países el confinamiento no comenzó hasta las últimas semanas del trimestre. Creemos que la economía de la zona euro se contraerá entre el -7.5 % y el -10 % en 2020. Las medidas de confinamiento han empezado a relajarse en algunos países y pronto lo harán en la mayoría; esto debería propiciar un cierto repunte al reabrirse la actividad, pero no esperamos una recuperación en forma de «V». La inflación seguirá siendo moderada y existirá el riesgo deflacionista, debido a los precios de la energía y a la debilidad de la demanda. La inflación del índice de precios al consumo (IPC) armonizado de la zona euro ya se ha desacelerado desde el 0.7 % en marzo hasta el 0.4 % interanual en abril.
- **Japón:** dada la caída de la demanda mundial y las medidas de control de la epidemia adoptadas en el país en abril, esperamos que la economía de Japón se vea más afectada en el segundo trimestre, y es probable que tanto el consumo privado como las inversiones empresariales se contraigan por tercer trimestre consecutivo. Dicho esto, esperamos que Japón evolucione más favorablemente que las otras economías avanzadas, gracias a la mejor gestión del brote de Covid-19 por parte de su Gobierno. Los datos de alta frecuencia sugieren que la disminución de la movilidad japonesa fue menor que en EE. UU. y Europa, y similar a la de otras economías de Asia oriental.
- **Reino Unido:** parece que la economía de Gran Bretaña sufrirá su mayor contracción en casi un siglo, puesto que las medidas de confinamiento ya han encogido su economía un 2 % en el primer trimestre. Creemos que la economía se contraerá entre un 6 % y un 8 % en 2020, su mayor caída anual del PIB desde 1921. Es probable que la tendencia a la baja de la inflación del IPC desde el inicio del año continúe en 2020, puesto que los precios de la energía pesan sobre la tasa general y la debilidad de la demanda sobre el componente básico. La incesante debilidad de la demanda y la persistente incertidumbre probablemente provocarán una mayor relajación de la política monetaria del banco central.

Nota: 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 incluyen un componente más cualitativo, reduciendo la exactitud estadística y aumentando la incertidumbre en intervalos más amplios.

Perspectivas de los tipos de interés oficiales

	25-5 2020	Amundi + 6 m	Consenso 3T 2020	Amundi + 12 m	Consenso 1T 2021
EE. UU.	0.13	0/0.25	0.11	0/0.25	0.08
Zona euro	-0.50	-0.50	-0.56	-0.50	-0.58
Japón	-0.05	-0.2	-0.1	-0.2	-0.12
Reino Unido	0.10	0.00	0.02	0.00	-0.01

Fuente: Análisis de Amundi

- **Fed:** el comunicado de la última reunión del FOMC no deparó sorpresas: la actual política se considera adecuada, mientras que su enorme flexibilidad y la *forward guidance* (orientación para el futuro) se confirmaron. Alertando sobre «riesgos considerables para las perspectivas económicas a medio plazo», la Fed se comprometió a hacer más en caso necesario y a llevar sus poderes al límite para respaldar la economía, manteniendo los tipos bajos y canalizando el crédito hacia sectores críticos. No se señaló ninguna preocupación importante en relación con la inflación. Lo importante son las expectativas de inflación, que no deberían moverse dado el volumen de las medidas de estímulo de la Fed y el Congreso. La Fed seguirá cumpliendo su papel en el vínculo con las medidas fiscales: en concreto, el Tesoro tiene capital para aumentar el tamaño de las líneas establecidas por la Fed para los sectores privados.
- **BCE:** en su última reunión, el BCE centró su acción en las medidas de liquidez más que en los programas de expansión cuantitativa y, más concretamente, mediante:
 - la rebaja de las condiciones vinculadas a las operaciones TLTRO previamente anunciadas (tipo de interés reducido a 50 pb por debajo del tipo actual de -50 pb);
 - el lanzamiento de una «nueva serie de operaciones de refinanciación no específicas a largo plazo por la emergencia de la pandemia (PELTRO)» a un tipo fijo de -25 pb.
- **Banco de Japón:** el Banco de Japón siguió complaciente en abril y mayo. Tras duplicar las compras de fondos cotizados (ETF), aumentó la expansión cuantitativa al eliminar el objetivo orientativo anual de 80 billones de yenes para títulos de deuda pública japonesa (actualmente 14 billones de yenes), para hacer posible el aumento del estímulo fiscal. Anunció la inclusión de una importante cantidad de papel comercial y bonos corporativos. Además, el Banco de Japón desveló un nuevo programa de provisión de fondos para apoyar la financiación de las pymes. Dicho programa sumará 30 billones de (280 000 millones de USD) a las ayudas actuales a empresas, por un total de 75 billones de JPY (700 000 millones de USD), con un plazo ampliado a fin de marzo de 2021. En cuanto a las operaciones de fondos especiales existentes, el Banco de Japón ha ampliado la gama de garantías admisibles para incluir todo tipo de deuda privada.
- **Banco de Inglaterra:** el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés bancario en 10 pb y no varió el volumen de compras de activos, 645 000 millones de libras esterlinas, aunque dos miembros opuestos votaron a favor de una prórroga inmediata de 100 000 millones de libras esterlinas. Tanto las actas como el Informe de Política Monetaria mostraron una gran moderación, lo que implica muchas probabilidades de nuevos estímulos monetarios en un futuro próximo, mediante compras de activos, dados los «riesgos a la baja en todos los aspectos de las perspectivas a medio plazo».

Agenda de la política monetaria

Bancos centrales	Próxima reunión
FOMC de la Reserva Federal	10 de junio
Consejo de Gobierno del BCE	4 de junio
Reunión de política monetaria del Banco de Japón	16 de junio
CPM del Banco de Inglaterra	18 de junio

Fuente: Análisis de Amundi

PAÍSES EMERGENTES

Previsiones macroeconómicas

Medias anuales (%)	Datos a 20/5/2020					
	Crecimiento del PIB real %			Inflación (IPC interanual, %)		
	2019	Horquilla 2020	2021	2019	2020	2021
Mundo	3.1	-4.1/-2.7	3.9/5.1	3.0	2.4	2.5
Países emergentes	4.1	-1.8/-0.7	4.4/5.3	4.0	3.6	3.4
Brasil	1.1	-4.6/-3.2	0/1.0	3.7	2.9	3.7
México	-0.1	-5.3/-4.3	-0.9/0.1	3.6	2.5	3.2
Rusia	1.3	-6/-4	2.5/5	4.5	3.3	3.9
India	5.3	-2.5/-1.1	3.0/4.3	3.7	5.9	4.9
Indonesia	5.0	0.2/1.2	3.5/4.5	2.8	2.6	3.2
China	6.2	1.4/2.4	7.6/8.2	2.9	2.6	1.9
Sudáfrica	0.2	-6.4/-5.4	4.0/5.0	4.1	4.0	5.0
Turquía	0.8	-7.2/-6.2	4.2/5.2	15.5	9.8	10.1

Fuente: Análisis de Amundi

- **China:** en abril, la economía china continuó creciendo gradualmente por encima de la tendencia. Las inversiones volvieron a territorio positivo, gracias a las excelentes ventas de suelo y a los proyectos de infraestructuras dirigidos por el sector público. El consumo de servicios quedó rezagado con respecto al consumo de bienes. La inflación se redujo aún más por la rápida caída de los precios de los alimentos y la recuperación del suministro de carne de cerdo. La reunión de la Asamblea Popular Nacional de China no destacó ningún objetivo de crecimiento para 2020 y señaló unos objetivos del mercado laboral menos ambiciosos: 2 millones menos de nuevos empleos en las ciudades. El déficit fiscal aumentará, alentado por un fuerte incremento del gasto de fondos públicos. Se prevé que el crecimiento del crédito repunte considerablemente con respecto al año pasado.
- **India:** en el último par de meses, las condiciones económicas siguieron empeorando radicalmente. Los limitados datos relativos a abril (segundo trimestre de 2020) ofrecen un panorama mucho más terrible del que hacían prever los datos de marzo. En abril, el tráfico de carga y las exportaciones se hundieron. Revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento del PIB para 2020 en el intervalo del -2.5 %/-1.0 % interanual en 2020, frente al anterior del 0 %/1.5 % interanual. El Gobierno ha anunciado hace poco un conjunto de medidas de estímulo de tipo fiscal y monetario. La fuerte recesión va a provocar un importante deterioro de los datos fiscales.
- **Europa central:** en el primer trimestre de 2020, el crecimiento del PIB se redujo a la mitad en Polonia, Hungría y Rumanía con respecto al cuarto trimestre de 2019, aunque siguió siendo positivo (entre el 1.9 % y el 2.4 % interanual). No obstante, en la República Checa, el PIB se contrajo un 2.2 % en términos interanuales. Estos datos deben ser tratados con prudencia, i) debido a problemas de recopilación de datos, y ii) porque las medidas de confinamiento se aplicaron en marzo y, por tanto, únicamente afectaron al crecimiento al final del trimestre. Creemos que el PIB se contraerá en estos países en el segundo trimestre, para después recuperarse gradualmente en la segunda mitad del año. Estas previsiones siguen siendo provisionales, debido a las incertidumbres que persisten en cuanto al alcance y la duración de la pandemia.
- **Colombia:** ante la fuerte caída de los precios del petróleo y la ralentización económica provocada por el Covid-19, Colombia ha hecho frente a graves dificultades y al deterioro de los datos del crédito. Se cree que el crecimiento del PIB caerá en torno a un 5 % en 2020, mientras que el déficit fiscal podría alcanzar el 6 % del PIB. Esto supondría que la deuda pública podría dispararse desde el 44 % en 2019 hasta rozar el 60 % del PIB en 2020. La balanza externa también preocupa, pues se estima que el déficit por cuenta corriente para 2020 rondará el 5 % del PIB en un contexto de disminución de la inversión extranjera directa y de reducción de los flujos financieros y los préstamos a los mercados emergentes.

Nota: 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 incluyen un componente más cualitativo, reduciendo la exactitud estadística y aumentando la incertidumbre en intervalos más amplios.

Perspectivas de los tipos de interés oficiales

	22/5/2020	Amundi + 6 m	Consenso 3T 2020	Amundi + 12 m	Consenso 1T 2021
China	3.85	3.65	3.65	3.65	3.65
India	4	3.75	3.85	3.75	3.8
Brasil	3	2.5	2.8	2.5	3.1
Rusia	5.5	4.5	4.7	4.5	4.8

Fuente: Análisis de Amundi

- **Banco del Pueblo de China:** tras varias rebajas en los meses anteriores, el Banco del Pueblo de China suspendió la rebaja de tipos en mayo. En la Asamblea Popular Nacional de China, los responsables políticos se han comprometido a seguir una política monetaria prudente de manera más flexible y adecuada, aplicando rebajas de los tipos y del ratio de reserva obligatoria (RRR). También guiará el crecimiento de la financiación agregada para que se recupere considerablemente con respecto al año pasado. Ante estas constantes señales de alivio, esperamos una rebaja adicional de 20 pb en el tipo de la prima de préstamo (LPR). Las rebajas del RRR probablemente liberarán fondos bancarios para la compra de deuda pública.
- **RBI (India):** por segunda vez consecutiva, el Banco de la Reserva de India (RBI) rebajó su tipo de interés oficial en una reunión no programada, en 40 pb, hasta situarlo en el 4.0 %. El Comité de Política Monetaria decidió también continuar con la flexibilidad mientras sea necesario. La decisión sobre los tipos no nos sorprendió por su tamaño, pero sí por su momento, diez días antes de la reunión periódica. Se han anunciado medidas adicionales para mejorar el funcionamiento de los mercados, aliviar el pago de la deuda y el acceso a los mercados de capital y respaldar las importaciones y exportaciones.
- **BCB (Brasil):** el Banco Central de Brasil (BCB) rebajó el tipo interés 75 pb, del 3.75 % al 3 %, su mayor bajada desde octubre de 2017. La opinión predominante era que, ante la elevada incertidumbre a nivel nacional, el margen restante para la política monetaria se desconoce y podría ser pequeño. En las actas de la reunión, el Comité reiteró que la próxima decisión de política monetaria dependerá de la situación fiscal y de los datos económicos, y que el estímulo final no será mayor que el último realizado.
- **CBR (Rusia):** el 24 de abril, el Banco Central de Rusia redujo su tipo oficial en 50 pb al 5.5 % y anunció que pasaba a flexibilizar su política monetaria. Se mantiene abierto a nuevas rebajas de tipos. Las presiones desinflationistas por la debilidad de la demanda pesan más que los factores inflacionistas temporales, como el debilitamiento del rublo. Se espera que la inflación anual alcance el 3.8 %-4.8 % a finales de año, y luego caiga al 4 %, que es el objetivo. El CBR revisó también sus previsiones macroeconómicas para 2020-2021. Ante la esperada desaceleración de la actividad económica, esperamos que el CBR rebaje los tipos 100 pb para finales de año.

Agenda de la política monetaria

Bancos centrales	Próxima comunicación
Banco del Pueblo de China	22 de junio
Banco de la Reserva de la India	5 de junio
Banco Central de Brasil	16 de junio
Banco Central de Rusia	19 de junio

Fuente: Análisis de Amundi

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS Y DE MERCADO

Perspectivas macroeconómicas

(20 de mayo de 2020)

Medias anuales (%)	Crecimiento del PIB real %			Inflación (IPC interanual, %)		
	2019	Horquilla 2020	2021	2019	2020	2021
EE. UU.	2.3	-6.5/-4.5	2.5/4.5	1.8	1.0	1.0
Japón	1.2	-4.9/-4.3	2.0/2.6	0.7	0.1	0.5
Zona euro	1.2	-10.2/-7.5	3.6/5.6	1.2	0.6	1.1
Alemania	0.6	-9.5/-7.5	3.4/5.4	1.5	0.7	1.2
Francia	1.2	-10.6/-7.0	4.3/6.0	1.3	0.6	1.1
Italia	0.3	-10.7/-7.8	2.9/4.9	0.7	0.1	1.0
España	2.0	-10.4/-7.9	3.5/5.5	0.7	0.3	1.0
Reino Unido	1.4	-9/-7	3.0/5.0	1.8	1.2	1.4
Brasil	1.1	-4.6/-3.2	0/1.0	3.7	2.9	3.7
México	-0.1	-5.3/-4.3	-0.9/0.1	3.6	2.5	3.2
Rusia	1.3	-6/-4	2.5/5	4.5	3.3	3.9
India	5.3	-2.5/-1.1	3.0/4.3	3.7	5.9	4.9
Indonesia	5.0	0.2/1.2	3.5/4.5	2.8	2.6	3.2
China	6.2	1.4/2.4	7.6/8.2	2.9	2.6	1.9
Sudáfrica	0.2	-6.4/-5.4	4.0/5.0	4.1	4.0	5.0
Turquía	0.8	-7.2/-6.2	4.2/5.2	15.5	9.8	10.1
Países desarro-llados	1.7	-7.6/-5.8	3.1/4.7	1.5	0.7	1.0
Países emergen-tes	4.1	-1.8/-0.7	4.4/5.3	4.0	3.6	3.4
Mundo	3.1	-4.1/-2.7	3.9/5.1	3.0	2.4	2.5

Perspectivas de los tipos de interés oficiales

Países desarrollados

	25/5/2020	Amundi + 6 m	Consenso 3T 2020	Amundi + 12 m	Consenso 1T 2021
EE. UU.	0.13	0/0.25	0.11	0/0.25	0.08
Zona euro	-0.50	-0.50	-0.56	-0.50	-0.58
Japón	-0.05	-0.2	-0.1	-0.2	-0.12
Reino Unido	0.10	0.00	0.02	0.00	-0.01

Países emergentes

	22/5/2020	Amundi + 6 m	Consenso 3T 2020	Amundi + 12 m	Consenso 1T 2021
China	3.85	3.65	3.65	3.65	3.65
India	4	3.75	3.85	3.75	3.8
Brasil	3	2.5	2.8	2.5	3.1
Rusia	5.5	4.5	4.7	4.5	4.8

Perspectivas de los tipos largos

Rendimiento del bono a 2 años

	25/5/2020	Amundi + 6 m	Futuro + 6 m	Amundi + 12 m	Futuro + 12 m
EE. UU.	0.17	0.25/0.5	0.21	0.25/0.5	0.23
Alemania	-0.681	-0.70/-0.50	-0.74	-0.70/-0.50	-0.76
Japón	-0.144	-0.30/-0.20	-0.17	-0.30/-0.20	-0.17
Reino Unido	-0.051	0/0.25	-0.08	0/0.25	-0.06

Rendimiento del bono a 10 años

	25/5/2020	Amundi + 6 m	Futuro + 6 m	Amundi + 12 m	Futuro + 12 m
EE. UU.	0.66	0.5/0.7	0.74	0.8/1	0.81
Alemania	-0.49	-0.8/-0.5	-0.45	-0.50/-0.30	-0.41
Japón	0.00	-0.10/0.10	0.06	0/0.2	0.10
Reino Unido	0.17	0.20/0.4	0.21	0.3/0.5	0.27

Perspectivas de las divisas

	22/5/2020	Amundi + 6 m	Consenso 3T 2020	Amundi + 12 m	Consenso 1T 2021
EUR/USD	1.090	1.07	1.10	1.14	1.13
USD/JPY	108	107	107	105	108
EUR/GBP	0.90	0.92	0.89	0.87	0.87
EUR/CHF	1.06	1.05	1.06	1.10	1.08
EUR/NOK	10.90	11.48	11.10	10.40	10.70

	22/5/2020	Amundi + 6 m	Consenso 3T 2020	Amundi + 12 m	Consenso 1T 2021
EUR/SEK	10.54	11.20	10.75	10.03	10.59
USD/CAD	1.40	1.42	1.39	1.28	1.37
AUD/USD	0.65	0.65	0.64	0.75	0.66
NZD/USD	0.61	0.57	0.60	0.65	0.63
USD/CNY	7.14	7.15	7.05	6.95	7.00

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 en intervalos más amplios.

Nuestro escenario básico actual es una recesión global

1. ¿Cómo de profunda?

- La profundidad depende de la duración del virus en los países afectados y el consiguiente confinamiento, de gradual a total, en la mayoría de ellos. La caída es evidente en la demanda interna (en sus componentes en diferente medida) y en la dinámica del comercio. Suponemos la mayor caída en el trimestre de confinamiento y una caída más suave después. Estamos atentos a la evolución del brote y a la paralización/reanudación de la actividad económica.

2. ¿Durante cuánto tiempo?

- El tiempo depende de la profundidad de los trastornos económicos y las condiciones del crédito y el aumento de los impagos corporativos, que aumentarán la inestabilidad de los mercados financieros y, por tanto, el impacto en la economía.
- La duración de los *shocks* se ha incrementado y, en general, se espera que el pico se produzca entre mayo y junio de 2020. La economía global mostraba indicios de estabilización del crecimiento durante el cuarto trimestre de 2020.
- El tiempo depende también de la evolución específica del brote, junto con las debilidades preexistentes.

3. El impacto fiscal

- Los efectos de las medidas fiscales micro y macroeconómicas no se incluyen en nuestras previsiones, pero es razonable asumir una normalización de las condiciones financieras y de liquidez alentadas por las autoridades de política monetaria.

Objetivos financieros

- Los objetivos financieros se revisan a la vez e incluyen medidas políticas aprobadas diariamente.

PUBLICACIONES DESTACADAS

INSIGHT PAPER



Covid-19 the invisible hand pointing investors down the road to the 70s (04 05 2020)

BLANQUE Pascal, Director de inversiones (CIO) del Grupo

- El cambio de régimen provocado por el Covid-19 va a suponer el fin de la actual secuencia de Volcker y el sesgo de austeridad presupuestaria. El alto nivel de deuda provoca ahora presiones sobre los bancos centrales para monetizar la deuda, sembrando la semilla para un nuevo cambio de régimen similar al de la década de 1970.
- Un cambio de régimen viene con tres tendencias clave: 1) Victoria intelectual y consenso académico en torno a nuevas perspectivas 2) La sociedad ya no tolera los desequilibrios 3) Cambio en las instituciones que estructuran el propio régimen.
- El nuevo equilibrio, con nuevas reglas que sustituyan a las antiguas, tardará en alcanzarse y, por ahora, la atención debe centrarse en la liquidez, en explotar una amplia variedad de primas de riesgo y en mantenerse activos.

Emerging Markets Charts & Views: Market dislocation creating long-term opportunities (19 05 2020)

SYZDYKOV Yerlan; Director global de mercados emergentes

- Hay dos grandes factores que están redefiniendo el panorama de los países de los mercados emergentes: el Covid-19 y la dinámica del petróleo. Los importantes efectos negativos harán que muchos países de los mercados emergentes entren en recesión.
- Sin embargo, los *shocks* no son nada nuevo, especialmente en los mercados emergentes. La crisis financiera global y la guerra comercial entre EE. UU. y China son dos ejemplos recientes de crisis de las que hemos aprendido.
- Las crisis provocan desajustes de mercado y aceleran las tendencias a largo plazo, ofreciendo oportunidades nuevas y cambiantes. Los inversores tienen que ser ágiles, estar centrados y preparados para captar nuevas oportunidades en un entorno que cambia rápidamente.

Asset Class Return Forecasts – Q2 2020 (18 05 2020)

DEFEND Monica, Directora global de investigación; GISIMUNDO Viviana, Directora adjunta de asesoramiento institucional; KIM MOON Jung Hun, Análisis cuantitativo–Asesoramiento institucional; PORTELLI Lorenzo, Director de análisis de multiactivos

- Los impactos mundiales resultantes de la aparición de la pandemia de coronavirus han trastocado considerablemente la secuencia de las fases económicas y financieras, han acortado los tiempos y han ampliado la magnitud del efecto dominó.
- El comercio mundial disminuirá a medida que las grietas de la cadena de suministro salgan a la superficie, y economías enteras se paralizen. Las autoridades monetarias han actuado con rapidez para calmar los mercados, y el riesgo de deflación se ha convertido en realidad debido al hundimiento de los precios del petróleo.
- Nuestra hipótesis actual a corto plazo es una crisis generalizada en forma de U (), marcada por el respaldo de los bancos centrales y los gobiernos, una recesión prolongada, y un aumento del desempleo y una recuperación gradual a finales de 2021.

EL DÍA DESPUÉS



N.1 Covid-19: the invisible hand pointing investors down the road to the '70s

BLANQUE Pascal, Director de inversiones (CIO) del Grupo

N.2 Learn the rules like a pro, so you can break them like an artist

BLANQUE Pascal, Director de inversiones (CIO) del Grupo; MORTIER Vincent, Director de inversiones adjunto, Supervisor de Asia excepto Japón; BARBERIS Jean-Jacques, Director de cobertura de clientes institucionales y corporativos; DRUT Bastien, Estrategia de renta fija y divisas; POUGET-ABADIE Théophile, Soluciones de negocio e innovación; FIOROT Laura, Subdirectora de Amundi Investment Insights Unit

- Una de las consecuencias fundamentales de la crisis: la desaparición de las reglas económicas establecidas por las que regían las democracias liberales desde el «Consenso de Washington» y la revolución ideológica de la década de 1980.
- Destacamos cuatro reglas que se han roto y analizamos las repercusiones para la inversión:
 1. Los gobiernos deben preocuparse por la magnitud de los déficits, incluso al rescatar la economía.
 2. La intervención pública en la economía debe ser lo más limitada posible.
 3. El libre comercio y la optimización de las cadenas de valor son la mejor manera de asignar los recursos mundiales.
 4. Los bancos centrales se han quedado sin margen de maniobra y deben trabajar con mandatos estrictamente definidos de apoyo a la estabilidad financiera.

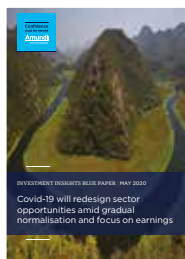
N. 3 ESG Resilience During the Covid Crisis: Is Green the New Gold?

BARBERIS Jean-Jacques, Director de cobertura de clientes institucionales y corporativos; BRIERE Marie, Directora del Investor Research Center

- El coronavirus está sacudiendo al sector financiero como nunca antes. No es la primera vez que el mundo se enfrenta a una pandemia de esta escala, ni la primera vez que los políticos, los líderes empresariales y los expertos se han preguntado: «¿Será diferente esta vez? ¿Estamos en un punto de inflexión?»
- Puesto que las graves consecuencias económicas de la crisis del Covid-19 están afectando de formas desigual a las empresas, las que integran un enfoque ESG reconocido por los inversores y los fondos ESG han resistido mejor en la reciente fase de crisis.

PUBLICACIONES DESTACADAS

INSIGHT BLUE PAPER



Covid-19 will redesign sector opportunities amid gradual normalisation and focus on earnings (2020.04.28)

Kasper Elmgreen, Director de renta variable; Eric Mijot, Director de Análisis de estrategia de mercados desarrollados; Ibra WANE, estrategia principal de renta variable; Luc Mouzon, Director de análisis de renta variable europea

- La propagación del coronavirus en Europa y Estados Unidos provocó un desplome de las bolsas mundiales en marzo, seguido de un repunte parcial. Exponemos tres hipótesis para analizar la situación.
- Comparamos la situación actual con la crisis financiera global de 2008 y el crac de 1987. En ambas crisis, los mercados bursátiles convergieron hasta un 20 % por debajo de sus niveles anteriores al crac un año después de su inicio.
- La caída del beneficio por acción en Europa podría ser igual o mucho peor que la registrada en la crisis de 2008, debido a las medidas de confinamiento sin precedentes.
- Conforme la crisis evolucione, existe la posibilidad de que el estímulo fiscal se oriente al «acuerdo ecológico» (*green deal*), sobre todo en Europa, donde los criterios ESG siguen siendo parte integrante de la selección de valores.

CONSERVACIONES SOBRE INVERSIÓN



Focus on Italy: Macroeconomic and fixed income scenario (20 05 2020)

GERMANO Matteo, Director de multiactivos; BERTONCINI Sergio, Director de análisis de tipos y divisas; MARASCIULO Cosimo, Subdirector de Renta fija de alfa en euros; USARDI Annalisa, CFA, Economista principal

- Analizamos el contexto mundial y nuestras expectativas económicas para Italia, comentando la hipótesis extrema para el PIB italiano y sus repercusiones.
- El Gobierno italiano prevé un déficit en relación con el PIB del 10.4 % y una deuda en relación con el PIB del 155.7 % en 2020, por lo que analizamos la sostenibilidad de la deuda.
- Destacamos el importante papel del BCE y evaluamos los cambios políticos en Europa para Italia.
- Somos positivos acerca de la deuda pública italiana, ya que los rendimientos son más atractivos que los que ofrecen la deuda de otros países periféricos o los bonos corporativos.

DOCUMENTOS DE DEBATE



ESG Investing and Fixed Income: it's Time to Cross the Rubicon (2020-01)

Mohamed BEN SLIMANE — Análisis cuantitativo, Eric BRARD — Director de renta fija; Théo LE GUENEDAL, Thierry RONCALLI, Takaya SEKINE — Análisis cuantitativo

FX wars, currency wars & money wars

Part 2: Fiat Money vs. Cryptocurrencies Private vs. Public digital currencies... (2020-01)

Philippe ITHURBIDE — Asesor económico principal — Amundi

FX wars, currency wars & money wars

Part 1: FX wars vs. currency wars USD vs. EUR vs. RMB vs. ... (2020-01)

Philippe ITHURBIDE — Asesor económico principal — Amundi

DOCUMENTOS DE TRABAJO



Did Globalization Kill Contagion? (2020-05)

Olivier ACCOMINOTTI — London School of Economics & CEPR, Marie BRIÈRE — AMUNDI & Paris-Dauphine University, Aurore BURIETZ — IESEG School of Management & LEM-CNRS 9221, Kim Oosterlinck — Universidad Libre de Bruselas (ULB) & CEPR, Ariane SZAFARZ — ULB & New York University (NYU)

A Note on Portfolio Optimization with Quadratic Transaction Costs (2019-12)

Pierre CHEN, Edmond LEZMI, Thierry RONCALLI, Jiali XU — Análisis cuantitativo

Machine Learning Optimization Algorithms & Portfolio Allocation (2019-10)

Sarah PERRIN — Ecole Polytechnique; Thierry RONCALLI — Análisis cuantitativo

DOCUMENTOS TEMÁTICOS



Emergency fiscal programs: no choice but to increase the (monetized) deficits

Tristan PERRIER, Analista de perspectivas globales

Detecting Tipping Points: Asset classes views:

Medium to long-term scenarios and return forecasts (2020-02)

Monica DEFEND, Directora global de investigación; Viviana GISIMUNDO, Directora adjunta de asesoramiento institucional

U.S. inflation... what's up (2020-01)

Annalisa USARDI — Economista principal — Amundi

Centro de análisis de Amundi



Más información sobre el Publicaciones de Amundi

research-center.amundi.com

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

DISCLAIMER

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, indirecto, punitivo, consecuente (incluyendo, sin limitación, lucro cesante) o cualquier otro daño. (www.mscibarra.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, una «sociedad por acciones simplificada» con un capital de 1086 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 - Philippe Roy

Jefe de redacción

BLANQUÉ Pascal, *Director de inversiones del Grupo*

Editor

DEFEND Monica, *Directora global de investigación*

Editores adjuntos

BLANCHET Pierre, *Director de inteligencia de inversión*

BOROWSKI Didier, *Director de perspectivas globales*

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, *Director de análisis de renta fija y divisas*

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*

GEORGES Delphine, *Estratega de renta fija*

HERVE Karine, *Economista principal de mercados emergentes*

UPADHYAYA Pareshe, *Director de estrategia de divisas, EE. UU., gestor de carteras*

PORTELLI Lorenzo, *Director de análisis de activos cruzados*

USARDI Annalisa, *Economista principal, CFA*

VARTANESYAN Sosi, *Economista principal de mercados emergentes*

WANE Ibra, *Estratega principal de renta variable*

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*

LICCARDO Giovanni, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*

Idea y producción

BERGER Pia, *Análisis y estrategia macroeconómica*

PONCET Benoît, *Análisis y estrategia macroeconómica*

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