

20/01/2021

Perspectivas y recomendaciones. Enero 2021

Terminamos un año para recordar, o, pensándolo mejor, para olvidar lo antes posible. Los mercados han tenido un comportamiento decente, pero la pandemia se ha cobrado un peaje importante en vidas y en dramas económicos para una parte considerable de la población mundial. Hemos asistido a una de las más rápidas caídas bursátiles de la historia y a una fuerte recuperación posterior. Más allá del negativo comportamiento del Ibex 35 o, en general, de las bolsas europeas, una cartera de renta variable global ha conseguido resultados positivos en el año.

El 2020 va a ser uno de los peores ejercicios en cuanto a actividad económica que se recuerdan. En su revisión de octubre, el Fondo Monetario Internacional estimaba una caída del PIB mundial del 4,4%, de un 8,3% para la eurozona y del 12,8% para España.

Entrando en 2021, nos encontramos, a nivel mundial, en lo que podría ser el peor momento de la pandemia si nos atenemos a los recientes números de casos y fallecimientos. En Estados Unidos se aproximan a los cuatro mil muertos diarios. Reino Unido acaba de decretar su tercer confinamiento duro e, incluso Japón, que tan bien había capeado las primeras olas, se está planteando la declaración del estado de emergencia a raíz de las elevadas cifras de contagios (para sus estándares, pues en relativo siguen siendo buenas) de los últimos días. La celebración de las fiestas navideñas y el invierno no auguran una mejoría, al menos, para las próximas semanas.

Los mercados, con su marcha alcista de los últimos meses, habían decidido poner las luces largas y anticipar que, más allá de lo complicados que van a ser los próximos dos o tres meses, la distribución de las vacunas ya aprobadas -o en camino de serlo- permitiría cierta vuelta a la normalidad que se haría más palpable conforme nos fuésemos acercando a los meses de verano. Ahora, con las mutaciones detectadas en el virus (¿cómo de efectivas serán las vacunas aprobadas frente a las nuevas cepas?) y la lentitud con la que se está vacunando, empiezan a surgir las dudas sobre el citado proceso de normalización.



El FMI espera un crecimiento del PIB mundial del 5,2% en 2021. Este vendría liderado por los países emergentes (+6%), y en particular por China que, además de no caer en recesión el año pasado, se estima que pueda crecer un 8,2% en 2021. Tal y como están las cosas, no es descartable una rebaja de las estimaciones de crecimiento, sobre todo para el primer trimestre de 2021.

En Estados Unidos, los demócratas acaban de asegurarse el control del Senado después de ganar los dos senadores pendientes en el Estado de Georgia. Las implicaciones pueden ser importantes. Con el control de ambas cámaras, los demócratas tendrán más fácil aprobar nueva regulación. En el lado positivo se sitúan las expectativas de mayores impulsos fiscales en caso de que se estimen necesarios, incluyendo un plan de infraestructuras. En el lado negativo, parte de esa nueva regulación, si nos atenemos a las proclamas demócratas en las elecciones, se dirigiría a la subida de impuestos a empresas y rentas más altas y a regulación de determinados sectores, como el financiero o tecnológico. A corto plazo, dada la situación económica actual, es probable que no se materialice la subida de impuestos, lo que ayudaría a una más rápida recuperación.

Parte de la visión optimista de lo que nos pudiera traer 2021 tiene que ver con el apoyo ofrecido por los gobiernos y bancos centrales. Los planes de estímulo fiscales y monetarios han sido muy potentes en 2020 y el compromiso de las autoridades con su extensión, en caso de que fuera necesario durante los próximos meses, parece inquebrantable. Hay que destacar aquí el nombramiento de Janet Yellen como nueva responsable del Tesoro estadounidense. Como expresidenta de la Reserva Federal de Estados Unidos se le presupone una gran sintonía con este organismo y el actual presidente, Jerome Powell. Y, además, a tenor de sus declaraciones de los últimos días, su mandato se va a centrar en reducir las desigualdades económicas entre los estadounidenses, ya de por sí evidentes antes de la pandemia y que la irrupción de esta ha exacerbado.

La propia Fed, por su lado, mantiene su tono acomodaticio y, no hay que olvidar, ha cambiado su objetivo de inflación para permitir que la economía de Estados Unidos pueda superar el 2% de inflación durante un tiempo sin tener que revertir su laxa política monetaria.



En tiempos de pandemia y de elevados niveles de deuda parece evidente la necesidad de generar crecimiento e inflación. Los temores a una mayor desigualdad económica propiciada por la pandemia (se habla de recuperación en forma de “K”, en la que a las personas con mayores rentas les siga yendo muy bien, pero peor a las familias con rentas más bajas) están poniendo encima de la mesa la necesidad de políticas económicas tendentes a apoyar a las clases menos favorecidas en un momento en que la sociedad estadounidense se encuentra muy polarizada.

La victoria demócrata en el Senado allana el camino hacia crecimiento, inflación y menos desigualdad. Más allá de lo que esto pueda implicar para las bolsas -en principio debiera ser positivo-, sí que puede suponer un cambio respecto a qué sectores o empresas pueden tomar el liderazgo en los índices. La pandemia no ha escrito sus últimas líneas, pero, si llegáramos a atisbar esa vuelta a una cierta normalización a la que aludíamos, no hay que descartar que las empresas que han liderado el mercado durante el Covid-19 y los dos años previos de crecimiento e inflación contenidos den el relevo a empresas más cíclicas y fuertemente penalizadas por los confinamientos y la ausencia de inflación.

En Europa, una vez acordado el Brexit, la atención se pondrá en la aplicación del fondo de recuperación (Next Generation EU), dotado con 750.000 millones de euros para ayudar a reparar los daños económicos y sociales causados por la pandemia y conseguir una Europa mejor adaptada a los retos futuros. Hasta que estos recursos se pongan en circulación, el Banco Central Europeo seguirá con una política monetaria muy expansiva, al menos durante todo el año 2021, tal y como determinó en su última reunión de diciembre.

Por otro lado, el gran evento político del año serán las elecciones presidenciales en Alemania donde, tras la renuncia de Angela Merkel, conoceremos en septiembre al nuevo canciller alemán y, de facto, a uno de los líderes más importantes de la Unión Europea.

Las empresas, sobre todo en Estados Unidos, están demostrando bastante resiliencia en un año tan complicado como 2020. Los sectores más afectados por la falta de movilidad están presentando malos resultados. Sin embargo, en su conjunto, los beneficios de las empresas son más que razonables para el año que hemos vivido. Se espera una caída de los beneficios próxima al 15% en 2020 (lejos del 40% que se llegó a anticipar hace unos meses) que pueda recuperarse



este año, para el que se espera un crecimiento del 22%. Las compañías siguen financiándose a tipos de interés históricamente bajos y, además, enfrentan el 2021, en general, con plantillas más ajustadas después de los despidos producidos durante los últimos meses.

Posicionamiento y estrategia para el arranque de 2021

2020 fue un año complicado para la gestión, ya que la dispersión de rentabilidades entre unos sectores y otros fue extrema. Conceptos básicos como la diversificación de las carteras y el control de riesgos pagaron menos que la concentración en unos pocos (grandes) nombres.

Nuestro posicionamiento para el arranque del año es constructivo. Favorecemos la renta variable sobre la renta fija, pero con matices.

En el mercado de bonos hemos vivido también un año de infarto: de las pérdidas históricas del mes de marzo a los máximos históricos en muchos indicadores. El papel de los bancos centrales en no dudar en hacer “lo que sea” dieron suelo al mercado de bonos y apuntalaron su rápida recuperación. La buena noticia es que 2020 fue, finalmente, muy positivo para casi todas las estrategias de renta fija. La mala noticia es que queda poco que rascar y nos encontramos en un momento en el que las oportunidades son muy escasas y algunas de las que hay, a estos niveles, no compensan el riesgo que conllevan.

Comenzamos el año infraponderados en renta fija y con un nivel de riesgo, en la parte que tenemos invertida, bastante inferior al que tuvimos durante gran parte del año pasado. Algunas de las posiciones que añadimos en el mes de abril, como la deuda subordinada financiera y otras posiciones de *high yield* han subido casi un 20% desde sus mínimos y nos dejan la *yield* cerca de mínimo histórico. Hemos reducido significativamente el riesgo vendiendo los fondos más agresivos y hemos introducido estrategias flexibles más conservadoras que nos permitan generar rentabilidad positiva con un nivel de riesgo más moderado. Así, arrancamos el año con un peso del 45% en renta fija: un tercio de la cual son posiciones conservadoras asimilables a la liquidez, otro tercio son inversiones de renta fija a corto plazo diversificadas en gestores con mandatos de preservación del capital y el último tercio son estrategias algo más agresivas y flexibles con carteras globales de bonos, en las que el elemento gestor es clave.



En la parte de renta variable le hemos dado una vuelta importante a la cartera. El Covid-19 ha impactado fuertemente en muchos sectores. Para bien en unos y para mal en otros. La clave estará en leer cuáles liderarán la recuperación, y en este punto somos constructivos.

Queremos que el grueso de la cartera esté sostenido por estrategias centradas en acciones de calidad. El mundo interpreta la calidad de muy diversas formas. En algunas ocasiones las farmacéuticas se comportan como acciones defensivas y otras veces lo hacen las empresas de consumo básico -en 2020 la calidad se asoció a las grandes tecnológicas-. Lo que sabemos es que las compañías sólidas resisten mejor los envites del mercado, y ahí es donde queremos tener la parte fundamental de la cartera. Además, hay una parte importante del mercado, lo que no es puramente “estar en casa”, -que lideró las subidas de marzo a octubre- o el “*recovery trade*” -que despegó en noviembre y diciembre-, que se ha quedado abandonado por el mercado. Grandes compañías de consumo básico, algunas firmas de lujo y ‘farmas’ constituyen una parte importante de la cartera de renta variable a través de fondos globales, acompañados de estrategias *core* en Estados Unidos, Europa y Japón. Esta estrategia es todoterreno y una de sus fortalezas es que está preparada para capturar la rentabilidad del mundo en el medio plazo con palancas que nos ayuden a mitigar la volatilidad.

Este tipo de empresas, además, se caracterizan por tener políticas de dividendos muy estables. En un mundo de tipos cero, donde nos cuesta encontrar ideas en renta fija, nos parece interesante realizar un cierto trasvase de riesgo entre ambos activos, de ahí que comencemos el año con un nivel de renta variable del 55% (frente nuestro 50% en su escenario neutral) apoyado en estas empresas que vía dividendo ofrecen retornos más atractivos que la *yield* de una parte importante de los bonos de peor calidad crediticia.

La rentabilidad “extra” la vamos a buscar a través de ideas tácticas, más agresivas, que se pueden desviar significativamente de sus índices, pero que por ello nos ofrecen también una mayor rentabilidad potencial. Estas ideas las podemos dividir en tres bloques:

1- El primer bloque, y el que es también el más oportunista, es el que apuesta por la recuperación cíclica o la vuelta a la normalidad. El mundo se enfrenta (o ya está metido) en una recesión sin precedentes. No obstante, pensamos que será puntual y en la medida en que podamos ir

dejando atrás la epidemia iremos recobrando la normalidad y, con ella, llegará el inicio de la recuperación de los sectores más duramente golpeados por el virus. El avance en la inmunidad de grupo y la vacunación masiva harán posible la llegada de dicho escenario. Aunque todavía viviremos episodios de malas noticias, también en lo económico, pensamos que es buen momento para tener en cartera algunas posiciones que nos permitan beneficiarnos de dicha recuperación del ciclo. Además, tanto gobiernos como bancos centrales seguirán centrados en apoyar a la economía para que salgamos de esta situación lo antes posible.

A la hora de poner en práctica esta idea de "*recovery trade*" hemos optado por tres estrategias distintas. Un fondo de estilo *value* global, un fondo con sesgo *value* en Estados Unidos con preferencia hacia medianas y pequeñas compañías (en esta crisis, cuanto más pequeña es una compañía, peor ha sido el castigo en los sectores más cíclicos) y, por último, hemos introducido una estrategia que equipondera los 500 valores del S&P 500, de tal manera que las grandes empresas que mejor lo han hecho ven reducido significativamente su peso, mientras que aquellos valores más pequeños, junto con los que se han quedado más rezagados, suben su porción en el índice. Nos parece una manera conservadora de apostar por la reversión de un fenómeno anormal como se está dando en la actualidad y que es que el peso las seis mayores compañías de la bolsa estadounidense (Amazon, Apple, Facebook, Microsoft, Alphabet y la recién incorporada Tesla) representen el mismo peso que las 372 compañías más pequeñas del índice estadounidense, que son, en todo caso, grandes valores. El peso en ideas cíclicas o de "*recovery trade*" representa una cuarta parte de nuestra cartera total de renta variable.

- 2- Nuestra segunda idea apuesta por la recuperación y el desarrollo de los mercados emergentes. En esta pandemia, Asia lo ha hecho mejor, en general, que otras zonas del mundo. Además de esto, no debemos mirar ya a los mercados emergentes como rezagados en el proceso de desarrollo, ya que hay regiones e incluso países que están a la vanguardia de algunas tecnologías. Esto, unido a que en ellos se concentra un enorme porcentaje de la población mundial, nos lleva a apostar por los mercados emergentes como una idea "secular". Además de las posiciones que en países emergentes nos aportan algunos de los fondos

globales que tenemos en cartera, queremos tener una posición directa a través de un fondo especialista en mercados emergentes, muy centrado en Asia.

- 3- Por último, queremos apostar por la tecnología en un mundo que cada vez la necesita más. Pensamos que la inversión en tecnología es una apuesta de largo plazo y que el sector ha salido claramente reforzado de la pandemia. No obstante, somos conscientes de las valoraciones excesivas de muchas empresas vinculadas al "stay at home" y también de algunas de las grandes tecnológicas. No queremos estar en esa parte del mercado, sino en aquella que es necesaria para un mundo cada vez más conectado. Queremos tener exposición a la parte más industrial y de inversión de la tecnología, con una clara infrponderación de las FAANG y de los nombres revelación de la pandemia.

Parece que el año ha comenzado con algo de viento de cola para esta parte más táctica de la cartera, en detrimento de algunas de las posiciones que mejor lo hicieron durante 2020. Sabemos que tenemos por delante un año retador y con no pocas incertidumbres a la vista y que, una vez más, nos obligará a ser reactivos y estar preparados para aprovechar las oportunidades que vayan surgiendo.

La información contenida en este documento informativo es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto de un adecuado asesoramiento personalizado. El documento informativo de visión de mercados ha sido elaborado a fecha de 20/01/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

