Perspectivas para el segundo semestre de 2021

¿Llegará el momento de la gran recuperación?

Recién estrenado el mes de julio, toca poner la vista en el segundo semestre de 2021. Sin duda, se trata de un periodo que estará caracterizado por la inminente recuperación económica, como resultado de una masiva vacunación, así como los rumores sobre el posible efecto de una inflación descontrolada. Además, la reapertura de fronteras en muchos países reactivará la economía a nivel mundial.

Los expertos de ING España, Santander AM, Generali Insurance AM y Edmond de Rothschild AM, nos ofrecen sus perspectivas a nivel macroeconómico y de inversión de cara a esta segunda parte del año.

Francisco Quintana
Director de Estrategia de Inversión de ING

Nunca en la historia moderna se había producido una divergencia tan amplia entre la evolución de la bolsa mundial—que subió un 26%—y la confianza de los inversores, que estuvo cayendo a plomo durante todo el año, lastrada por meses de noticias sobre Brexit o guerras comerciales.

Eso fue en 2019, y ahora 2021 empieza a parecérsele. Por un lado, las bolsas suben con fuerza aupadas por la recuperación económica y el apoyo de los bancos centrales. Por otro, el nerviosismo aumenta ante la evidencia de que, con la inflación asomando por la esquina, la política monetaria tendrá que ser más restrictiva en breve.

El punto de inflexión ocurrirá el año que viene. Pero lo que importa no es cuándo ocurra, sino cuándo se anuncie y cómo está alineado con lo que esperan los inversores. Si el frenazo llega antes de lo esperado o es más fuerte de lo esperado, es muy probable que las bolsas sufran una buena sacudida. La última vez que pasamos por algo similar, en el "taper tantrum" de 2013, las bolsas cayeron durante varias semanas, y los bonos durante varios meses. Una crisis no es la única opción: si los bancos centrales esperan hasta septiembre o más allá, y luego anuncian una retirada suave y la promesa de no tocar los tipos de interés en un par de años, la sacudida podría ser leve. La respuesta la tendremos en algún momento indeterminado entre julio y diciembre.

Con este panorama tan contradictorio no es extraño que reine la confusión entre los analistas. ¿Vale la pena adoptar una posición defensiva ya? En general, los expertos no creen que sea necesario llegar tan lejos. Ahora mismo **pesan más los factores positivos que los riesgos**, y la alternativa más natural, que son los bonos, pinta todavía peor, lastrados por la inflación y los tipos de interés crecientes.

Sin embargo, que los asesores sigan invirtiendo en bolsa no implica exponerse a pecho descubierto al riesgo de una corrección. Abundan las recomendaciones de evitar los sectores "growth" para enfocarse en sectores que aguanten bien la inflación y tipos de interés algo más altos. Bancos, energía y sector inmobiliario cumplen esas condiciones, al menos en teoría. Tampoco faltan las recomendaciones para entrar en sectores puramente defensivos como los seguros o bienes de consumo.

Y, por último, estas carteras también reducen el riesgo alejándose un poco de las valoraciones tan elevadas que se han alcanzado en EEUU para centrarse en Europa, donde los beneficios se compran a mucho menor precio, apenas 16 múltiplos.

En resumen, tenemos por delante un semestre que podría ser bueno si somos capaces de hilar fino y la teoría se cumple. Pero los baches están casi asegurados, y esa tensión obliga a muchos asesores a hacer malabarismos para combinar tendencias conflictivas en sus carteras, que terminan siendo retazos de muchas cosas que no acaban de armonizar entre ellas. Existen alternativas mucho menos estresantes: **una indexación pasiva a la bolsa o al PIB mundial que ignore todas las consideraciones tácticas descritas arriba.** Esta opción, todavía muy minoritaria, irá ganando adeptos por su sencillez y rentabilidad, pero en España aún falta algún tiempo.

José Mazoy
CIO Global de Santander AM

¿Cómo prepararse para un semestre de reactivación económica?

Hace algo más de seis meses, la aprobación de las primeras vacunas contra la Covid-19 detonó lo que ahora sabemos que fue un cambio estructural en el sentimiento inversor, al abrir el horizonte de la normalización de la actividad y, con ello, la posibilidad de una recuperación real de los niveles de inversión, consumo, empleo o gasto. A medida que se ha confirmado la consecución de unas pautas de vacunación, se ha podido acabar con los confinamientos severos que aún mantenía buena parte de Europa Central, y se ha recuperado la movilidad de forma significativa. Esto ha supuesto una aceleración de la recuperación al afectar de lleno al sector servicios, principal motor de las economías, que había quedado lastrado de la reactivación, liderada por el sector manufacturero.

En lo que resta de año, esta **reactivación se hará más extensa y generalizada** ya que se irá completando la vacunación a un mayor porcentaje de la población, y se irán comprobando los efectos de las políticas monetarias expansivas de los bancos centrales. También se empezará a notar la llegada de las ayudas públicas bajo el paraguas de grandes planes como el 'Next Generation EU' o el Plan Biden.

Esta inyección de optimismo económico convive con la lógica aparición del **temor a un repunte de la inflación.** Los precios deben reflejar la recuperación de la actividad y lo que es sin duda una buena noticia, como es la capacidad de fijación de precios de las compañías, se puede convertir en la principal sombra de duda respecto a la continuidad de la buena evolución de los mercados.

No en vano, el DAX alemán ha marcado máximos históricos, con una ganancia superior al 14% anual, al mismo tiempo que la TIR del bund pasaba de -0,57% a -0,20%. Tipos largos al alza y bolsas en máximos no suele ser una combinación estable durante mucho tiempo. Pero este no es un ciclo normal. Todo está ocurriendo con los bancos centrales intentando acompasar el repunte de la inflación con la mejor forma (y momento) de comenzar a retirar los estímulos, algo que la Fed ha ido preanunciando en sus últimas reuniones, donde fija en 2023 las primeras dos subidas de tipos. El BCE, mientras tanto, sigue convenciendo al mercado de que su política de compras de activos tiene recorrido adicional. De momento.

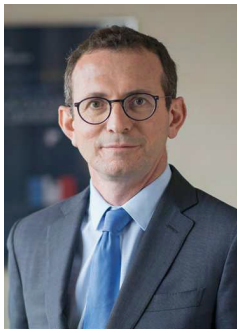
En este entorno, cabe pensar que la renta variable va a seguir al compás de una economía en aceleración, unos beneficios sorprendiendo al alza, y flujos de inversores continuos hacia el activo. La renta fija se enfrenta a lecturas de inflación aún elevadas, y bancos centrales intentando acompasar la retirada de los estímulos.

En esta situación, se pone de manifiesto la necesidad de orientar las inversiones hacia una forma de gestión centrada en la **monitorización del riesgo, el ajuste de los resultados esperados, la combinación multifactorial de activos y la gestión de la volatilidad.** La incorporación de activos ilíquidos, la llegada de la inversión en megatendencias, el foco en sostenibilidad, la implementación de técnicas cuantitativas de control del riesgo, o la correcta perfilación del inversor son ya herramientas ineludibles en una gestión eficiente.

En un entorno de fuerte crecimiento, inflación y dudas sobre el impacto del cambio del modelo de la Reserva Federal, no hace falta decir que los mercados de renta variable siguen siendo más atractivos que los de renta fija. En un momento en el que la discriminación dentro de los mercados de renta variable se produce principalmente a nivel de factores, seguimos creyendo que **debe mantenerse un buen equilibrio entre growth, calidad y value;** y que hay que centrarse en los principales temas de growth que han surgido de la crisis, a saber, el capital humano, la atención sanitaria, los grandes datos y la transición energética.

Desde el punto de vista geográfico, **preferimos la renta variable europea y japonesa a la estadounidense**, ya que ofrecen un mayor apalancamiento en el ciclo de recuperación que se espera que dure hasta finales del próximo año.

La renta variable china, que tuvo una rentabilidad inferior en el primer semestre, nos parece que tiene una bonita originalidad. Su valoración ha vuelto a ser relativamente atractiva en comparación con el resto del mundo, mientras que las autoridades se esfuerzan por canalizar el abundante ahorro hacia los mercados financieros y evitar la especulación en otros activos (Bitcoin, materias primas, inmuebles, etc.). Por último, en un momento en el que todas las preguntas se centran en el endurecimiento de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales, como la Fed y el BCE, China será una excepción, ya que no aplicó ninguna medida extraordinaria durante la crisis. El **mercado chino no se ha beneficiado de la avalancha de liquidez de este año;** tampoco sufrirá su agotamiento y, por tanto, **puede marcar la diferencia en los próximos meses.** Es cierto que China no participa actualmente en la aceleración de la actividad mundial. Sin embargo, es de esperar que la intensificación de la campaña de vacunación mejore las condiciones económicas y que el gran éxito de las autoridades en el restablecimiento de la estabilidad financiera les permita aflojar un poco las restricciones.



Benjamin Melman
CIO Global de Edmond de Rothschild Asset Management

Los mercados de bonos son menos atractivos en general. Con la inflación sin resolver y la Fed acercándose a la normalización de su política monetaria, los bonos del Estado y los bonos corporativos con grado de inversión no ofrecen ni rendimiento ni interés en una cartera diversificada. De hecho, en caso de un aumento de los temores a la inflación o de un agotamiento de la liquidez que afecte a los mercados, estos bonos no desempeñarían su papel de refugio. Creemos que los **bonos subordinados financieros siguen siendo atractivos** porque siguen ofreciendo cierto rendimiento y una baja sensibilidad al riesgo de tipos de interés en un entorno en el que la recuperación es positiva para el sector financiero.

Creemos que los bonos subordinados financieros siguen siendo atractivos porque siguen ofreciendo cierto rendimiento y una baja sensibilidad al riesgo de tipos de interés.

Las perspectivas del segundo semestre dependerán de la rapidez para normalizar la inflación, tras el repunte en primavera. La Fed considera que es transitoria, aunque **es probable que la inflación sea mayor en los próximos meses que antes de la pandemia.** El swap de inflación a 10 años en EE.UU. está en el 2,50%, 50 puntos básicos por encima de la media de los 5 años prepandemia. Esta subida refleja las expectativas de inflación, pero también el aumento de la incertidumbre. La Fed argumenta que la curva de inflación estadounidense se ha desplazado hacia arriba, con el extremo corto claramente en cabeza. El swap de inflación a 2 años se sitúa sobre el 3%. Los factores que contribuyen a la inflación a corto son: la subida de los precios de las materias primas; las fuertes restricciones de la oferta que provocan escasez, por ejemplo, de chips, contenedores o trabajadores; un fuerte repunte de la demanda de los consumidores, por el ahorro acumulado…

Los inversores están interesados en las perspectivas de inflación a largo, clave para el rendimiento de los bonos y la valoración de activos. Los modelos sirven para predecir la inflación, pero han fallado a los bancos centrales. La noción de brecha de producción es crucial pero difícil de medir. Además, el proceso de inflación depende de las expectativas de hogares y empresas. Los bancos centrales están convencidos de que el descenso secular de la inflación ha anclado esas expectativas. Pero los choques estructurales pueden invertir las tendencias.

Estamos en una nueva era política. La Fed se inclina en contra de las expectativas de "tapering" y de subidas de tipos, al igual que el BCE. Los gobiernos, reforzados por un coste de la deuda históricamente bajo, tampoco harán por endurecer la fiscalidad. En segundo lugar, la **globalización parece debilitarse y las fuerzas demográficas de inflacionistas caen.** Además, las políticas climáticas y la transición energética podrían resultar inflacionarias. No está claro que estas fuerzas dominen la presión desinflacionista secular, pero la incertidumbre sobre la inflación aumenta.

Vincent Chaigneau

Responsable de análisis de Generali Insurance AM

Los bonos del Tesoro se dispararon en el primer trimestre, después llegó un periodo de calma. La postura de la Fed también contribuyó al descenso de 30 puntos básicos en los rendimientos reales a 10 años durante el segundo trimestre, hasta el -0,90%. Los tipos reales desempeñan un papel importante en la valoración de los activos de riesgo. Seguimos viendo los rendimientos nominales sesgados al alza en el segundo semestre, y la Fed empieza a debatir el "tapering" en otoño. La amenaza para la renta variable es limitada, la Fed es cautelosa y los tipos reales siguen muy negativos. Por lo tanto, **mantenemos nuestra preferencia por los activos de mayor riesgo, con una sobreponderación en crédito y renta variable frente a bonos del Estado. Dentro de la renta variable, preferimos Europa a EE.UU.** por las valoraciones más atractivas y la composición sectorial. También preferimos el efectivo y una duración más corta en la renta fija. Esperamos más caídas del USD según prosiga la recuperación.

Las perspectivas del segundo semestre dependerán de la rapidez para normalizar la inflación, tras el repunte en primavera.