



«Tras meses de recuperación paralela en indicadores económicos y mercados financieros, nos hemos instalado en una fase de cierta inestabilidad que podría prolongarse durante parte del cuarto trimestre»

Inestabilidad en rangos

Iniciamos la recta final de un año muy complicado en los mercados financieros, marcado por la irrupción de la pandemia de la COVID y una respuesta sin precedentes por parte de autoridades monetarias y gobiernos. El balance hasta los primeros días de octubre arroja **rendimientos muy moderados o aún negativos** en los principales índices bursátiles, desarrollados y emergentes, y en la deuda corporativa de peor calidad crediticia o *high yield*. En el extremo opuesto se encuentra, un año más y a pesar de partir de niveles de rentabilidad exiguos, la **deuda soberana de alta calidad y el oro**, activo refugio en tiempos de elevada incertidumbre, **que se revaloriza más de un 20% medido en euros**.

Así las cosas, para un inversor de carácter pasivo, seguidor de los índices y adverso a aprovechar los vaivenes del mercado, ha sido un mal año en bolsas y crédito corporativo, los activos de mayor componente de riesgo. Sin embargo, hay dos elementos clave en la evolución de los mercados que configuran el año 2020 como una gran oportunidad para destacar como gestor activo de carteras. El primero, la **tremenda dispersión de rendimientos sectoriales en bolsa**, reflejo del impacto asimétrico generado en la economía por la pandemia. En el caso del Euro Stoxx 50, la diferencia entre el retorno en el año entre el sector tecnológico y el sector bancario es superior al cincuenta por ciento.

Un segundo factor reside en la existencia de varias **fases de mercado o sub tendencias muy diferenciadas y con correlaciones relativamente estables entre las distintas clases de activo**. Como refleja la tabla adjunta, tras el rápido hundimiento general de los activos de riesgo entre mediados de febrero y finales de marzo, la masiva introducción de estímulos monetarios y fiscales derivó en una **fase alcista de una intensidad muy pocas veces vista en las últimas décadas, que se extendió hasta finales de agosto**. A partir de ese momento y hasta finales de septiembre, hemos asistido a una **nueva fase bajista de menor intensidad**, provocada por el temor a que, en adelante y al menos durante los próximos meses, la gradual recuperación económica se vea interrumpida (o revierta de forma parcial) ante la generalización de una segunda ola de contagios en Europa. La incertidumbre que generan la cita electoral en Estados Unidos y el proceso de negociaciones en relación al Brexit han contribuido en la misma dirección.

Si bien en los últimos días de septiembre y el inicio de octubre ha vuelto, con timidez, la configuración positiva al mercado, **la percepción es de inestabilidad**. Esta inestabilidad no viene, en todo caso, acompañada de un deterioro significativo en los indicadores tradicionales de tensión sistémica. Las redes de seguridad tejidas por bancos centrales y gobiernos constituyen un

JOSÉ MANUEL AMOR es socio, director de Análisis Económico de Afi.
Twitter: @JMAafi

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES FINANCIERAS EN 2020

	Pre-COVID	COVID shock	Rally de estímulos	Dudas ante rebrotes	Últimas dos semanas	En 2020
Activo/índice	31dic-19feb	19feb-23mar	23mar-31ago	31ago-24sep	24sep-6oct	31dic-6oct
Euro Stoxx 50 (%)	3,2	-35,7	31,7	-3,4	2,3	-13,7
S&P 500 (%)	4,8	-33,9	56,4	-7,2	3,5	4,0
MSCI World (%)	3,1	-34,1	53,3	-6,3	3,6	1,0
MSCI Emerging markets (%)	-1,0	-31,3	45,3	-4,0	4,2	-1,1
Renta fija High Yield USD (%)	1,2	-21,5	26,8	-1,8	1,7	0,6
Renta fija High Yield EUR (%)	1,3	-20,4	21,6	-0,6	0,8	-1,8
Tipo real 10 años EEUU (pb)	-24,0	5,0	-104,0	17,0	1,0	-105,0
Breakeven inflación 10 años EEUU (pb)	-12,7	-84,8	99,4	-22,1	8,8	-11,5
Tipo real 10 años ALE (pb)	-12,3	74,5	-62,7	1,5	-3,1	-2,1
Breakeven inflación 10 años ALE (pb)	-5,4	-70,5	57,4	-11,7	2,5	-27,6
USD (índice DXY) (%)	3,4	2,8	-10,1	2,4	-0,7	-2,8
EMCI (índice FX emergente) (%)	-3,3	-10,7	4,6	-1,7	0,0	-11,2
Oro (%)	5,6	-3,0	26,4	-5,1	1,8	25,0
Metales industriales (%)	-6,8	-15,5	32,9	-4,5	0,5	0,5

Fuente: Afi, Bloomberg.

sólido soporte para el correcto funcionamiento de los mercados. Mirando hacia adelante, consideramos muy probable que asistamos a una nueva ronda de estímulos monetarios y fiscales en la parte final del año o comienzos de 2021. El BCE y la Fed redoblarán esfuerzos, muy probablemente ampliando sus programas de compras de activos. En materia fiscal, y aunque quizás de forma más selectiva que en la primera ronda, los gobiernos evitarán que se produzcan efectos acantilado. En Estados Unidos, una amplia victoria demócrata sería el catalizador para un ambicioso programa de gasto. El Fondo de Recuperación y Resiliencia comenzará a materializarse en próximos meses.

Salvo escenario de cola, **un nuevo episodio de dislocación de precios como el experimentado en febrero-marzo parece muy poco probable.** La estabilidad financiera sólo se verá amenazada si se produce un empeoramiento substancial en los ingredientes clave que dotan de equilibrio a la actual situación: la atenuación gradual del virus (nuevas olas de contagio, decrecientes en intensidad), mejoras en la gestión de su incidencia para evitar confinamientos estrictos generalizados, expectativa de vacunas y tratamientos en un horizonte razonable y persistencia en la provisión de estímulos fiscales y monetarios ::