



«Las perspectivas para 2021 mejoran. El escenario surgido del resultado electoral el EEUU y los avances en la vacuna apoya la extensión en el tiempo de la rotación sectorial experimentada por la renta variable en los primeros días de noviembre. Toca ajustar las carteras en esa dirección, al tiempo que reducir la exposición a la renta fija soberana»

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

Esperanza sanitaria, rotación en mercados

Aludíamos el pasado mes a que la inestabilidad vivida en los mercados financieros, los vaivenes entre configuración favorable y desfavorable a los activos de superior corte de riesgo, podría prolongarse durante la parte final de año. Defendíamos también que existían apoyos suficientes que reducían en gran medida la probabilidad de una deriva negativa profunda. En definitiva, que seguirían siendo la interacción entre la evolución de las variables pandémicas (contagios y presión sanitaria frente a avances en tratamientos y vacunas) y la **persistencia en la provisión de estímulos monetarios** y fiscales los factores determinantes de la dirección a medio plazo para la actividad económica y las variables financieras.

Desde entonces, la pandemia ha seguido mostrando su cara menos amable. El ritmo de contagios, y con el lógico decalaje, las hospitalizaciones y muertes, han seguido subiendo en Europa y EE.UU., alimentando el fantasma de una doble uve para el PIB en el cuarto trimestre de 2020 y una **menor intensidad en el rebote de la actividad** en el conjunto de 2021. Durante noviembre y parte de diciembre es altamente probable que asistamos a un **deterioro del pulso macro**, producto del impacto de la generalización de las medidas de confinamiento y la **pérdida de confianza de los agentes**. En consecuencia, nuestras **previsiones de creci-**

miento para el próximo año **se han ajustado ligeramente a la baja**.

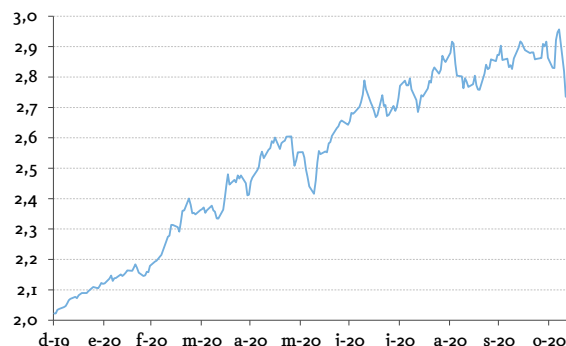
En todo caso, consideramos que el **balance de las últimas semanas es esperanzador** debido a la confluencia de **tres factores** muy relevantes. En primer lugar, la confluencia de expectativas de **mayor estímulo monetario** y de necesario **refuerzo en la provisión de apoyos de corte fiscal** (con ajustes clave para una mejor adaptación a los desafíos que enfrentan empresas y hogares en el momento actual). En segundo lugar, la **superación del hito electoral en EE.UU.** con la victoria –salvo sorpresa mayúscula– de Biden, cuya contribución a la **reducción de incertidumbre** es muy relevante. La amenaza de largo *impasse* por una posible judicialización del resultado queda como riesgo de cola, y la ausencia de control pleno en el Congreso es, posiblemente, el escenario más positivo para los mercados financieros, por norma recelosos ante la perspectiva de asistir a grandes cambios regulatorios.

Por último, y de forma fundamental, el anuncio de **avances importantes en la vacuna** para la COVID-19 anunciados por Pfizer y la alemana BioNtech. Esta vacuna se encuentra aún en Fase III (si bien acelerada) y existen desafíos importantes para su distribución global una vez esté lista, pero las noticias sobre su alta eficacia son muy positivas. En un mercado dirigido en gran medida por expectativas –y una

salida a la crisis sanitaria es la más poderosa— la reacción a la posibilidad, cada vez más real, de contar con vacunas ya en la primavera imprime **una muy necesaria dosis de esperanza** —léase probabilidad de ocurrencia— a una aceleración del proceso de normalización cíclica a medio plazo.

Por todo ello, es obligado reaccionar y **plantear cambios en nuestro posicionamiento genérico inversor, o *asset allocation***. La reconfiguración del mismo se materializa en un alza de la exposición a activos de superior componente de riesgo, con una rotación a favor de **sectores de corte más cíclico** y con elevado **componente *value* en renta variable**. Un entorno de menor incertidumbre y mayor esperanza sobre la recuperación económica a medio plazo **no justifica la prima de valoración actual de los sectores de corte *growth* frente a los *value***. Aunque el movimiento a favor de estos últimos durante la segunda semana de noviembre ha sido muy intenso, creemos que la corrección de la diferencia de valoración y evolución de retornos entre estos dos estilos tiene recorrido durante los próximos meses. Esta expectativa de convergencia no implica, en todo caso, el retroceso en términos absolutos de las empresas y sectores *growth*. Es más,

Ratio de retorno total de índices MSCI *growth* frente a *value*



Fuente: Afi, Bloomberg

dentro de este estilo, mantenemos nuestra **sobreponderación en empresas de tecnología**.

El aumento de riesgo se *financia* con una reducción de posiciones en activos «seguros» como la **deuda soberana de economías desarrolladas** y la **renta fija privada *investment grade***, que se combina con un alza moderada de la liquidez (reserva de pólvora seca para invertir más adelante) y de la exposición a segmentos de la renta fija con mayor aporte de rentabilidad, como la deuda *high yield* (concentrándonos en varios de los sectores más castigados durante la mayor parte de 2020) y la renta fija emergente ::