



Review Outlook 12.2020

Una desaceleración proyectada del 2,5 % en el cuarto trimestre dejará el crecimiento en territorio negativo en EE. UU. para 2020 (-2,8 %). Los datos muestran una economía estadounidense que llega cojeando a fin de año y sugieren que muchos estadounidenses tendrán dificultades en los próximos meses a medida que aumentan los casos de coronavirus en todo el país. Las empresas también se enfrentan a cierres o licencias provisionales debido a un clima más frío y al menor tráfico peatonal. **La caída en el ingreso personal (-1,1 %) se debió en gran medida al vencimiento de los programas federales** de estímulo, incluido el programa de protección de cheques de pago (PPP), la asistencia a los agricultores y los beneficios de desempleo. La disminución en el gasto personal fue menos severa (-0,4 %) que el retroceso de los ingresos, ya que los hogares aprovecharon los ahorros acumulados. **El consumo disminuyó por primera vez desde abril y el último paquete fiscal proporcionará un colchón muy necesario, ya que muchos desempleados ya han agotado los beneficios regulares.** Trump está pidiendo que los pagos de estímulo para las personas aumenten de 600 USD según la legislación actual a 2.000 USD, lo que proporcionaría cierto colchón. La reciente aceleración en los casos de COVID-19 seguirá pesando sobre el gasto en servicios durante los meses de invierno, mientras que el gasto en bienes estará más aislado por unos ahorros aún elevados.

A raíz de las nuevas estimaciones, **la economía de la zona del euro se contraerá un 7,4 % en 2020 y es que los nuevos cierres tendrán un efecto muy negativo para este último trimestre** en el que se estima que el PIB se sitúe en el -2,4 %. La recuperación de la producción industrial alemana ganó más tracción de lo previsto (3,2 %); no obstante, con la mayor parte de Europa lidiando con una segunda ola de infecciones y medidas de contención más estrictas, es probable que la demanda interna y europea se modere, lo que apunta a riesgos al alza para los fabricantes alemanes a medida que se acerca el final de año. Los pedidos de fábrica también se recuperaron fuertemente en octubre, con una expansión del 2,9 % respaldada en gran medida por la demanda de bienes de capital fuera de la zona euro y la demanda interna de bienes intermedios. En contraste, **la demanda de la eurozona se expandió solo marginalmente, en un 0,5 %, lo que pone de relieve una demanda europea más débil a medida que la región se enfrenta a una segunda ola de infecciones.** La tasa de desempleo desciende al 8,4 % frente al 8,5 % de septiembre, mientras que la juvenil supera el 18 %.

Para la economía española se estima una contracción superior al 11,5 % del PIB en 2020, cediendo este en el último trimestre por encima del 3 %. En este sentido las industrias minorista, hotelera, de transporte y ocio superarían un déficit del 6,7 % en la economía española. **Este hecho se dejaba notar en el último dato trimestral del 3T de pernoctaciones en el país, que cedió un 72 % en comparación al año anterior.** Y es que la nueva oleada de contagios, cierres y restricciones a la movilidad continúa restringiendo el consumo: si para noviembre las ventas minoristas cedían un -4,3 % a/a frente al -3 % a/a de octubre, de cara a diciembre, a pesar de la temporada navideña, podríamos ver tan solo una pequeña recuperación. Esto se ha reflejado con fuerza en los hogares, donde la tasa de ahorro en el tercer trimestre subió hasta el 15,01 %. **Los PMI marcaban sin duda este sentimiento en el corto plazo, cediendo con fuerza el de servicios hasta niveles de 36,6** en noviembre mientras que el manufacturero cerraba el mes cercano al 51, ambos adelantado el bajo optimismo y las menores expectativas de cara a los próximos meses.

- Se estima que **la economía china se expanda un 2,0 % en 2020, siendo la previsión para el cuarto trimestre de +2,3 %, y es que los datos siguen siendo favorables.** La producción industrial registró una expansión interanual del 7,0 % en noviembre, el aumento más rápido en lo que va del año, mientras que las exportaciones registraron un crecimiento interanual del 14,9 % en noviembre, la lectura más alta desde abril de 2019. Las ventas minoristas aumentaron un 5,0 % en noviembre, el mayor aumento de este año y una señal de que la recuperación del consumo de los hogares continuó. Esto llevaba a que los beneficios industriales de China continuaran aumentando bruscamente en noviembre (15,5 %), **impulsados por el crecimiento de la actividad, las fuertes exportaciones y una mayor recuperación del gasto de los consumidores.** El crecimiento de los beneficios se redujo desde octubre, pero aún marcó un sexto mes de ganancias de dos dígitos, lo que debería reforzar la capacidad del sector industrial para retener a los trabajadores e invertir. Los PMI se mantienen muy por encima de 50, en territorio expansivo.

El precio del **oro negro se mantenía por encima de los 48 \$brl, gracias al mismo empuje que mantenía al alza las bolsas: el inicio de la vacunación masiva en las principales economías del mundo.** Esto supondría un elevado potencial de recuperación de la demanda mundial de crudo; a pesar de que la OPEP incrementaba levemente la producción, esto tan solo compensaba el incremento de la demanda de almacenaje, el Brent rompía la barrera de los 50 \$brl. También en diciembre se observó una fuerte recuperación del oro: **el incremento de los riesgos de los efectos en la economía real de esta segunda ola de contagios y restricciones llevaba al oro a cerrar por encima de los 1.900 \$/oz.** El euro continuaba apreciándose respecto al dólar por encima del 2 %; un Brexit con acuerdo, unas perspectivas favorables para Europa, así como la recuperación del comercio mundial y el fin de la rentabilidad macroeconómica superior de EE. UU. continúan acompañando la depreciación del USD y con ello alzas también para el resto de los *commodities* ante esta debilidad.

A medida que los efectos de la pandemia han llevado a esta recesión sin precedentes, las respuestas políticas y económicas han sido de la misma índole. Las intervenciones de los bancos centrales y los gobiernos han proporcionado un apoyo financiero a hogares y empresas, mientras que de otro modo la situación habría llevado a una mayor profundidad y duración de esta crisis mundial. **Trump suscribió el proyecto de ley por valor de 2,3 billones de dólares conocido como ómnibus, formado por el segundo paquete de estímulo fiscal de 900 MM\$ que se pondrá en marcha en el primer trimestre de 2021** y 1,4 billones de dólares para financiar a la Administración hasta septiembre. Además, el Congreso ha dado el visto bueno al proyecto de ley para aumentar el valor de los cheques de asistencia para personas de 600 dólares a 2.000 dólares.

En este mismo sentido, en Europa **empieza el plan New Generation, un total de 1,8 billones de euros que ayudarán a reconstruir Europa después de la COVID-19.** A su vez, el BCE mantenía los tipos sin cambios en el -0,5 %, incrementaba el programa de recompra de activos (PEPP) en 500 MM€ hasta marzo del 2022 y anunciaba nuevas TLTRO con 3 años de vencimiento. De este modo, la capacidad de compra del BCE se situaría en torno a los 1,3 billones de euros durante los próximos 15 meses, lo que da al BCE la capacidad más que suficiente para absorber la totalidad de la emisión neta de deuda que realicen los gobiernos de la zona euro.

- **Este año hemos vivido una de las mayores crisis sanitarias y económicas** que se recuerdan; con el inicio de la pandemia **la renta fija, el oro y los sectores defensivos y ligados a la evolución de la crisis han servido de refugio y colchón** para amortiguar las fuertes caídas, con alzas significativas en el transcurso del año (Nasdaq >45 % YTD, Healthcare >11 %, Oro >23 % YTD, IG Corp >10 % YTD). **Pero ahora, tras el renovado optimismo de los últimos meses, las inversiones cíclicas, de valor y los valores de menor capitalización han empezado a tomar el relevo.** No obstante, y a pesar de que las alzas han sido de dos dígitos en estos dos últimos meses, cierran el año en terreno negativo, como ha sido el caso del sector financiero en Europa <-23 % YTD, viajes y ocio <-13 % YTD y Oil & Gas <-19 % YTD, por ejemplo.

Diciembre no ha defraudado. Si noviembre nos dio un nuevo presidente en EE. UU. y una vacuna efectiva para luchar contra la COVID-19, en este último mes del 2020 prácticamente hemos salvado tres de los últimos grandes riesgos conocidos para el impulso de la economía, el nuevo paquete de estímulos en EE. UU. y en Europa, así como un Brexit ordenado. Si además le sumamos que (aunque lentamente) se ha empezado con la vacunación en las principales economías del mundo, tenemos como resultado unas bolsas que continuaban con la tendencia alcista de noviembre, obviando los efectos que dejará en la economía real esta nueva oleada. En este sentido, el índice americano S&P500 cerraba el año con una subida superior al 17 %, mientras que, en este lado del Atlántico y a pesar de las fuertes alzas vistas a finales del año, cerraban en negativo entre el -1,5 % y el -3 %, a excepción del motor europeo, Alemania, que cerraba con una subida >4 %. Mientras tanto, el selectivo español, uno de los índices más castigados, lo hacía con una caída por encima del -11 %. Los mercados emergentes, que habían sido también muy penalizados, lograban recuperar las esperanzas de un mayor consumo y de la recuperación del turismo a nivel mundial de cara al 2021 y cerraban el año cerca del +15 % (MSCI Emerging Markets). Respecto a estos últimos, **un crecimiento del PIB global por encima de la tendencia, la continuidad de la debilidad del USD, las políticas ultralaxas y la relajación de los principales riesgos de mercado incrementan el interés por los ME y las materias primas.**

La renta fija mundial se anotó rentabilidades dispares, teniendo un mejor comportamiento la renta fija corporativa frente a la deuda pública. Mientras que los diferenciales de la deuda corporativa se estrecharon animados por las esperanzas de que la distribución de las vacunas contra la COVID-19 impulse la recuperación económica y proteja los resultados empresariales, los rendimientos de la deuda pública de los grandes países, excepto los bonos del Tesoro de EE. UU., se alzaron con estas renovadas esperanzas. En este sentido, **una situación de elevado endeudamiento y financiación prácticamente gratis, así como un incremento de los costes de financiación, serían altamente negativos sobre todo para el HY americano, de modo que el binomio rentabilidad-riesgo no hace tácticamente atractiva la inversión.** Mientras tanto, el mayor apetito por el riesgo en un entorno con mejores perspectivas para la actividad seguirá beneficiando a los países emergentes, lo que continuaría relajando los diferenciales.

Aunque una vacuna efectiva mejora las perspectivas para el segundo semestre de 2021, **los riesgos a corto plazo persisten** ahora que están volviéndose a imponer restricciones en muchos países para luchar contra la segunda oleada del virus. Se prevé que estos confinamientos provoquen un deterioro considerable del entorno macroeconómico durante los próximos uno o dos trimestres. Por lo tanto, **mantenemos una visión neutral sin tomar elevados riesgos, analizando oportunidades en sectores y regiones que han quedado rezagados en el entorno de mercado actual.**

País	PIB			
	2019	2020		2021
		Previo	Consenso	
Mundo	3,00%	-3,80%		5,20%
EEUU	2,30%	-2,80%	-3,50%	3,90%
Zona Euro	1,20%	-4,30%	-7,40%	4,60%
Alemania	0,60%	-4,00%	-5,60%	4,00%
España	2,00%	-9,00%	-11,60%	6,20%
China	6,10%	4,90%	2,00%	8,20%
Brasil	1,10%	-3,90%	-4,60%	3,50%
India	7,20%	4,20%	4,20%	-8,45%
Rusia	1,30%	-3,40%	-3,80%	3,00%

País	IPC			
	2019	2020		2021
		Previo	Consenso	
Mundo	3,00%	4,90%	2,20%	2,70%
EEUU	1,80%	1,20%	1,20%	2,00%
Zona Euro	1,20%	-0,30%	0,30%	0,90%
Alemania	1,40%	-0,30%	0,40%	1,30%
España	0,80%	-0,50%	-0,30%	0,60%
China	2,90%	-0,50%	2,60%	1,61%
Brasil	3,70%	4,31%	3,20%	3,50%
México	3,60%	3,33%	3,48%	3,55%
Rusia	4,50%	4,90%	3,30%	3,75%

Asset class	View	Asset class	View 31/12/2020	Comments
Equities	=	US	=	Continúa el sentimiento tras el traspaso efectivo de poderes a Biden. A pesar de que los Hard Data seguirán mostrando la desaceleración económica con la segunda oleada, la consecución efectiva de la vacuna y el acuerdo sobre el nuevo paquete de estímulo fiscal proyecta un entorno más favorable. Quedaría pendiente determinar el color del Senado en enero cuyo desenlace podría ser el detonador para inclinar la balanza.
		Europe	=	Mejora substancial de las perspectivas sobre la recuperación Europea, la consecución de la vacuna cambia la visión sobre el sector terciario. El mercado Español pone en valor esa mejora con fuertes alzas en los parques y renovado optimismo tras el acuerdo comercial entre Uk y los 27.
		EM	=	Un dólar perdiendo fuerza permite a los EM hacerlo bien. Los EM suelen hacerlo mejor en los ciclos de recuperación, impulso también para las commodities. El nuevo presidente electo mejora las relaciones y el comercio con los EM. Dentro de los mercados emergentes tenemos distintas visiones, por ejemplo sobre ponderaríamos Asia (sobre todo China) y mantendríamos una visión más cautelosa sobre India y Latam.
Fixed Income	=	US Government	=	Aun con cierta volatilidad en los mercados, la deuda Gob. ofrecería cierta protección. El empujamiento de la curva en los plazos largos, sugiere que en la parte larga de la curva hay más valor.
		European Government	=	Si persistiera volatilidad en los mercados, la deuda gobierno core ofrecería cierta protección pero por otro lado los periféricos han corrido con fuerza, por tanto si sumamos unas mejores perspectivas macro que podrían llevar a repuntes de yields (España y Portugal 10y por debajo de 10 bps).
	=	US Credit	=/-	El HY mantiene un rendimiento del 2,6%, frente a un máximo anual del 7% y el IG se sitúan algo por encima del 1% a 5 años, frente a un máximo del 4%. En este sentido remarcamos que en una situación de elevado endeudamiento y financiamiento prácticamente gratis, un incremento de los costes de financiación serían altamente negativo sobre todo para el HY de modo que el binomio rentabilidad riesgo no es atractivo.
		European crédito	=	Investment Grade en duraciones intermedias para evitar posibles shocks y en HY iríamos a duraciones más cortas, aunque ya ha tenido mucho recorrido.
	=	EM debt	=/+	El mayor apetito por el riesgo en un entorno con mejores perspectivas para la actividad seguirá beneficiando a los países emergentes gracias a su peso en materias primas y el turismo. La continuidad de la debilidad del USD, las políticas ultra laxas y la relajación de los principales riesgos de mercado (elecciones EEUU y COVID-19 avances en vacunas) relaja los diferenciales.
Commodities	=	Gold	=	A medida que las perspectivas económicas mejoren y se vayan confirmando (vacuna, mejoras en el crecimiento) puede ser que parte del flujo financiero en Oro se reduzca afectando así al precio. Estructuralmente, es un activo a mantener pero si las buenas noticias se van confirmando, preferimos mantener una visión neutral.
		Oil	=	Un mayor crecimiento global, impulsaría el consumo, no obstante las nuevas restricciones a la movilidad y el descenso en la recuperación global lastran la evolución del precio.
		Materias Primas	=	Un mayor crecimiento global, impulsaría commodities.

NEGATIVE
NEUTRAL
POSITIVE

-
=
+

● Evolución y datos macro

Una desaceleración proyectada del 2,5 % en el cuarto trimestre dejará el crecimiento en territorio negativo para 2020 (-2,8 %). Los datos muestran una economía estadounidense que llega cojeando a fin de año y sugieren que muchos estadounidenses tendrán dificultades en los próximos meses a medida que aumentan los casos de coronavirus en todo el país. Las empresas también se enfrentan a cierres o licencias provisionales debido a un clima más frío y al menor tráfico peatonal. La caída en el ingreso personal (-1,1 %) se debió en gran medida al vencimiento de los programas federales de estímulo, incluido el programa de protección de cheques de pago (PPP), la asistencia a los agricultores y los beneficios de desempleo. La disminución en el gasto personal fue menos severa (-0,4 %) que el retroceso de los ingresos, ya que los hogares aprovecharon los ahorros acumulados. El consumo disminuyó por primera vez desde abril y el último paquete fiscal proporcionará un colchón muy necesario, ya que muchos desempleados ya han agotado los beneficios regulares. **Trump está pidiendo que los pagos de estímulo para las personas aumenten de 600 USD según la legislación actual a 2.000 USD, lo que proporcionaría cierto colchón.** La reciente aceleración en los casos de COVID-19 seguirá pesando sobre el gasto en servicios durante los meses de invierno, mientras que el gasto en bienes estará más aislado por unos ahorros aún elevados. Tanto la inflación general como la subyacente se mantuvieron estables en el mes, pero las tendencias interanuales están comenzando a mostrar una tendencia desinflacionaria y se espera que el deflactor PCE principal, actualmente en el 1,4 %, se acerque al 1,0 % en los próximos meses.

● Visión de Vall Banc

Los reclamos de desempleo y gasto muestran cierto colapso de la economía de EE.UU. A pesar de que los pedidos básicos de bienes de capital aumentaron, este dato fue mucho menor que el anterior (0,4 % frente al 1,9 % del mes anterior). Además, el sentimiento del consumidor disminuye (de 93 a 88) y las ventas de nuevas viviendas cae a mínimos de cinco meses. Críticas para la perspectiva son las dos elecciones del Senado en Georgia el 5 de enero. A pesar de que en los parques continúa el sentimiento positivo, los Hard Data seguirán mostrando la desaceleración económica con la segunda oleada; no obstante, la consecución efectiva de la vacuna y el acuerdo sobre el nuevo paquete de estímulo fiscal proyecta un entorno más favorable. **Quedaría pendiente determinar el color del Senado en enero, cuyo desenlace podría ser el detonador para inclinar la balanza.** Si los republicanos ocupan la cámara al ganar al menos un escaño, la posibilidad de otra ronda de ayuda disminuirá. OW: servicios digitales, *healthcare*, servicios públicos. N: autos, *oil & gas*, consumo discrecional e industrial, sector financiero.

● Evolución y datos macro

A raíz de las nuevas estimaciones, la economía de **la zona euro se contraerá un 7,4 % en 2020 y es que los nuevos cierres tendrán un efecto muy negativo para este último trimestre en el que se estima que el PIB del cuarto trimestre se sitúe en el -2,4 %**. En cambio, la inflación se mantiene sin cambios en el 0,3 %. La recuperación de la producción industrial alemana ganó más tracción de lo previsto (3,2 %); no obstante, con la mayor parte de Europa lidiando con una segunda ola de infecciones y medidas de contención más estrictas, es probable que la demanda interna y europea se modere, lo que apunta a riesgos al alza para los fabricantes alemanes a medida que se acerca el final de año. Los pedidos de fábrica también se recuperaron fuertemente en octubre, con una expansión del 2,9 % respaldada en gran medida por la demanda de bienes de capital fuera de la zona euro y la demanda interna de bienes intermedios. En contraste, **la demanda de la eurozona se expandió solo marginalmente, en un 0,5 %, lo que pone de relieve una demanda europea más débil a medida que la región se enfrenta a una segunda ola de infecciones**. La tasa de desempleo desciende al 8,4 % frente al 8,5 % de septiembre, mientras que la juvenil supera el 18 %.

● Visión de Vall Banc

Los PMI preliminares de diciembre sorprendieron al alza de manera importante, con el índice *composite* de la UME pasando desde 45,3 hasta 49,8, el manufacturero desde 53,8 hasta 55,5 y el de servicios desde 41,7 hasta 47,3. En este sentido, conviene tener presente que muchas de estas decisiones se tomaron hace unos pocos días y, por lo tanto, es muy factible que **el indicador no llegase a recoger su efecto, lo que abre la puerta a ver un descenso en la lectura final de diciembre o en enero**. Debido a que las medidas de contención aumentaron en diciembre, esperamos que la debilidad en la demanda se haya intensificado, lo que aumenta los riesgos a la baja para la recuperación industrial en toda la región. Mejora sustancial de las perspectivas sobre la recuperación europea; la consecución de la vacuna cambia la visión sobre el sector terciario. OW: sectores apoyados por los fondos de recuperación europeos: medio ambiente (renovables, ferrocarril, tratamiento de residuos), digitalización, pensiones, salud... No obstante, no perdemos de vista los más castigados, que ofrecerían fuertes retornos, sector financiero y terciario.

● Evolución y datos macro

Se estima **una contracción superior para la economía española, del 11,5 % en 2020, con unas estimaciones para el último trimestre de caída del PIB por encima del 3 %**. En este sentido, las industrias minorista, hotelera, de transporte y recreativa superarían un déficit del 6,7 % en la economía española. **Este hecho se dejaba notar en el último dato trimestral del 3T de pernoctaciones en el país, que cedió un 72 % en comparación al año anterior**. El IPC 2020 podría situarse por encima del actual -0,4 %, debido a los costes del combustible, algo nada positivo para el consumidor. **Y es que la nueva oleada de contagios, cierres y restricciones a la movilidad continúa restringiendo el consumo: si para noviembre las ventas minoristas cedían un -4,3 % a/a frente al -3 % a/a de octubre**, de cara a diciembre, a pesar de la temporada navideña, podríamos ver tan solo una pequeña recuperación. Y esto se ha reflejado con fuerza en los hogares, donde la tasa de ahorro en el tercer trimestre subió al 15,01 %. **Los PMI marcaban sin duda este sentimiento en el corto plazo, cediendo con fuerza el de servicios hasta niveles de 36,6 en noviembre mientras que el manufacturero cerraba el mes cercano al 51, ambos adelantando el bajo optimismo y las menores expectativas de cara a los próximos meses**.

● Visión de Vall Banc

La perspectiva a corto plazo para la economía española, tan dependiente del sector terciario, por ahora no es positiva, y es que esta nueva oleada que durará hasta bien entrado el 1T continuará llevando al país a una mayor contracción en el 4T y limitará las posibilidades de un repunte en el 1T. A partir del 2T21, el despliegue de la vacuna debería permitir una recuperación mucho más fuerte en la industria de viajes. A medida que mejoren las perspectivas económicas, también esperamos que la demanda interna se recupere. **El mercado español pone en valor esa mejora con fuertes alzas en los parqués y renovado optimismo tras el acuerdo comercial entre el Reino Unido y los 27**. El renovado optimismo que ha llevado a fuertes alzas en los parqués podría no durar mucho tiempo y **mantendríamos una visión cautelosa por el momento sin perder de vista aquellos sectores que podrían presentar revalorizaciones importantes en el medio plazo** (hoteles, aerolíneas).

● Evolución

Se estima que la economía china se expanda un 2,0 % en 2020, siendo la previsión para el cuarto trimestre de +2,3 %, y es que los datos siguen siendo favorables. La producción industrial registró una expansión interanual del 7,0 % en noviembre, el aumento más rápido en lo que va del año, mientras que las exportaciones registraron un crecimiento interanual del 14,9 % en noviembre, la lectura más alta desde abril de 2019. Las ventas minoristas aumentaron un 5,0 % en noviembre, el mayor aumento de este año y una señal de que la recuperación del consumo de los hogares continuó. Esto llevaba a que los beneficios industriales de China continuaran aumentando bruscamente en noviembre (15,5 %), **impulsados por el crecimiento de la actividad, las fuertes exportaciones y una mayor recuperación del gasto de los consumidores.** La deflación más lenta en los precios al productor también supuso un impulso. El crecimiento de los beneficios se redujo desde octubre, pero aún marcó un sexto mes de ganancias de dos dígitos, lo que debería reforzar la capacidad del sector industrial para retener a los trabajadores e invertir. Los PMI se mantienen muy por encima de 50, en territorio expansivo.

● Visión de Vall Banc

Asia continúa proyectando datos favorables con China a la cabeza de la recuperación; esperamos que los beneficios se mantengan fuertes en los próximos meses, con la recuperación del consumo de los hogares y unas exportaciones enérgicas para sostener el repunte de la demanda. Los motores del crecimiento en 2021 se desplazarán hacia el consumo y la inversión empresarial, lejos de la infraestructura y la inversión inmobiliaria. Sin embargo, en medio de una postura de política macro más estricta, esperamos que el impulso del crecimiento sea algo más lento, aunque el turismo interno y las inversiones en tecnología deberían continuar apoyando el crecimiento en 2021. **El RCEP, el tratado de libre comercio de la región Asia Pacífico, será un nuevo pilar para China. A nivel general, a pesar de la desaceleración en los próximos meses, las materias primas y por tanto los productores como Brasil se beneficiarán por la aceleración de la actividad global y en mayor medida en China.** El mayor apetito por el riesgo en un entorno con mejores perspectivas para la actividad seguirá beneficiando especialmente a los países emergentes gracias a su peso en materias primas y turismo. En este sentido, un crecimiento del PIB global por encima de la tendencia, **la continuidad de la debilidad del USD, las políticas ultralaxas y la relajación de los principales riesgos de mercado (elecciones estadounidenses y COVID-19, avances en vacunas) incrementan el interés por los ME.**

● Evolución

Trump suscribió el proyecto de ley por valor de 2,3 billones de dólares, conocido como ómnibus, formado por el segundo paquete de estímulo fiscal de 900 MM\$ que se pondrá en marcha en el primer trimestre de 2021 y 1,4 billones de dólares para financiar a la Administración hasta septiembre. Además, el Congreso ha dado el visto bueno al proyecto de ley para aumentar el valor de los **cheques de asistencia para personas de 600 dólares a 2.000 dólares.** Ahora se encuentra en manos del Senado, un Senado que por ahora sigue siendo republicano, lo que hace pensar que probablemente se lleve a cabo aunque no sabemos si en todo su alcance. A su vez, la **FED anunciaba que mantendría la flexibilización cuantitativa y los tipos en el rango 0-0,25 % hasta que la inflación se mantenga de manera sostenible en o por encima de su objetivo del 2 % y el empleo cerca de máximos.** La Reserva Federal podía mantener los tipos donde están hasta al menos 2023. Durante el mes de diciembre hemos asistido a cierto tensionamiento de la curva americana, llegando el rendimiento del **T-Note a diez años hasta el 0,97 % ante la menor aversión al riesgo** provocada por las positivas expectativas puestas en la vacuna. Por su parte, la pendiente 10-5 años de la curva también mostraba el mismo optimismo. No obstante, los temores a una ralentización de la vacunación masiva, así como las nuevas restricciones, la hacían retroceder para cerrar el año por encima del 0,91 %.

● Visión de Vall Banc

Aun con cierta volatilidad en los mercados, la deuda de gobierno ofrecería cierta protección. El empinamiento de la curva en los plazos largos sugiere que en la parte larga de la curva hay más valor. **La deuda vinculada a la inflación mantiene su atractivo ante unas expectativas renovadas de mejora económica y por la ingente inyección de liquidez en los mercados.** La curva continuó con su proceso de *steepening* alimentado por el alza de las bolsas; esperamos una curva ligeramente más pronunciada, respaldada por esta recuperación. Los bajos niveles actuales del 30 años (>1,6 %) nos reafirman que la Reserva Federal no dejará que se vayan demasiado lejos. **Con el retorno de la volatilidad causado por las incertezas, mantendríamos una visión positiva en bonos del Tesoro de EE.UU. durante los próximos tres meses** como contrapeso a las incertidumbres en torno a la pandemia y los posibles estímulos fiscales. **Rango Try 1 % a +1,5 %, 10 yrs.**

● Evolución

En Europa **empieza el plan New Generation, un total de 1,8 billones de euros que ayudarán a reconstruir Europa después de la COVID-19. A su vez, el BCE mantenía los tipos sin cambios en el -0,5 %, incrementaba el programa de recompra de activos (PEPP) en 500 MM€ hasta marzo del 2022 y anunciaba nuevas TLTRO con 3 años de vencimiento.** De este modo, la capacidad de compra del BCE se situaría en torno a los 1,3 billones de euros durante los próximos 15 meses, lo que da al BCE capacidad más que suficiente para absorber la totalidad de la emisión neta de deuda que realicen los gobiernos de la zona euro. El BCE está cada vez más preocupado por las presiones desinflacionarias y ha reducido sustancialmente sus proyecciones, estimándose esta en un 0,2 %, con temores a entrar en una espiral deflacionaria hacia una "japonización" europea. Tras el descalabre visto tanto en las bolsas como en las curvas europeas después del descubrimiento de una nueva cepa más activa, la rentabilidad de los bonos a 10 años repuntaba y lograba recuperar parcialmente el terreno perdido, de modo que el **Bund conseguía cerrar el año en el -0,572 % en Alemania, -0,235 % en Francia, -0,343 % en España y 0,541 % en Italia.**

● Visión de Vall Banc

Si persistiera la volatilidad en los mercados, la deuda de gobierno *core* ofrecería cierta protección; no obstante, los periféricos han corrido con fuerza y, si le sumamos unas mejores perspectivas macro, esto nos podría llevar a repuntes de *yields* (España y Portugal 10y por debajo de 10 bps), aumentando el riesgo de pérdida en nuestras inversiones. Aunque los estudios publicados por el BCE apuntan que podrían llegar a rebajarse los tipos hasta el -1 % antes de que sus efectos dañinos compensasen los potenciales beneficios, seríamos algo escépticos debido al contraproducente impacto sobre la banca que, a su vez, podría condicionar negativamente la concesión de crédito. No obstante, esto no evitará que los tipos negativos nos sigan acompañando durante mucho tiempo en la eurozona. Esto hace que el binomio rentabilidad-riesgo no sea nada atractivo. Respecto a la deuda *core*, el retorno de la volatilidad causado por las incertezas nos haría mantener cierta visión positiva en el corto plazo como contrapeso a las incertidumbres en torno a la pandemia y sus posibles efectos. Rango DBR -0,5 % a -0,7 %, 10yrs.

● Evolución

El inicio de la crisis supuso una penalización importante para los *spreads* de crédito, incluso aquellos de elevada calidad crediticia. Esto generó oportunidades de compra muy interesantes, aunque **la corrección que se ha observado ha sido tan relevante que ha dejado los *spreads* en niveles muy próximos a los que había antes de la pandemia.** La corrección a la baja de los *spreads* de crédito ha sido demasiado intensa, **especialmente en el mercado High Yield**, lo que pone de relieve que **el mercado podría estar infravalorando muchos riesgos que todavía existen.** El mercado está descontando una caída de la tasa de *default* para mayo del 3,85 % desde algo más del 9,0 % actual. Fitch tiene su previsión en el 6,0 % para finales del 2021. Las entidades bancarias siguen planteando provisiones notables para sus carteras crediticias, con provisiones de que el grado de *distress* actual tendría casi que doblarse. Por sectores continuamos observando **las dificultades del sector energético** pagando más de 550 pb, seguido del industrial, sectores muy afectados por la pandemia, mientras que el **sector financiero y de consumo estable cerrarían el año por debajo de los 300 pb.**

● Visión de Vall Banc

En este sentido, mientras que el crédito europeo continuará gozando de unos tipos negativos y las bajas emisiones que lo soportarían, en EE. UU., en una situación de elevado endeudamiento con EBITDA negativos y financiación prácticamente gratis, **un incremento de los costes de financiación sería altamente negativo para el crédito y sobre todo para el HY, de modo que el binomio rentabilidad-riesgo no es atractivo y por lo tanto mantendríamos un sesgo más neutral-negativo.** Los bonos HY de EE.UU. se encuentran con un rendimiento del 2,46 %, frente a un máximo anual del 7 % y una media a largo plazo del 4,3 %, y el IG se sitúa algo por debajo del 1 % a 5 años, frente a un máximo del 4 %. Los emisores de los sectores de publicidad y ocio seguirán siendo particularmente vulnerables, aunque presentarían una visión al alza junto a transporte, energético y minería que entrarían dentro de nuestro radar. OW: *utilities, healthcare, IT.*

● Evolución

Con el New Generation, el BCE incrementa el programa de recompra de activos (PEPP) en 500 MM€ hasta marzo del 2022, lo que lleva a la capacidad de compra del BCE a situarse en torno a los 1,3 billones de euros durante los próximos 15 meses. Esto proporciona al **BCE capacidad más que suficiente para absorber la totalidad de la emisión neta de deuda que realicen los gobiernos de la zona euro y le permite mantener sus compras de crédito y, en consecuencia, el apoyo necesario para el entramado industrial europeo.** En diciembre hemos continuado viendo el estrechamiento del crédito debido a este mayor apoyo por parte del BCE, algo que seguiremos viendo por parte del BCE y de los bancos centrales y gobiernos alrededor del globo. **Esto ha llevado a ver rendimientos del 1,65 % para el IG y del 2,77 % para el HY. A pesar de la evolución positiva que aún podremos ver de cara al 2021, los niveles actuales de rendimiento hacen que el crédito no ofrezca prácticamente ningún atractivo.**

● Visión de Vall Banc

Somos menos constructivos con respecto al crédito corporativo con un menor potencial de ajuste de los diferenciales. A pesar de que el crédito *high yield* sigue siendo una fuente atractiva de ingresos en un mundo de rendimientos escasos, consideramos que **las altas tasas de incumplimiento implícitas son demasiado optimistas y una situación de *risk off* podría llevar a fuertes ventas en los activos de más riesgo.** Aunque la previsión es que la evolución de los impagos en Europa sea más favorable que en EE. UU., las proyecciones de menores beneficios y de crecimiento económico global nos deberían llevar a ampliaciones de *spreads* sobre todo en los activos de menor calidad. **En este sentido, el binomio rentabilidad-riesgo del crédito europeo no ofrecería atractivo.** HY 5Y 1,22 %, IG 5Y 0,06 %. UW: consumo estable e industriales. OW: *utilities, healthcare, logística.*

● Evolución

En el entorno actual las TIR de la deuda soberana de mercados desarrollados (incluidos los *treasuries* estadounidenses) han disminuido hasta mínimos históricos, y han permanecido en territorio negativo en partes de Europa y Japón. Esto ha puesto de relieve **el atractivo de las mayores TIR que todavía ofrece la renta fija de mercados emergentes. El mayor apetito por el riesgo en un entorno con mejores perspectivas para la actividad seguirá beneficiando especialmente a los países emergentes gracias a su peso en materias primas y turismo.** En este sentido, un crecimiento del PIB global por encima de la tendencia, la continuidad de la debilidad del USD, las políticas ultralaxas y la relajación de los principales riesgos de mercado (elecciones estadounidenses y COVID-19, avances en vacunas) relajan los diferenciales. Así, hemos visto un panorama constructivo para los bonos soberanos de mercados emergentes debido a la recuperación de las tasas de crecimiento y al nuevo gobierno de EE. UU. (menos comercio e incertidumbres) y también constructivo para el crédito de mercados emergentes, particularmente Asia, debido a un entorno macro más estable.

● Visión de Vall Banc

No se han observado cambios ni los vemos a corto plazo en las curvas de los EM, o por lo menos no al alza. Respecto al crédito, este ha seguido gozando del apoyo de los inversores reduciendo los *spreads* y viendo bajadas de *yields* para los *govies* sobre todo en los tramos más cortos. **Mantenemos un sesgo positivo por la búsqueda de *yields* positivas primando la liquidez y la mayor estabilidad. Por lo tanto, apostaríamos por gobierno en *hard currency***, en este sentido tendríamos una *yield* del 4 % en bonos de gobierno emergentes IG con duración por encima de los 8 años, mientras que en *local currency* estaría en el 4,22 % con una duración de poco menos del 5 años. **De igual manera, en el caso del crédito también apostaríamos por el IG dado el entorno actual, en el que la pandemia todavía nos podría dar cierta volatilidad. La situación actual favorecería a la RF EM Local Currency gracias a su carácter diversificador** en una situación donde el dólar se mueve lateralmente o a la baja, con tendencia alcista de los tipos de interés en EE. UU. y donde las valoraciones de muchas divisas ofrecerían un elevado *carry*. No obstante, solo es apto para los perfiles más ávidos de riesgo, evitando siempre países de alto riesgo como Argentina, Venezuela, Pakistán, Líbano, Ucrania, Nigeria, etc. Sin embargo, en general en este *asset* estaríamos algo más positivos. Brasil, 2yr 0,60 %/4,29 % - Rusia 2yr 0,80 %/4,42 % - China 2yr 0,21 %/2,69 % (Hard/Local currency).

● Evolución

El precio del oro negro se mantenía por encima de los 48 \$brl, gracias al mismo empuje que mantenía al alza las bolsas: el inicio de la vacunación masiva en las principales economías del mundo. Esto supondría un elevado potencial de recuperación de la demanda mundial de crudo; a pesar de que la OPEP incrementaba levemente la producción, esto tan solo compensaba el incremento de la demanda de almacenaje, el Brent rompía la barrera de los 50 \$brl. **También en diciembre se observó una fuerte recuperación del oro: el incremento de los riesgos de los efectos en la economía real de esta segunda ola de contagios y restricciones llevaba al oro a cerrar por encima de los 1.900 \$/oz.** El euro continuaba apreciándose respecto al dólar por encima del 2 %; **un Brexit con acuerdo, unas perspectivas favorables para Europa, así como la recuperación del comercio mundial y el fin de la rentabilidad macroeconómica superior de EE. UU. continúan acompañando la depreciación del USD y con ello alzas también para el resto de los *commodities* ante esta debilidad.**

● Visión de Vall Banc

Los precios de las materias primas deberían depender en gran medida del lado de la demanda, que es una función de la recuperación económica general en 2021. Debido a que seguimos sufriendo las restricciones de movilidad a nivel global, mantenemos nuestra revisión a la baja de demanda de petróleo y materias primas, pero nuestra visión continúa siendo positiva de cara al 2021. **Respecto al oro, la reducción tanto de los riesgos geopolíticos como de la incertidumbre sobre la COVID-19 debería continuar presionando a la baja su valoración,** aunque cualquier deterioro inesperado con referencia tanto a la evolución de la COVID-19 como a la posible decepción de los bancos centrales en cuanto a sus nuevas medidas nos llevaría aún a mantener un sesgo neutral. **El euro debería seguir manteniendo su posicionamiento por encima del dólar, con las expectativas puestas en esta elevada recuperación hacia el 2021 y una menor para EE. UU., de modo que podríamos llegar a tocar los 1,25 euros el dólar.** No obstante, creemos que será transitorio y volverá al rango 1,13 – 1,16 una vez que en los mercados de capitales se vaya agotando esta euforia.

Este documento ha sido elaborado por Vall Banc, S.A. y se pone a disposición únicamente con fines informativos sin carácter exhaustivo, por lo que en ningún caso constituye una recomendación, oferta o solicitud de compra de ningún producto financiero.

Todas las opiniones o los contenidos incluidos en este documento han sido elaborados por Vall Banc, S.A. y están sujetos a cambios o modificaciones por parte de Vall Banc, S.A. sin necesidad de comunicación previa. La información contenida es estrictamente confidencial y no puede ser publicada, reproducida, copiada o entregada a terceros sin el consentimiento de Vall Banc, S.A.

La información mostrada en este documento no ha sido elaborada en referencia al requerimiento de un inversor en particular ni atendiendo a una determinada situación financiera particular. En caso de que un cliente quiera realizar inversiones en uno de estos productos, lo hará a iniciativa propia y la entidad Vall Banc, S.A. evaluará la adecuación de la operación. La información contenida no presupone asegurar ninguna rentabilidad.

Los derechos de propiedad intelectual de este documento pertenecen a Vall Banc, S.A. y se prohíbe su transmisión, reproducción, divulgación o modificación, total o parcial, sin la autorización previa de Vall Banc, S.A.

Gracias