

¿2021 – UN AÑO DE RENOVACIÓN?

El año 2020 nos ha traído cierres sin precedentes de la actividad económica, una fusión de las políticas monetaria y fiscal y unas elecciones que dieron lugar a un cambio de gobierno en Estados Unidos.

En el año 2021 volveremos a las normas previas a la pandemia, a la vez que aceleramos la entrada en el futuro posterior a ella.

Crecimiento renovado

Consideramos que la aprobación y distribución de una vacuna contra el coronavirus para el segundo trimestre, las medidas de política fiscal y el estancamiento legislativo salido de las urnas en Estados Unidos posibilitarán que para el final del año los beneficios de las empresas de la mayoría de las regiones se hayan recuperado, para situarse en los niveles previos a la pandemia. Prevemos que los mercados y sectores más sensibles a la evolución económica, muchos de los cuales quedaron rezagados en 2020, despuntarán en 2021. Nuestras áreas preferidas incluyen los valores de pequeña y mediana capitalización, determinadas empresas financieras y de energía y los sectores industriales y de consumo cíclico.

Se estima que el año 2020 estará entre los peores años para la economía mundial en más de 70 años. Creemos que China será la única gran economía que registrará crecimiento, que la actividad en EE.UU. acabará reduciéndose aproximadamente un 4% y que los mercados desarrollados en su conjunto y los mercados emergentes sin China se contraerán un 5%-6%.

En 2021 los beneficios deberían volver a los niveles anteriores a la crisis

Estimación de CIO de los beneficios, base reformulada a 2019 = 100

Beneficios, reformulados	2019	2020	2021	2022	Rentabilidad de los precios de las acciones en el año hasta la fecha
EE.UU.	100	84,5	103,3	120,5	9,7%
Asia sin Japón	100	98,7	118,4	137,3	9,9%
Zona euro	100	58,4	85,7	102,1	-6,8%
Reino Unido	100	55,0	75,9	89,9	-16,5%
Suiza	100	91,0	101,9	112,5	-2,4%
Mercados emergentes	100	93,4	114,5	132,7	5,9%
Mercados desarrollados	100	83,1	103,8	119,8	6,3%
Global	100	84,4	105,2	121,9	6,3%

Nota: Estimaciones de consenso para 2022

Fuente: Refinitiv Datastream, UBS, a 11 de noviembre de 2020

48%

de los inversores son muy o algo optimistas sobre las perspectivas de la economía mundial en los próximos 12 meses, pero esa cifra se eleva al 66% en una proyección a cinco años.

Fuente: Encuesta de UBS sobre la Confianza de los Inversores 3T 2020

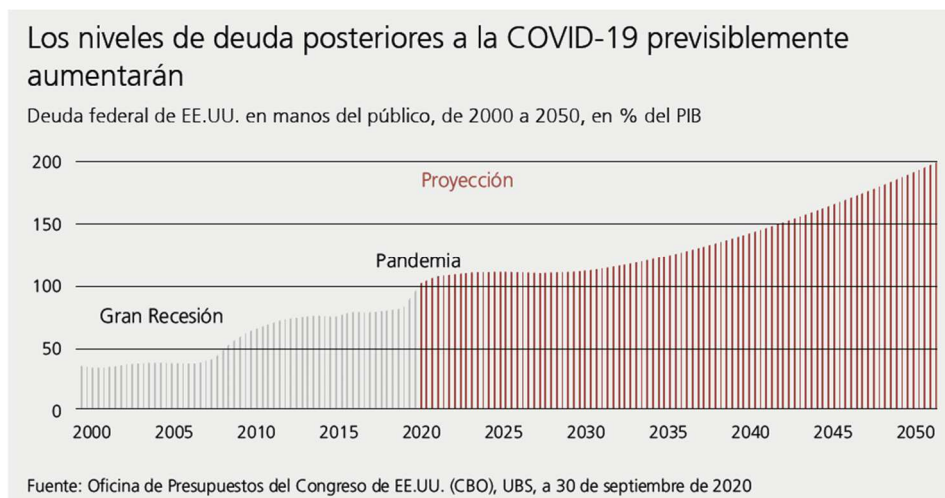
Sin embargo, prevemos que el 2021 será un año de renovación. La actividad económica en China ya se ha normalizado en gran medida. Y tras los alentadores datos iniciales sobre la eficacia de una vacuna, seguimos confiando en que habrá vacunas disponibles de forma generalizada para el segundo trimestre de 2021. Esto debería ayudar a poner a Europa y a EE.UU. en el camino de una recuperación sostenida.

Si esto se materializa, prevemos que los beneficios corporativos se recuperarán rápidamente. Estimamos que los beneficios de los mercados desarrollados en 2021 se asemejarán en líneas generales a los niveles de 2019. Por otra parte, prevemos que las empresas de los mercados emergentes ganarán alrededor de un 15% más en 2021 que en 2019, impulsadas por el sólido crecimiento de los beneficios en Asia.

La reanudación del crecimiento de los beneficios económicos y empresariales también debería significar una rentabilidad superior renovada de las empresas y mercados cíclicos que tuvieron un rendimiento inferior en 2020. Observamos una oportunidad particular de recuperación en los valores de pequeña y mediana capitalización, en determinados cíclicos, en especial en los sectores industrial y de consumo cíclico y en mercados fuera de EE.UU.

Cambios en el mundo tras la recuperación

Tras la pandemia nuestro mundo se ha hecho más digital y local y no todas las empresas y personas podrán adaptarse. Por ello, aunque pensemos que a corto plazo los inversores pueden beneficiarse al invertir en compañías expuestas a una recuperación cíclica, podrán hacerlo de la mano de la exposición a los disruptores que impulsarán la transformación tecnológica en la próxima década, como el 5G, la tecnología financiera, la tecnología sanitaria y la tecnología verde.



Más desigual.

La pandemia ha afectado negativamente al empleo de trabajadores poco cualificados, mientras que la naturaleza del trabajo intelectual, que en gran medida puede realizarse desde casa, y la buena evolución de los mercados financieros han favorecido a las personas de altos ingresos y patrimonios. En el futuro, la disrupción tecnológica podría ampliar aún más la brecha de la riqueza. Queda por ver si la desigualdad de la riqueza alcanza sus límites políticos en los próximos años, aunque cabría esperar ver más líderes políticos postulándose en plataformas que incluyan algún elemento de redistribución de la riqueza. Las resultantes variaciones regionales potenciales en política económica hacen que la diversificación global sea particularmente importante.

Más local.

El mundo se está volviendo cada vez más local debido a las consideraciones políticas en un mundo cada vez más multipolar, las preocupaciones por la seguridad a la luz de la pandemia, el desplazamiento de las preferencias de los consumidores hacia la sostenibilidad y la producción localizada que posibilitan las nuevas tecnologías. No está claro el efecto agregado en el crecimiento y la inflación. Pero se puede esperar que estos factores favorezcan a las empresas expuestas a la automatización y la robótica, a las compañías que ya están incorporando la sostenibilidad a sus cadenas de suministro y a las empresas ubicadas en la región de ASEAN e India que podrían beneficiarse de la diversificación de las cadenas de suministro fuera de China.

Más digital.

La adopción digital se ha acelerado mucho y se han alterado las normas establecidas debido a la pandemia de la COVID-19 lo que podría transformar diversas industrias y, junto con el impacto que está teniendo la cuarta revolución industrial, podría impulsar la productividad a medio plazo. También la crisis podría tener el efecto de reducir las tasas de interés reales porque el uso más eficiente del capital y un cambio de los tangibles a los intangibles disminuyen la demanda de capital de inversión. Por otro lado, un mundo más digital también dará lugar a una cantidad considerable de perdedores. Encontramos riesgos particulares para las ventas minoristas físicas y la energía tradicional durante el transcurso de la próxima década.

Más sostenible.

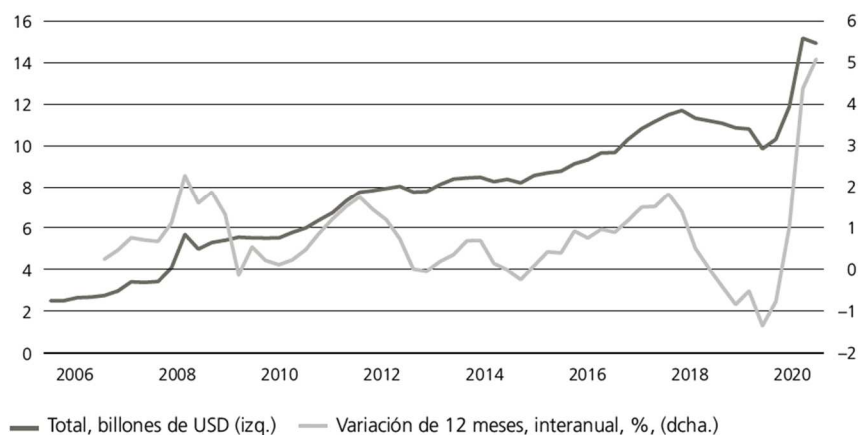
Sigue aumentando la demanda de carbono, pero en 2020 la Unión Europea y Japón se comprometieron a ser neutrales en emisiones de carbono para 2050 y China prometió hacer lo mismo para 2060. Las regulaciones medioambientales más estrictas podrían suponer costes más elevados para algunas empresas. Pero las compañías que se encuentren bien posicionadas para la transición, como las que proporcionan soluciones de tecnología verde, se beneficiarán de un mundo más sostenible.

¿Hacia dónde se dirige la política económica?

El 2020 trajo consigo una fusión sin precedentes de la política fiscal y monetaria: para financiar los paquetes de asistencia social, los gobiernos registraron un déficit total de más del 11% del PIB mundial en 2020, mientras que los cinco principales bancos centrales del mundo imprimieron un total de 5 billones de USD.

Los bancos centrales imprimieron 5 billones de USD en 2020

Total balances de bancos centrales: Fed, BoJ, BoE, BCE, BNS



Fuente: Fed, BoJ, BoE, BCE, BNS, UBS, a 20 de octubre de 2020

En 2021, estimamos que los gobiernos en general seguirán «cerrando la brecha» hasta que una vacuna permita la vuelta al funcionamiento normal de la economía. Esperamos también que los bancos centrales mantengan bajas las tasas de interés para apoyar el crecimiento y la inflación aunque el camino a largo plazo es menos predecible.

Una opción es que los gobiernos recapaciten ante el riesgo de una mayor deuda e inflación y que recorten los programas de gasto fiscal excesivamente o demasiado rápido. No es probable que la política monetaria por sí sola baste para sostener la recuperación económica, por ello este resultado posiblemente significaría un largo período de desinflación y bajo crecimiento.

Una opción más probable es que los gobiernos se muestren reticentes a implantar políticas de austeridad, ya que hasta ahora han tenido déficits mucho más abultados sin sufrir una inflación más alta o mayores costes de endeudamiento. En este contexto, los gobiernos siguen teniendo elevados déficits y la política monetaria expansiva continúa, aunque la inflación aumente de manera moderada. Aunque es poco probable que ninguno de los dos escenarios se materialice en 2021, sí podrían empezar a determinar una estrategia a más largo plazo de los inversores y, por lo tanto, comenzar a influir en los precios de los activos.

¿Qué va a pasar con Estados Unidos?

Al redactarse este informe, parecía probable que hubiera un gobierno dividido, con un presidente y una Cámara de Representantes demócratas y un Senado con mayoría republicana lo que probablemente signifique un paquete de estímulo fiscal más pequeño de lo esperado, pero de cualquier manera considerable. El estancamiento político también podría conllevar algunos efectos positivos. El control republicano del Senado haría poco probable un aumento significativo de los impuestos a las empresas o a las personas físicas en los próximos años y reduciría la probabilidad de que se regulara más estrictamente la atención sanitaria o las empresas de combustibles fósiles. En general, un gobierno dividido recorta las posibilidades de que se produzcan cambios significativos en las políticas, lo que reduce el potencial de que se genere volatilidad de origen político en el mercado.

Señalamos tres efectos importantes:

- **Estímulo para impulsar los valores de mediana capitalización.** Consideramos que la nueva administración estará en condiciones de promulgar otro paquete de ayuda contra el coronavirus por un valor de entre 500.000 millones y 1 billón de USD —o aproximadamente el 2,5%-5% del PIB—, lo que debería ser un buen augurio para el gasto de los consumidores y la confianza de las empresas y ayudaría a impulsar un cambio en el liderazgo del mercado en favor de los valores de mediana capitalización frente a los de gran capitalización. Los beneficios de las empresas de mediana capitalización están más vinculados a la recuperación económica y en 2021 prevemos que crecerán a un ritmo dos veces mayor que los beneficios de los valores de gran capitalización.

- **Un mayor déficit debilitará dólar estadounidense.** Estimamos que el mayor gasto fiscal se financiará con un déficit creciente, en lugar de con impuestos adicionales. Aunque el gasto puede financiarse en gran parte con el ahorro interno privado a corto plazo, a medida que la economía comience su recuperación en 2021, prevemos que el sector privado elevará el gasto, ampliando el déficit en cuenta corriente y precisando un dólar más débil para atraer financiación externa.

- **Surgirá una rivalidad más previsible con China.** Creemos que la administración Biden renovará el enfoque de Estados Unidos hacia las relaciones exteriores, una táctica que debería mejorar las relaciones con Europa en particular. Aunque la rivalidad geoestratégica fundamental entre EE.UU. y China no cambiará, pensamos que es menos probable que la nueva administración emplee los aranceles como herramienta de política exterior. La menor tensión comercial debería apuntalar la recuperación económica, lo cual refuerza nuestra preferencia por los valores cíclicos, como los industriales.

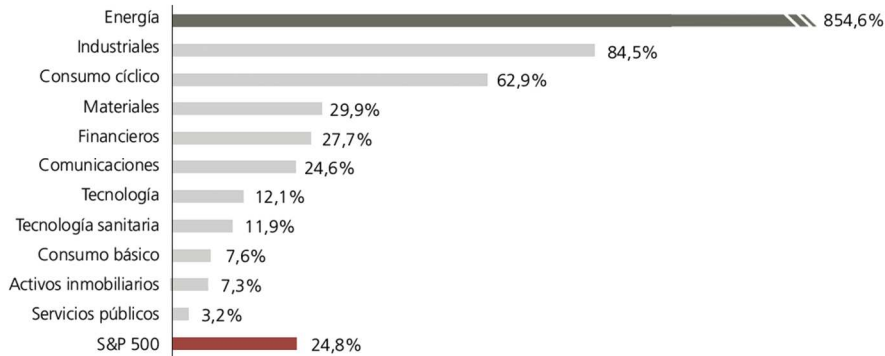
- **Perspectivas para las empresas tecnológicas de EE.UU.** Tras un repunte de más del 50% en 2020, las cinco principales empresas tecnológicas de Estados Unidos representan ahora por sí solas alrededor de una octava parte del índice de renta variable MSCI AC World, por encima de China, Reino Unido y Suiza juntos. Prevemos que el

sector tecnológico seguirá beneficiándose del fuerte crecimiento estructural de la publicidad digital, el comercio electrónico, la informática en la nube y la implementación del 5G.

En cambio, las valoraciones han aumentado y creemos que los beneficios de otros segmentos del mercado crecerán más en 2021 a medida que repunten desde unos niveles que son bajos. También es necesario monitorizar las investigaciones antimonopolio, aunque un gobierno dividido reduciría la probabilidad de nuevas regulaciones y, de todas maneras, es de suponer que los procedimientos judiciales tardarán años en llegar a una resolución.

El crecimiento de los beneficios de los valores cíclicos debería ser mayor que el de los sectores defensivos y de tecnología

Consenso sobre el crecimiento de los beneficios por acción en 2021, en %



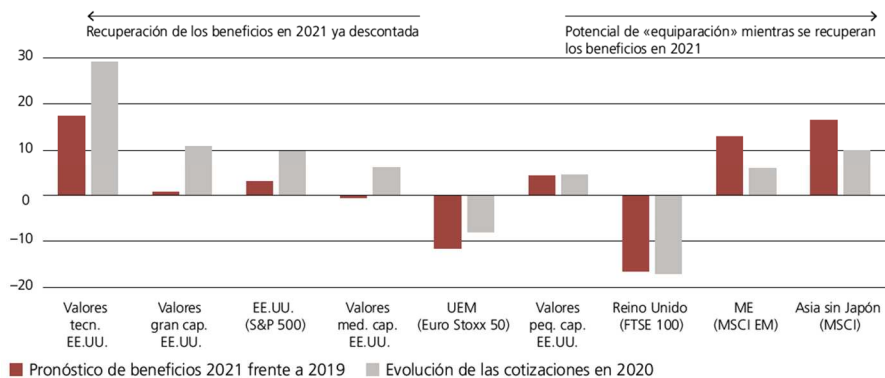
Fuente: FactSet, UBS, a 12 de octubre de 2020

RENDA VARIABLE

Estimamos que los mercados de renta variable subirán en 2021. En un Año de renovación algunos de los valores que quedaron rezagados en 2020 prevemos que se recuperarán. Los inversores han de pensar de forma global, buscar el potencial de recuperación e identificar ganadores a largo plazo.

Hay potencial de recuperación fuera de los valores de EE.UU. de gran capitalización

Crecimiento del beneficio por acción en 2019 frente a 2021 (estimaciones de consenso), incluida la rentabilidad en el año, en %



Fuente: Refinitiv Datastream, UBS, a 11 de noviembre de 2020

Unos sólidos beneficios empresariales y la exposición a tendencias estructurales siguen hablando en favor del mercado estadounidense en el momento de redactar este informe, pero ante unas valoraciones relativamente altas y después de superar a las acciones globales en 10 de los últimos 11 años, la renta variable estadounidense comenzará a rendir menos que otros mercados en algún momento del año próximo.

La recuperación de los beneficios empresariales con posterioridad a la pandemia estimamos que será más fuerte en los mercados de la zona euro y del Reino Unido ya que tienen una mayor exposición cíclica, mientras que las valoraciones son más favorables en los mercados emergentes, y Asia sigue teniendo una combinación de valoraciones razonables, beneficios sólidos y crecimiento estructural.

Los inversores deben prepararse para el próximo año asegurándose de que no están sobreexuestos a acciones estadounidenses. Nuestra recomendación es considerar la implementación de coberturas frente a la exposición a renta variable de EE.UU. y diversificar en mercados y sectores que tengan el potencial de recuperarse. Se puede mantener la exposición al crecimiento estructural buscando empresas fuera de EE.UU., sobre todo en Asia, que estén expuestas a tendencias clave a largo plazo.

Según vayamos volviendo a la normalidad, esperamos que algunos de los valores rezagados relativos de 2020 despunten en 2021. Las áreas con más potencial de recuperación, según nuestra opinión son: la mediana capitalización estadounidense, las empresas de pequeña y mediana capitalización de la UEM, determinados valores financieros y de energía y los sectores industriales y de consumo cíclico. Por el contrario, prevemos que el crecimiento de los beneficios y el rendimiento de las empresas globales de bienes de consumo básico queden rezagados en 2021, mientras que algunos de los principales beneficiarios de la tendencia de los consumidores a permanecer en casa también podrían ofrecer una menor rentabilidad relativa a medida que se normalicen las condiciones.

TASAS DE INTERÉS

Las tasas de interés del efectivo y las rentabilidades de los bonos se mantendrán muy bajas en el futuro próximo según nuestras previsiones. La renovada búsqueda de rendimientos significa que los inversores han de examinar el papel del efectivo y los bonos en las carteras y plantearse ser más activos, incrementando la exposición a mercados emergentes y Asia o encontrando medios alternativos de obtener ingresos.

El exceso de capacidad y la política expansiva del banco central significan que no esperamos que las tasas o los rendimientos de la deuda pública aumenten significativamente en 2021. Aunque esto hace que sea difícil para los inversores encontrar el rendimiento en el efectivo y en los bonos de alta calidad, consideramos que el entorno de inversión es propicio para el crédito, con una recuperación constante de la producción económica y una política fiscal y monetaria que ayuda a mantener los impagos bajo control.

Los inversores que están buscando mejorar los ingresos de las carteras pueden plantearse las siguientes opciones:

– Ser más activos.

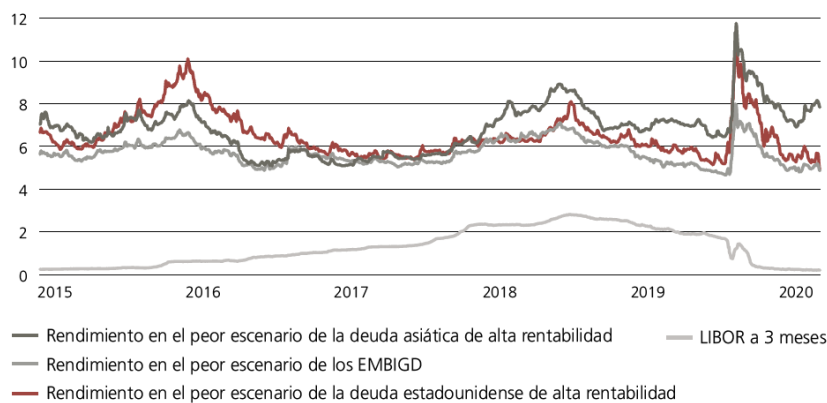
Estimamos que los fundamentales de la renta fija privada y las calificaciones crediticias también comenzarán a mejorar, ya que los beneficios se recuperarán en 2021. Aún así, la disrupción causada por la pandemia tendrá efectos divergentes, lo que podría mejorar los rendimientos de los inversores más activos. Por ejemplo, los inversores con tolerancia al riesgo pueden obtener potencialmente rentabilidades significativas anticipándose a medidas clave de las agencias de calificación crediticia e invirtiendo en determinados bonos denominados en euros o en dólares en la zona crossover (de ahí el nombre de «bonos crossover») entre el grado de inversión y los ratings inferiores al grado de inversión.

– Estar atentos a los mercados emergentes y Asia.

Creemos que con unos rendimientos próximos al 5% (o un diferencial de 400 p.b. sobre los títulos del Tesoro de EE.UU.), los bonos soberanos de mercados emergentes denominados en USD compensan ampliamente los riesgos. Consideramos que los diferenciales podrían estrecharse a 340 p.b. a medida que la demanda global regresa y los precios del petróleo se recuperan. Por otro lado, la alta rentabilidad asiática ofrece algunos de los rendimientos más atractivos del espacio del crédito, en casi un 8%. La clase de activos está respaldada por una perspectiva favorable de los bonos inmobiliarios chinos, que se benefician de unas condiciones de liquidez nacionales flexibles.

Los rendimientos de ciertas emisiones de crédito son altos en relación con las tasas del efectivo

Rendimientos de ciertos bonos y LIBOR, en %



Fuente: Bloomberg, UBS, a 6 de noviembre de 2020

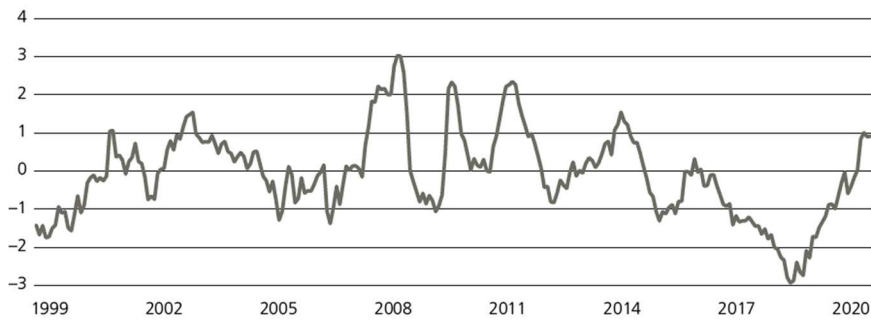
DIVISAS

Nuestra previsión es que el dólar se debilitará en 2021 debido a la recuperación de la economía global y una reducción del diferencial de tasas de interés. A fin de posicionarse para esto, pensamos que los inversores deberían diversificar en divisas del G10 o en determinadas divisas de mercados emergentes y en el oro.

Desde los máximos de mayo 2020 el índice del dólar ya ha caído cerca de un 10% y prevemos una renovada debilidad en 2021. También estimamos que los déficits fiscales estadounidenses seguirán altos, al mismo tiempo que los ahorros del sector privado de EE.UU. comienzan a bajar, exacerbando las necesidades de financiación externa. Así mismo, una economía global en recuperación y un mayor foco en el endeudamiento estadounidense probablemente reduzcan la demanda de activos refugio en la divisa. Además la ventaja de tasas de interés que tenía el USD frente a otras divisas en los últimos años se ha deteriorado.

Los rendimientos reales son más altos en Europa

Tipo de swap ajustado por la inflación EURUSD a 2 años



Fuente: Macrobond, UBS, a 1 de noviembre de 2020

Un conjunto diversificado de divisas del G10.

Observamos potencial alcista a medio y largo plazo en el EUR, la GBP, el CHF y el AUD frente al USD. El euro está bien posicionado para beneficiarse de una recuperación de la demanda global de exportaciones, mientras que la pandemia se disipa y el estímulo estadounidense impulsa el crecimiento. Preveemos que el EUR/USD subirá a 1,20–1,25 para finales de 2021. Así mismo consideramos que el franco suizo y el yen son activos refugios superiores al dólar, dado que a los inversores podría preocuparles más el endeudamiento de Estados Unidos al mismo tiempo que el Banco Nacional Suizo relaja sus intervenciones y que el crecimiento en Asia repunta.

Divisas de mercados emergentes y APAC.

Nos inclinamos por las divisas asiáticas con una alta rentabilidad, como la rupia india y la rupia indonesia, y aquellas con exposición cíclica, como el dólar de Singapur y el yuan chino. El yuan podría beneficiarse asimismo de las entradas de capital, a medida que se relaja más el acceso a los mercados de capitales chinos. El dólar de Taiwán, ofreciendo una baja rentabilidad, es la divisa asiática que menos nos gusta. En otras regiones, pensamos que el rublo ruso sacará partido de una recuperación económica global, sobre todo si suben los precios del petróleo, como pronosticamos.

MATERIAS PRIMAS

Actualmente los precios están bajos por causas cíclicas y los precios de la energía en particular tienen amplio margen para recuperarse superada la pandemia. En los próximos 15 años creemos que los índices generales de materias primas rendirán alrededor de un 6-8% en tasa anualizada, viéndose impulsados por las fuertes rentabilidades que se prevén en la energía.

El oro avanzó más de un 25% en 2020, siendo uno de los activos más rentables. No esperamos que las ganancias del año pasado se repitan en 2021 al estar en un entorno de mayor crecimiento. Pero este metal aún puede seguir actuando como cobertura frente a la incertidumbre geopolítica e inflacionaria, mientras que unas tasas bajas mantienen reducido el coste de oportunidad de mantener la inversión en oro, por lo cual no descartamos una búsqueda del oro por parte de los inversionistas y con ello una apreciación importante.

ACTIVOS INMOBILIARIOS

Opinamos que con las tasas de interés bajas, los activos inmobiliarios siguen siendo una inversión atractiva para la generación de ingresos, particularmente cuando se comparan con el efectivo o la deuda pública.

En un mundo más endeudado las características de protección frente a la inflación de los activos inmobiliarios pueden resultar beneficiosas. Aunque no consideramos que las viviendas en las ciudades o el mercado de las oficinas se hayan visto dañados permanentemente a causa de la pandemia, las estrategias activas de valores inmobiliarios privados deberían ofrecer mejores rentabilidades que las estrategias de mantener y comprar, las cuales arrojan rendimientos reducidos. Continuamos previendo que las rentabilidades nominales de los activos inmobiliarios privados se situarán en una media del 6%–7% al año (en USD), comparadas con la media del 8,5% de las dos últimas décadas.

Fuente de base: UBS House View / YEAR AHEAD 2021