



01  

---

2021

Informe  
de inversión  
mensual DB



## Rosa Duce

Economista Jefe.  
Centro de Inversiones DB

rosa.duce@db.com

## 2020: *annus horribilis*

El año 2020 será recordado como el año de la pandemia, y como resultado, el año de la mayor recesión mundial desde la Segunda Guerra Mundial. La irrupción primero en China, y luego en el resto del mundo, del Covid-19 ha supuesto un brutal colapso en la actividad económica mundial. En términos sanitarios, a cierre de 2020 ha habido más de 82 millones de contagios en el mundo, y más de 1,8 millones de muertos. EEUU, India, Brasil y Rusia son los países donde más

# -12%

Es lo que podría haber caído la economía española durante el año 2020. Es la mayor entre los países de la OCDE, ante el fuerte peso del sector servicios en nuestra economía.

número de casos se han registrado. En nuestro país, la cifra oficial de contagiados por Covid-19 asciende a casi dos millones de personas, con más de 50.000 fallecidos.

En lo económico, la consecuencia más evidente de la pandemia es la profunda recesión mundial con la que cierra el año 2020, con una caída prevista del crecimiento mundial superior al -4% (y gracias a que China ha conseguido cerrar el año con un crecimiento previsiblemente superior al 2%). La cifra es muy superior al -1,7% que vimos en 2009, consecuencia de la crisis financiera. Las fuertes restricciones impuestas en la Eurozona, con el confinamiento total de la actividad en la primera ola de la pandemia, y parcial en la segunda ola, han provocado una fuerte contracción de la actividad económica, con caídas del PIB previstas en 2020 del -8,5%.

## La mayor recesión mundial desde la 2ª Guerra Mundial

Mientras, las menores restricciones (a costa de más contagios) en EEUU habrían permitido a este país cerrar 2020 con una caída menos acusada (-4,4% según nuestras previsiones). Lamentablemente la fuerte exposición de la economía española al sector servicios (turismo y hostelería) ha colocado a nuestro país a la cola de los países desarrollados, con una caída prevista de la actividad del -12% en 2020.

En lo político, la crisis ha generado una ola de medidas expansivas sin precedentes, muy superiores a las de la crisis financiera. En el plano monetario, los bancos centrales han bajado todavía más los tipos, y han puesto



## Se han tomado medidas monetarias y fiscales sin precedentes.

en marcha enormes programas de compra de deuda en el que se han llegado a incluir incluso activos de los llamados "fallen angels", o lo que es lo mismo, empresas que antes de la pandemia tenían calificación Grado de Inversión (BBB- o superior por parte de la agencia S&P) y que como consecuencia de la pandemia han bajado a la calificación de High Yield.

En el caso del BCE, ha establecido un Programa Especial de Compra de Deuda para la Pandemia (PEPP en sus siglas en inglés), que se extenderá al menos hasta marzo de 2022 y que podría alcanzar los 1,75 bn. de euros, además de mejorar las subastas de liquidez para favorecer el crédito bancario. Tanto Powell como Lagarde están dispuestos a seguir si es necesario con más medidas.

Pero lo realmente extraordinario de esta crisis ha sido el papel de la política fiscal. Desde el inicio de la misma se han puesto en marcha en todos los países medidas de apoyo a empresas y familias sin precedentes. ERTes, líneas de crédito, aplazamiento de impuestos, medidas de apoyo al pago del alquileres, etc. han sido medidas que se han puesto en marcha en todos los países desarrollados.

En Europa, la respuesta ha sido más lenta, pero contundente. En abril se aprobaban las primeras ayudas comunitarias vía 3 programas: el programa SURE, o programa para el aseguramiento del empleo, dotado con 100.000 mn. de euros, 200.000 mn. de euros en garantías crediticias a través del

---

## La clave está en el Fondo de Reconstrucción.

---

Banco Europeo de Inversiones (BEI), para préstamos a pequeñas y medianas empresas y 240.000 mn. de euros de financiación a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad.

Pero la medida estrella, acordada en julio con muchos problemas ha sido el fondo de reconstrucción (Next Generation Fund). Este fondo entrará en vigor este año 2021 con el objetivo de revitalizar y modernizar la economía europea un vez superemos la fase más grave de la pandemia con el inicio de las vacunaciones.



## Año de volatilidad en los mercados, con un balance mixto

En total, 750.000 mn.€, de los cuales 390.000 mn.€ serán transferencias. Eso sí, habrá condicionalidad. Cada país ha de presentar su Plan de Recuperación a la Comisión Europea (la mayoría ya lo han hecho), y lo histórico del acuerdo es que la Comisión Europea por primera vez en la historia se endeudará para ayudar a financiar dicho Fondo. Para España, 140.000 mn.€, de los que más de 72.000 mn. € serán transferencias.

# 140 m.m€

Es el montante total del dinero que llegará a España en los próximos años a través del Fondo de Reconstrucción

En los mercados, ha sido un año de gran volatilidad, y claramente con ganadores y perdedores. El pánico vendedor de los meses de febrero y marzo, con caídas históricas, más rápidas y virulentas incluso que las que vivimos durante la crisis financiera, daban paso en primavera a una recuperación que se ha mantenido durante el resto del año, aunque con muchos altibajos. Ha sido a cierre de año, con la llegada de las vacunas, cuando se han consolidado realmente las subidas.

Hemos visto además una gran disparidad sectorial, que explica porqué algunos países lo han hecho mucho mejor que otros. Fuerte castigo a los sectores cíclicos más afectados por la

## Bonos: Mínimos en rentabilidad

pandemia, como aerolíneas, hoteles, y bancos, lo que explica porqué el selectivo Ibex ha terminado el año con importantes caídas (superiores al 15%), mientras que los sectores ganadores de la pandemia, como tecnología, han cerrado el año con fuertes ganancias. De ahí que tanto el índice S&P como el tecnológico Nasdaq hayan acabado el año en máximos históricos, y con ganancias superiores al 16% y al 47%, respectivamente.

En los mercados de deuda, las fuertes medidas de inyección monetaria han provocado nuevos mínimos en las rentabilidades de los bonos públicos. Las primas de riesgo periféricas se reducen a niveles históricos, con históricas también rentabilidades (el bono español a 10 años llegó a tener rentabilidad negativa en diciembre, y cierra el año muy cerca del 0%). Mucha volatilidad por otra parte en la deuda corporativa, con fuerte subida de las primas de riesgo en los meses de

## Evolución de la prima de riesgo española\*



\* Calculada como la rentabilidad del bono del Tesoro Español a 10 años vs. bono alemán al mismo plazo. Fuente: Bloomberg, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de diciembre.





## Estrategia 2021

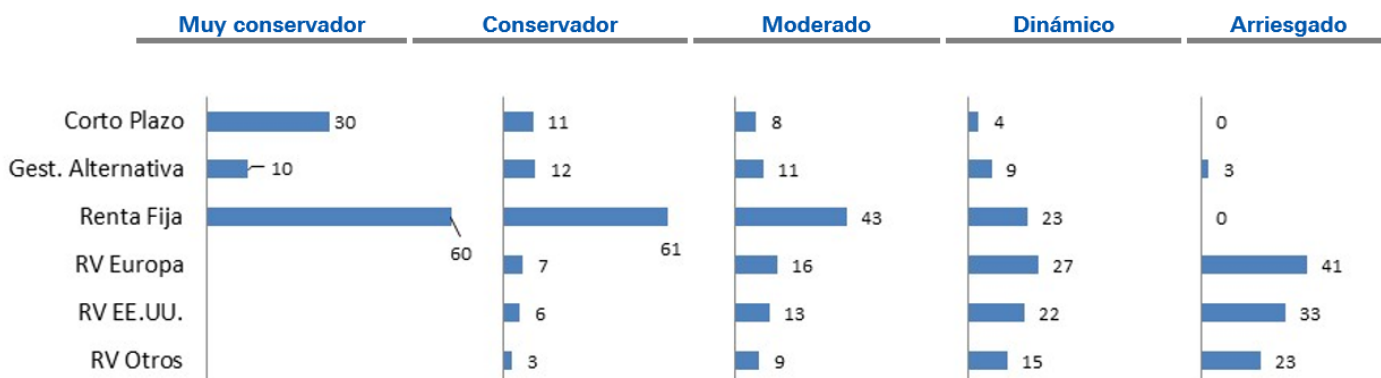
El año 2021 debería ser el año de la recuperación económica

### Moderado optimismo.

Empezamos el año con la esperanza de que la llegada de la vacunas traiga consigo la ansiada recuperación económica, y con ella, la recuperación de los beneficios empresariales. Todo ello nos hace ser moderadamente optimistas con los mercados. En renta variable, Asia se convierte en la región favorita. China se están beneficiando de la recuperación del coronavirus y Corea del Sur y Taiwán de sus productos de alta tecnología. Los beneficios de las empresas asiáticas también se están recuperando más rápidamente y es probable que esta ventaja regional se mantenga como parte del cambio histórico de tendencia hacia Asia. Visión favorable también para la bolsa americana, que se vería favorecida por la más rápida recuperación económica (menos restricciones a la actividad por el coronavirus) y un sesgo hacia los sectores ganadores de la pandemia, como la tecnología o el desarrollo sanitario. En Europa, se espera también una paulatina recuperación de las bolsas, aunque con volatilidad, ligada a la puesta en marcha del Fondo de Recuperación.

En renta fija, la búsqueda de rentabilidad se mantiene. Los bonos públicos ofrecen rentabilidades muy bajas o negativas, por lo que pierden atractivo incluso como valor refugio. Oportunidades cada vez más escasa en deuda corporativa Grado de Inversión, donde las primas de riesgo están en mínimos, y apuesta clara por bonos corporativos emergentes (Asia) en divisa fuerte.

### Carteras modelo por tipo de activo



Fuente: Deutsche Bank SAE, datos a 31 de diciembre de 2020.

