

## Previsiones Macro para 2021: Entrevista con Sébastien Galy, Macroeconomista Jefe

La conferencia tuvo lugar el 2 de diciembre de 2020. Todos los comentarios de mercado e información se refieren al periodo previo a dicha fecha

### Conclusiones principales

- Es posible que la curva de tipos en Estados Unidos continúe aplanándose, con cierta debilidad del dólar (principalmente frente a los mercados emergentes).
- Es probable que las tensiones con China se mantengan, especialmente cuando el esperado repunte económico se extienda por todo Asia Pacífico.
- La política monetaria del BCE se mantendrá relajada durante los próximos tres años, mientras que los arriesgados diálogos entre la UE y el Reino Unido podría extenderse hasta el próximo año.
- Seguimos enfocados en el repunte liderado por China, el gasto en infraestructura, la regulación continuada en términos ASG, así como el desarrollo de productos de inversión responsable, y la necesidad de soluciones flexibles.

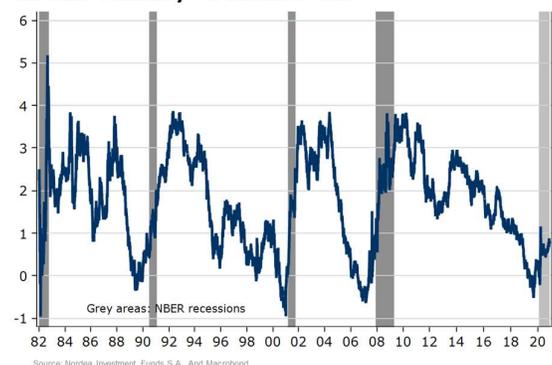
### Dados los importantes planes de gasto que posiblemente se lleven a cabo bajo la nueva administración de Biden, ¿cuál es su opinión acerca de la situación fiscal actual en Estados Unidos?

El plan de Biden incluye un paquete fiscal muy amplio, con unos \$700.000 millones dedicados a la construcción de infraestructuras. Esto tendrá un impacto sobre la infraestructura actual, que es bastante antigua, y sobre diferentes áreas como los centros de datos o la descarbonización. También se esperan otros paquetes que beneficien a la clase media y a aquellos con ingresos bajos, lo que resultará en un aumento del consumo. Sin embargo, el Senado tendrá una mayoría Republicana, por lo que el montante del paquete podría ser inferior. A pesar de ello, lo que estamos observando en Estados Unidos va más allá de la política fiscal y puede considerarse un cambio de rumbo contrario al de la administración Trump (p.ej. Estados Unidos está uniéndose de nuevo a la OMS y volviendo a colaborar con la ONU).

### ¿Qué puede contarnos de la curva de tipos estadounidense?

La curva de tipos está empujándose, ya que los tipos a 10 años están aumentando frente a los tipos a más corto plazo. Algunas de las razones de este aumento son que la economía está mejorando y que el déficit en Estados Unidos (actualmente en torno al 5% del PIB) se está percibiendo como insostenible en el largo plazo. Esto hace que los inversores requieran una mayor prima por sostener el riesgo de crédito, lo que hace que la curva se empine. El gráfico a su derecha muestra la diferencia entre los tipos a 10 años y a 3 meses, demostrando una inversión reciente de la curva debido al aumento de tipos a 10 años. Si nos ponemos en el lugar de China o Rusia, podemos entender que ambos países necesitarán una curva más empinada aún para poder invertir en Estados Unidos, así como una divisa más débil. El debilitamiento del dólar es una buena noticia para aquellos que quieran invertir en mercados emergentes, y también está creando “carry trades” (especialmente en la renta fija china).

10 Year Treasury - 3 Month T-Bill



## En China la economía se está ralentizando de forma estructural, pero estamos viendo un repunte cíclico. ¿Cuál es su punto de vista en torno a esta situación?

La economía china lleva años sufriendo una ralentización estructural en su economía. Existen numerosos factores para ello, aunque principalmente es una causa del envejecimiento poblacional y el cambio hacia una economía de servicios. Existen otros factores también como la ineficiencia de la administración estatal o la burbuja del crédito. Sin embargo, dentro de esta ralentización estructural, estamos viendo un repunte cíclico de la economía, que podría implicar un crecimiento de hasta el 8% el año que viene. Este crecimiento es realmente fuerte en comparación a otras economías avanzadas. El consumo no se ha debilitado, pero tampoco ha sido especialmente fuerte. Esto debería mejorar en los siguientes trimestres, apoyando el crecimiento, que actualmente está siendo propulsado por las exportaciones y las infraestructuras.

## ¿Qué opina del Renminbi chino y de las oportunidades de inversión disponibles en el país?

El Renminbi se ha apreciado significativamente. Por un lado se debe a la debilidad del dólar, pero también a que uno puede obtener mayores retornos en China por un menor nivel de volatilidad. El riesgo de divisa es moderado en comparación al euro/dólar o al dólar/yen. Otro elemento importante es que el crecimiento económico ha sido sólido. Sin embargo, debemos ser cautos a la hora de invertir. Si bien es cierto que hemos visto defaults en entidades de deuda soberana, cuando uno desea invertir en deuda corporativa, debe realizar un análisis exhausto para evitar este tipo de situación. Por otro lado, la renta variable china resulta sobrevalorada con respecto a sus niveles históricos, pero relativamente más barata que la renta variable europea y americana. Además, la renta variable emergente suele hacerlo mejor en términos de rentabilidad a medida que el dólar se deprecia.

The renminbi is appreciating as China outperforms



Source: Norddea Investment Funds S.A. And Macrobond

## ¿Qué espera de la reunión del BCE que tendrá lugar la semana que viene?

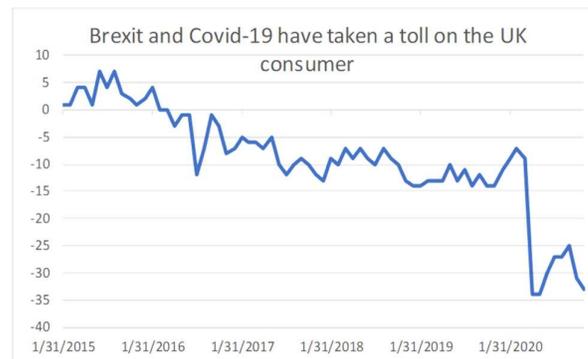
Los mercados esperan un aumento del gasto adicional de €500.000 millones plan de compras contra la pandemia. La sorpresa puede que ser no obtengamos este dinero adicional, lo que no agrada a los mercados. A pesar de ello, los tipos en la periferia europea son increíblemente bajos, lo que representa un logro para el BCE. Podríamos también ser testigos de noticias nuevas y muy positivas, por ejemplo, relacionadas con las operaciones de refinanciación a largo plazo (TLTRO).

## ¿Cómo están lidiando las economías europeas con la segunda ola de confinamientos?

El primer confinamiento fue un shock brutal para las economías, pero relativamente corto en el caso de Alemania (gracias a la gran demanda proveniente de China). El confinamiento actual no es tan restrictivo como el anterior para algunos países, por lo que se prevé un impacto bastante inferior.

## ¿Están los inversores preocupados por un posible “no acuerdo” del Brexit?

Si observamos la volatilidad del euro/libra, parece que el mercado cree que se llegará a un acuerdo. Sin embargo, la incertidumbre en torno al shock del Covid-19 y al Brexit ha sido brutal para los consumidores británicos. Si estos riesgos se resuelven, podríamos ver un repunte significativo de la actividad en Reino Unido, a medida que la confianza vuelve. Sin embargo, se está hablando actualmente de una contracción fiscal, lo que sería realmente inútil. En cuanto a las negociaciones del Brexit, hemos pasado 8 meses discutiendo prácticamente sobre los mismos temas, principalmente la pesca y la llamada “level playing field” o igualdad de condiciones. Necesitamos encontrar alguna forma de solucionar estos problemas, ya que no queda mucho tiempo.



Source: Nordea Investment Funds S.A. and Bloomberg

Nordea Asset Management es el nombre funcional del negocio de gestión de activos que llevan a cabo las entidades jurídicas, Nordea Investment Funds S.A. y Nordea Investment Management AB ("Entidades Legales") y sus sucursales, filiales y oficina de representación. El presente documento está destinado a proporcionar información sobre las capacidades específicas de Nordea. **El presente documento (cualquier opinión u opiniones expresadas) no representa asesoramiento de inversión**, y no constituye una recomendación para invertir en cualquier producto financiero, estructura o instrumento de inversión ni para formalizar o liquidar cualquier transacción ni participar en alguna estrategia de negociación en particular. Este documento no es una oferta de compra o venta, ni una solicitud de una oferta para comprar o vender ningún valor o instrumento o participar en cualquier estrategia comercial. Dicha oferta solo podrá efectuarse mediante un memorándum de oferta o cualquier otro acuerdo contractual similar. Por consiguiente, la información contenida en el presente documento será sustituida en su integridad por dicho memorándum de oferta o acuerdo contractual en su forma definitiva. Así pues, toda decisión de inversión deberá fundamentarse en exclusiva en los documentos jurídicos definitivos, entre otros, y si procediese, el memorándum de oferta, el acuerdo contractual, cualesquiera folletos pertinentes y el último Documento de Datos Fundamentales para el inversor (cuando sea aplicable) relativo a la inversión. La adecuación de una inversión o estrategia dependerá de la situación y los objetivos completos de un inversor. Nordea Investment Management AB recomienda a los inversores que evalúen de manera independiente las inversiones y estrategias particulares, animándoles también a la búsqueda de asesoramiento de asesores financieros independientes cuando el inversor lo considere relevante. Cualquier producto, valores, instrumentos o estrategias discutidos en este documento pueden no ser adecuados para todos los inversores. Este documento contiene información procedente de diversas fuentes. Si bien la información incluida en el presente documento se considera correcta, no se puede realizar manifestación ni ofrecer garantía alguna sobre la exactitud o integridad de dicha información, y los inversores deberán recurrir a otras fuentes para tomar una decisión de inversión bien fundada. Los futuros inversores y contrapartes deberán analizar con sus asesores profesionales fiscales, jurídicos, contables o de cualquier otro tipo los posibles efectos de cualquier inversión que pudiesen realizar, por ejemplo, los posibles riesgos y beneficios de dicha inversión. Asimismo, los futuros inversores o contrapartes deberán entender plenamente la potencial inversión, así como cerciorarse de que han realizado una evaluación independiente sobre la conveniencia de dicha inversión potencial basada únicamente en sus propios propósitos y metas. Las operaciones relacionadas con instrumentos derivados y divisas pueden estar sujetas a importantes fluctuaciones que podrían repercutir en el valor de la inversión. **Las inversiones en mercados emergentes conllevan mayor riesgo. El valor de la inversión puede fluctuar significativamente y no está garantizada. Las inversiones en instrumentos de capital y de deuda emitidos por bancos corren el riesgo de estar sujetas al mecanismo de bail-in, como previsto por la Directiva Europea 2014/59/UE (lo que significa que los instrumentos de capital y de deuda podrían ser amortizados, asegurando pérdidas apropiadas por los acreedores no-garantizados de la entidad).** Asset Management ha decidido asumir los costes de análisis externo, lo que implica que dichos costes pasarán a estar cubiertos por las comisiones ya existentes (Comisiones de Gestión y/o Administración). Documento publicado y creado por las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management. Las Entidades Legales están debidamente licenciadas y supervisadas por la Autoridad de Supervisión Financiera en Suecia y Luxemburgo respectivamente. Las sucursales, filiales y oficina de representación de las Entidades Legales están debidamente licenciadas y reguladas por la autoridad de supervisión financiera local de su respectivo país de domiciliación. Fuente (salvo indicación diversa): Nordea Investment Fund S.A. A menos

---

que se indique lo contrario, todas las opiniones expresadas son aquellas de las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management y cualquiera de las sucursales, filiales y empresas afiliadas de las Entidades Legales. Este material es confidencial y no puede ser reproducido o distribuido sin permiso previo y no debe ser distribuido a inversores particulares ni a otros inversores a los que no aplique la regulación respectiva. El presente documento está dirigido a inversores profesionales y, en ningún caso, podrá ser reproducido ni divulgado sin consentimiento previo y no debe facilitarse a inversores privados. Las referencias a sociedades u otras inversiones mencionadas en el presente documento no podrán considerarse como una recomendación al inversor para comprar o vender, y sólo se incluyen a título informativo. El nivel de beneficios y cargas fiscales depende de las circunstancias de cada individuo y puede cambiar en el futuro. © Las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management y cualquiera de sus sucursales, filiales y/o oficina de representación de las Entidades Legales