



# ANÁLISIS

## de mercado

AGOSTO 2020



## “Los mercados a la espera de la vacuna”

País	Yield 10y	Spread vs Bund	Variación 1m pb
España	0,40	80	9,4
Italia	1,09	149	12,4
Portugal	0,41	81	9,9
Francia	-0,10	30	12,2
Alemania	<b>-0,40</b>	-	14,5
EE. UU.	0,70	110	15,9

Tabla 2: Deuda Soberana. Datos con fecha 31/08/20. Fuente: Bloomberg, Moneda local, Ask

## HECHOS RELEVANTES DEL MES

### NOTICIAS RELEVANTES

#### RENTA FIJA

1. Análisis de Mercado de Renta Fija.

#### RENTA VARIABLE

1. Análisis de Mercado de Renta Variable.

#### PSN MERCADOS

Visión de Gestión.

• **Argentina:** ha solicitado al FMI abrir negociaciones sobre su deuda, ya que es el mayor acreedor externo del país, con préstamos valorados en 44.000 millones de dólares, sobre los que el Gobierno argentino solicita llegar a un acuerdo que incluya una reprogramación de los vencimientos de la deuda.

• **España:** recibirá 21.300 millones de euros de la UE para financiar las medidas extraordinarias implementadas en el mercado laboral, resultado del coronavirus.

• **Reino Unido:** el Gobierno lanza un plan de estímulo de 5.000 millones de libras, equivalente a un 0,2% del PIB del país, que parece insuficiente ante la expectativa de que la economía británica caiga en un 10% como resultado de la crisis causada por el Coronavirus.

• **Alemania:** la publicación del PIB alemán 2T tuvo una caída mayor de la prevista, -10,1%, sin embargo, en el país de referencia al otro lado del Atlántico, EE. UU., el 2T se situó en -9,5% mejor de lo estimado, pero sitúa el dato interanual en -32,9%. También pudimos ver los datos de la confianza de los empresarios en Alemania, donde el índice IFO de clima empresarial ha superado las expectativas y en agosto repuntó hasta niveles de 92,6 desde el 90,4. Los consumidores estadounidenses en agosto mostraron malos datos de confianza.

• **China:** los datos de crecimiento del PIB del 2T a 3,2% estuvieron por encima de las previsiones. Además, admiten las pruebas clínicas de una nueva vacuna contra el coronavirus producida a partir de células de insectos.

• **Aranceles:** el sector de lujo y cosméticos francés podría sufrir una nueva subida de impuestos a la importación por parte de EE. UU. de hasta el 25%, si a final de año no encuentran una solución en respuesta a la imposición de un gravamen del 3% sobre los ingresos de los servicios digitales, conocido como tasa Google.

Índices Bursátiles		% Var Mensual
IBEX 35	6.969,5	-0,39%
CAC 40	4.947,2	1,94%
DAX	12.945,4	4,57%
FTSEMIB	19.633,7	2,11%
EURO STOXX 50	3.272,5	2,00%
DOW JONES	28.430,1	8,04%
NASDAQ	12.110,7	13,02%
S&P500	3.500,3	7,83%

Tabla 2: Principales índices bursátiles. Datos con fecha 31/08/2020 Fuente: Bloomberg. Moneda local

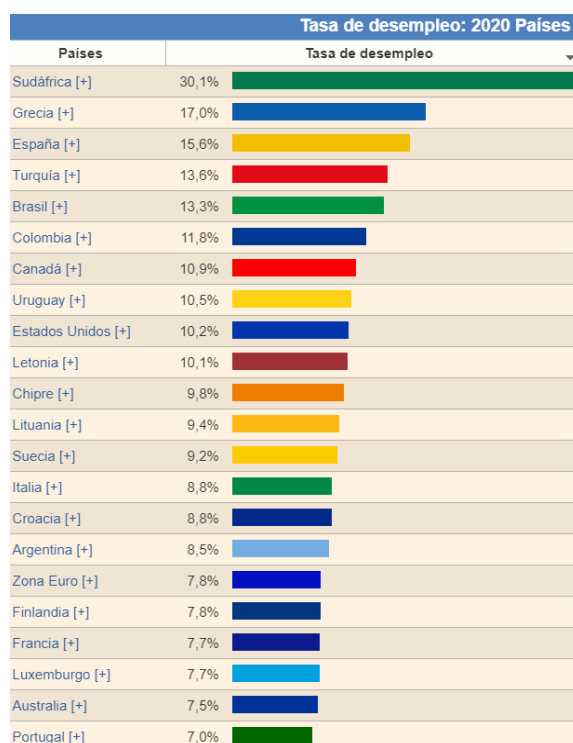
## RESUMEN GENERAL

Uno de los focos principales del verano ha seguido siendo la tensión creciente entre Estados Unidos y China. Ésta habría lanzado dos misiles como advertencia a EE. UU. al culparle de sobrevolar territorio chino. Por su parte EE. UU. hacía una nueva inclusión de 24 empresas chinas en la lista de compañías vetadas en EE. UU. A esto se suman las disputas en el Mar de China Meridional.

En la reunión anual del Jackson Hole, el presidente de la FED, Jerome Powell, anunció que flexibilizan su objetivo de inflación del 2%, dejando ver que habrá un periodo largo de tipos bajos. Recordemos que los tipos oficiales de Estados Unidos al igual que los de Europa están a 0% (con tipos reales a 0). El discurso venía dirigido a reiterar la creación de empleo como principal objetivo y solo actuar si se acumulasen presiones inflacionistas.

En la Eurozona la inflación de junio se aceleró algo más de lo esperado mientras que la subyacente estuvo en línea, no obstante, a pesar de la recuperación de la actividad durante el segundo semestre, la inflación se mantendrá por debajo del 1%. Las malas experiencias pasadas (las décadas de 1920 y 1970) han dejado muy malos recuerdos, pero se debieron a contextos totalmente diferentes (Guerra Mundial, shock de oferta). Nuestro problema es más bien japonés, donde durante los últimos 30 años el bajo crecimiento se ha dado conjuntamente con deflación estructural. Dado que la inflación en el mundo desarrollado está directamente relacionada con las subidas salariales, cualquier síntoma sería una bendición en este momento.

En el segundo trimestre, en España se perdieron 1,1 millones de empleos, el peor dato nunca visto. La tasa de paro alcanza el 15,3% al final del segundo trimestre, con 55.000 nuevos parados.



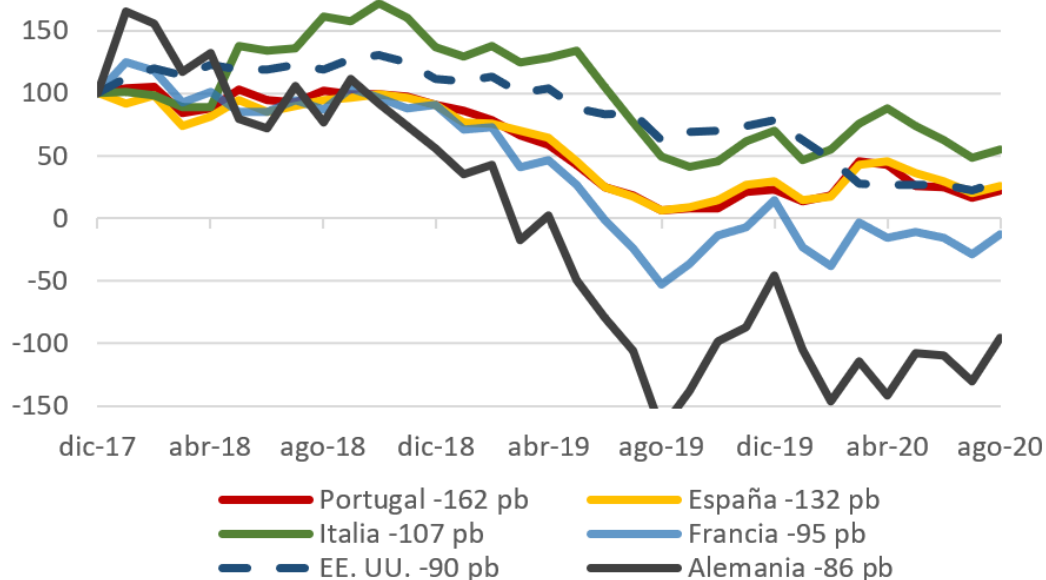
“Tasa de desempleo de los principales países mundiales”. Fuente: Datos Macro



Reino Unido ha decidido no pedir una prórroga al periodo de transición y, por tanto, estará formalmente fuera de la Unión a finales de año. Las dos partes deben llegar a un acuerdo comercial y aumenta la probabilidad de un “hard Brexit”, lo que ha empezado a pesar en la Libra, que lleva una caída de 5% respecto al euro en 2020. Pese a que pensamos que el interés mutuo está en llegar a un acuerdo, el proceso en sí limita la capacidad del Reino Unido para salir de esta crisis.

### RENTA FIJA

La renta fija ha tenido un buen comportamiento en el año, sirviendo como activo de menor riesgo donde el capital de la Bolsa se ha ido trasladando a los principales bonos gubernamentales en los momentos de más tensión. Todos los bonos del gráfico inferior han reducido en el año su interés a pagar, por lo tanto han subido en precio debido a la mayor demanda de estos. Lo más destacado es la bajada de 32 puntos básicos del bono italiano y los 117 puntos básicos del de Estados Unidos por la bajada de tipos de la Fed, para promover la economía. No obstante a lo comentado, es cierto que en verano la tendencia se ha relajado, incluso han subido unos puntos básicos los bonos a 10 años de Francia, Alemania y Estados Unidos. Ante la nueva actitud de la Fed se espera una larga era de tipos cero, donde la Bolsa es el activo más beneficiado, ya que los inversores tendrán que buscar activos de más riesgo para obtener más rentabilidad.



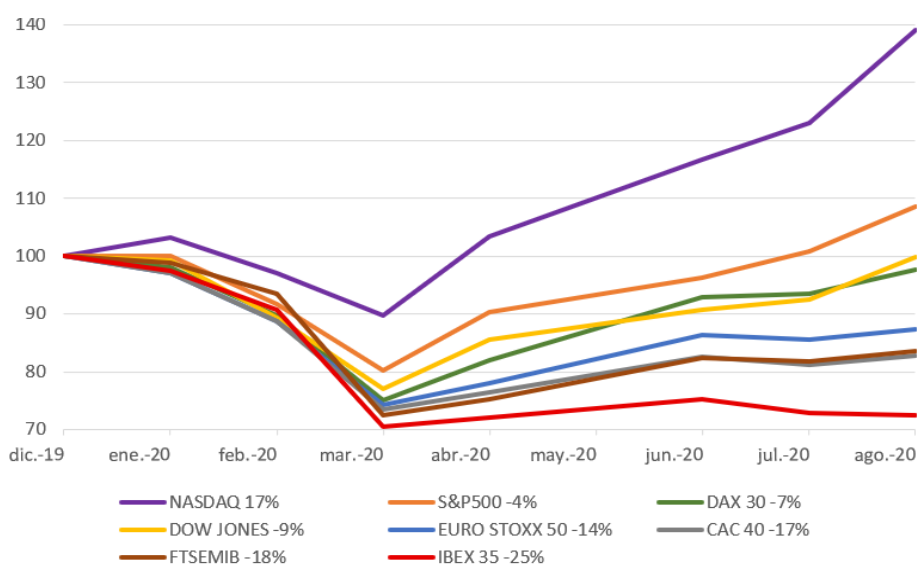
“Evolución de los tipos de los principales bonos gubernamentales”. Fuente: Elaboración propia

El BCE ha invertido 483.899 millones de su programa de compras de emergencia contra la pandemia a fecha de agosto, lo que representa el 36% del mismo, que estará en vigor hasta junio de 2021. Asimismo, el banco se ha comprometido a reinvertir los vencimientos de los activos adquiridos bajo este programa hasta, como mínimo, finales de 2022. Desde su lanzamiento a finales de marzo y hasta el pasado mes de julio, el BCE había destinado 46.111 millones de euros a la adquisición de deuda soberana española a través del PEPP. Por otro lado, el fondo de recuperación de la economía europea, contiene 750.000 millones de euros de los cuales 390.000 serán subvenciones y los 360.000 restantes préstamos a bajo tipo de interés. Destaca de este importe que cerca de un tercio de los fondos estarán dedicados a la lucha contra el cambio climático y consistentes con los acuerdos de París contra los gases de efecto invernadero. Un dato positivo es que las políticas económicas de los países, quedan gobernadas en buena parte por la Unión Europea, no dejando que los países lo gestionen según sus necesidades. España recibirá unos 140.000 millones de euros del fondo de recuperación europeo, de los que 72.700 millones se darán en ayudas directas.

En la última reunión del Banco Central Europeo, se confirmó que se mantiene inalterada su política monetaria y apuntó que el Programa de Compras de Emergencia Pandémica, que fue dotado con 1,35 billones de euros, seguirá en vigor tanto tiempo como tarde en superarse la crisis de la pandemia y, al menos hasta junio de 2021.

## RENTA VARIABLE

Hasta agosto, solo las Bolsas estadounidenses están en positivo. Pero como se puede apreciar en el gráfico, desde la gran caída de la bolsa en marzo por el estallido del coronavirus, todas han ido recuperando. Si nos fijamos en los que llevamos de segundo semestre, solo la Bolsa española está en negativo. Por las fuertes caídas de las empresas más afectadas por la pandemia (IAG, Meliá, Repsol Telefónica y los bancos).



“Desarrollo de las principales Bolsas en el año”. Fuente: Elaboración propia



# Análisis de mercado 2020

La última semana de agosto, la esperanza de mejoras en el plano sanitario, tras la aprobación en EE. UU. del uso de emergencia del plasma convencional como tratamiento contra la Covid, impulsó fuertemente a las Bolsas. A esto se le añadió, los rumores de que la administración Trump flexibilice la regulación para aprobar el uso de emergencia de la vacuna y tener listo el prototipo de Oxford en octubre.

El Gobierno español aprobó a principios de julio, un fondo valorado en 10.000 millones de euros, para rescatar empresas con problemas de solvencia, resultado de la crisis causada por la Covid-19. El fondo será gestionado por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) y permitirá al Estado entrar de forma transitoria en el capital de compañías privadas, a través de la compra de acciones, deuda y cualquier otro instrumento convertible en capital.

En el segundo trimestre, los beneficios empresariales se contrajeron a un ritmo que no se veía desde la crisis financiera global de 2008, aunque los malos resultados se atenuaron con unas expectativas tan bajas que al final fueron fáciles de superar. Tanto en Europa como en Estados Unidos, los sectores defensivos y de calidad mejoraron su cotización, y los sectores cíclicos como energía, materiales e industriales tuvieron una de las mayores caídas que se recuerda. Alrededor del 40% de las empresas estadounidenses han actualizado sus perspectivas para el tercer trimestre del año y sólo el 10% ha bajado las previsiones, ya que no esperan que la situación se sostenga a medio plazo.

La mejora de los datos de empleo en EE. UU. y de los macroeconómicos asiáticos, han apoyado a las Bolsas durante el verano. El sector de servicios de China se expandió al ritmo más rápido de la década, ya que las medidas de flexibilización del bloqueo favorecieron la demanda de los consumidores, lo que hizo que el PMI de Caixin subiera en junio a 58,4, el nivel más alto de la década.

Más de 100 compañías se han unido a un boicot contra la redes sociales por no poner medios contra la mala información, la manipulación y el mensaje del odio. Al declarar Trump la guerra a la actividad en el país de red social china TikTok, empresas como Microsoft o Walmart han anunciado su interés en quieren hacerse con el negocio en Estados Unidos y ante el ruido, su CEO ha dimitido.

El desplome del beneficio está provocando que las empresas del Ibex vuelvan a niveles de endeudamiento de 2009. Los analistas ya sitúan su previsión de apalancamiento (deuda neta entre ebitda) para 2020 en las 3,2 veces, por encima de las 3,1 veces a las que llegó en aquel ejercicio y que supuso un verdadero quebradero de cabeza para empresas e inversores.

## NUESTRA VISIÓN PARA LOS PRÓXIMOS MESES

España está mejor situada para la recuperación rápida de esta crisis que para la del 2008. Tenemos un balance más saneado, con más exportaciones y más diversificado. Hay menos construcción, por ejemplo, eso sí, de los tres sectores, los servicios siguen siendo casi el 70%. Para la situación actual es negativo depender tanto del turismo (hotelerías, aerolíneas páginas de reservas etc.), automóvil y banca. La deuda es uno de los focos de atención. El apalancamiento privado todavía es menor que en la anterior crisis, pero las grandes empresas están aumentándolo.

En EE. UU. el dato que avalaba la recuperación de la economía a cierre semestral fue el ISM manufacturero que volvió a situarse por encima de los 50 puntos, donde empieza a reflejar expansión. El informe de empleo, planteó una creación neta de puestos de trabajo de 4,8 millones personas y una caída de la tasa de paro hasta el 11,1%.

En el discurso de Jerome Powell en el Jackson Hole, anunció que no actuarán para bajar la inflación cuando supere el objetivo del 2%. El exceso de liquidez, medido como la diferencia entre la oferta monetaria y el crecimiento del PIB real, ha ido en aumento durante muchos años, y la guerra contra el virus lo ha elevado considerablemente. Históricamente, el aumento del exceso de liquidez es un precursor de tasas de inflación estructuralmente más altas. En los instrumentos financieros, pese a que este fuerte aumento de la oferta monetaria de los bancos centrales ayudará a estabilizar los precios de los activos a corto plazo, en última instancia los fundamentales económicos pesarán.

El dinero de los bancos centrales ha reducido tipos durante el año, pero en agosto, y esperamos lo mismo para el corto plazo, han aumentado levemente los tipos de los bonos públicos, estas ventas reflejan la recuperación económica y el impulso de la inflación, además apoyada ahora por el discurso de Powell.

El euribor se ha situado en agosto por debajo de la Facilidad Marginal de Depósito, marcando un mínimo histórico -0,359%, abaratando diferentes tipos de financiación, como la hipotecaria.

La renta variable está a unos niveles considerados caros, si se miran ratios como los PERs próximos. No obstante, ahora que se sabe que va a haber muchos más años con tipos bajos, se pueden justificar más estos precios de cotización tan altos. Primero por el traslado de capitales de renta fija a la variable en busca de rentabilidad y segundo porque permite a las empresas financiarse con menor coste y al utilizar un wacc bajo en el modelo de valoración, hace que de más alto el precio objetivo.

Las Bolsas en el primer semestre también vinieron marcadas por los paquetes de estímulos de los bancos centrales. Pero lo que a corto plazo ayuda, puede ser un problema en el largo. (Inflación en productos que no estarían continuando ciertas empresas, endeudamiento que no se hubiese financiado a muchas empresas, etc.) El BCE ha contado con el programa PSPP (Public Sector Purchase Programme), el PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme, y la Comisión Europea, con el SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) y el MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad).

El S&P es el índice más significativo de Estados Unidos ya que representa el 80% del mercado de acciones del país. El índice, ha terminado el verano en máximos históricos, pero la realidad es que las 20 primeras empresas (que pesan un 45% del índice) son precisamente las que han hecho que suba, que son casi todas tecnológicas, contando con las famosas FAANG, que empiezan a poner en duda sus valoraciones.

Respecto al euro dólar, creemos que próximamente se quedará en torno al 1,18. Un dólar débil, sobre todo ayudará a los emergentes, que necesitan que se recuperen las materias primas y que su deuda en dólares valga menos. Europa sin embargo, con este nivel de tipo de cambio tiene más difícil las exportaciones.

A corto plazo al mercado le preocupan los rebrotes y una mala temporada de resultados, pero seguiremos pendientes del resto de catalizadores de las Bolsas como la evolución de la vacuna para el Covid-19, las elecciones en EE. UU, las relaciones EE. UU.- China y el Brexit.

Desde principios de marzo todos los medios han estado diciendo que iba a ser la peor crisis de la historia y que los mercados estarían hasta el 2021 rezagados. En base a ello, casi todo el sector, aseguraba que la mejor estrategia era dejar bastante caja en los fondos, y en PSN decidimos confiar en la recuperación bursátil. Desde final de marzo hasta final de agosto, el Euro Stoxx ha subido un 17%. A Pesar de la buena decisión tomada hasta ahora, seguimos positivos en renta variable, aunque ahora mucho más selectivos que antes. Donde habrá que estar preparados para cuando salga la vacuna, rotar la cartera hacia los sectores perdedores hasta ahora (aerolíneas, hoteles etc.).





# Análisis de mercado 2020

Mientras los sectores muy afectados por la pandemia (como los comentados), sigan sin tener una buena visibilidad del futuro, no estaremos comprando renta variable de ellas, y sobre todo en el caso de la española. Una estrategia que mantendremos, es la búsqueda de compañías que sean flexibles a cambios y que sepan adaptarse al futuro, ya que la pandemia está destruyendo modelos de negocio antiguos y los de no calidad.

## PSN ANÁLISIS

**Jaime Martínez Sicilia:** [jaimemartinez@grupopsn.es](mailto:jaimemartinez@grupopsn.es)

**Ángel García Díez:** [angelgarcia@grupopsn.es](mailto:angelgarcia@grupopsn.es)

**Antonio Barahona Moreno:** [abarahona@grupopsn.es](mailto:abarahona@grupopsn.es)

**Alejandro Montero Alférez:** [alejandro.montero@grupopsn.es](mailto:alejandro.montero@grupopsn.es)



### **Aviso legal**

La información contenida en este documento se facilita con fines exclusivamente informativos. Ninguno de los datos que en él se publican debe considerarse como expectativas futuras o recomendación para efectuar transacciones o para concluir algún tipo de acto legal. Este documento no tiene el propósito de ofrecer inversiones ni asistencia legal o fiscal.

Cualquier decisión de compra o venta por parte del destinatario de este informe debe fundamentarse en información pública disponible y tomar en consideración el contenido de los prospectos disponibles en la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), en la Sociedad Rectora de la Bolsa y en la propia compañía que emite el valor. Los resultados reflejados en el presente documento no garantizan resultados o rendimientos futuros.

La información contenida en el documento ha sido generada a partir de fuentes presumiblemente fiables, extremando el cuidado para asegurar que la información contenida en el mismo no es incierta o engañosa en el momento de su publicación. Sin embargo, PSN no puede asegurar que la información sea exacta y/o completa.

El presente documento no podrá ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor del mismo, cualquiera que sea la finalidad que se persiga.