

VISIÓN DE MERCADO

JUNIO 2020

JUNIO 2020 VISIÓN DE MERCADO

Sell in May and go away. Este año no

El mes de mayo fue positivo para los mercados ayudados por la relajación del confinamiento y la apertura de la economía en muchos lugares. Los índices han recuperado así una parte importante de las pérdidas del año, sobre todo en EEUU. Y... ¿ahora qué?

1.- BOLSAS				Var. Sem.	Último	2020	3.- DIVISAS							
Ibex35	España	+6,0%	7.097	-25,7%	Nasdaq100	USA	+1,9%	9.556	+9,4%	USD	Dólar	1.090	1.113	1.121
PSI-20	Portugal	+2,1%	4.331	-16,9%	Bovespa	Brasil	+6,4%	87.403	-24,4%	JPY	Yen	117,4	119,8	121,8
EuroStoxx-50	UEM	+5,0%	3.050	-18,6%	MEX IPC	México	+0,9%	36.123	-17,0%	GBP	Libra	0,894	0,899	0,845
FTSE100	UK	+1,0%	6.077	-19,4%	CSI300	China	+3,5%	3.963	-3,3%	CHF	Fr. Suizo	1,059	1,070	1,085
CAC40	Francia	+5,6%	4.695	-21,5%	Hang Seng	HK	+3,4%	23.726	-15,8%	CNH/\$	Yuan Offsh.	7,15	7,13	6,96
MIB 30	Italia	+5,1%	18.198	-22,6%	Kospi	Corea	+3,2%	2.059	-6,3%	Yuan Onsh.	Yuan Onsh.	7,14	7,12	6,96
DAX	Alemania	+4,6%	11.587	-12,5%	Sensex	India	+8,6%	33.326	-19,2%					
S&P 500	USA	+3,2%	3.044	-5,8%	MCEX	Rusia	+0,9%	2.735	-10,2%					
Nikkei 225	Japón	+6,0%	21.993	-7,0%	XUD30	Turquia	+3,1%	122.918	-11,5%					
2.- BONOS 10A (TIR)				22-may.	29-may.	31-12-19	4.- MAT. PRIMAS							
Bund		-0,49%	-0,45%	-0,19%	Fut. Brent	Petróleo UE	+5,5%	37,5	66,0	Oro		+0,7%	1.742	1.517
Bono español 10A		0,70%	0,56%	0,46%	Fut. WTI	Petróleo USA	+5,7%	35,1	61,1					
Bono italiano 10A		1,59%	1,48%	1,40%										
Bono portugués 10A		0,72%	0,50%	0,43%										
T-Note		0,66%	0,65%	1,92%										
Bono japonés 10A		-0,01%	0,00%	-0,02%										

Fuente: Reuters

Sin lugar a duda, la economía que todos mirarán y miraremos para ver el estado de la salida de la crisis será la americana. En este sentido, la economía de EE.UU. parece estar saliendo de lo peor del episodio depresivo a medida que algunos estados comienzan a relajar el cierre impuesto a la actividad a juzgar por los datos observados antes de que la actividad económica empezara a recuperarse en las últimas semanas.

Gran parte de las actividades se reanudarán con bastante rapidez, si bien algunas se mantendrán deprimidas algún tiempo (producción de automóviles, procedimientos médicos al margen de los relacionados con la pandemia, restaurantes o algunas compras minoristas, por ejemplo).

En este sentido, 39 estados (que representan el 61% del PIB de EE.UU.) están suavizando en mayor o menor medida las órdenes de distanciamiento social establecidas, mientras 13 estados aún están en gran medida confinados y con los negocios no esenciales cerrados.

JUNIO 2020 VISIÓN DE MERCADO

No parece existir correlación significativa entre la propagación del virus y la decisión de reanudar la actividad. De hecho, en 10 de los 39 estados que comenzaron la reapertura las tasas de contagio están aumentando, lo que augura un posible resurgimiento de la enfermedad.

Existe un interés compartido en reabrir la economía y facilitar el retorno al trabajo, pero la cuestión del comportamiento del consumidor sigue ahí, ya que el virus no deja de constituir una amenaza.

En este aspecto, la tasa de ocupación hotelera pasó del 26% al 28,6%, su tercera semana consecutiva al alza, si bien mínima. Y se ha registrado un leve aumento de los comensales en restaurantes mientras los datos de movilidad muestran un aumento algo mayor en unos estados (Texas y Georgia, por ejemplo) que en otros (California o Nueva York). En todo caso Jay Powell, presidente de la Fed, ofreció una valoración algo pesimista de las perspectivas y dejó claro que el comité de operación en mercados abiertos (FOMC) de la institución que preside difícilmente abogará por una política de tipos de interés negativos (NIRP).

La Fed mantendrá los rendimientos en el extremo corto de la curva de tipos-plazos «más bajos durante más tiempo», dado su compromiso con apoyar la recuperación, pero habrá que ver cómo se comporta la inflación en los próximos trimestres. El verdadero caballo de batalla después de la masiva impresión de dinero.

Tomando el pulso a las empresas, vemos que en el segmento de deuda corporativa la tasa de defaults asciende en la actualidad al 4,76% en el caso de los emisores de deuda de alto rendimiento (HY), mientras que para los préstamos bancarios se sitúa en el 2,81%.

Entre los incumplimientos recientes se cuentan los de J. Crew, Northwest Acquisitions y Neiman Marcus. Las agencias de rating no dejan de revisar a la baja las calificaciones crediticias. En lo que va de año se ha recortado el rating del 9% de la deuda de entidades no financieras con categoría de inversión (IG): de este porcentaje, 6 p.p. corresponden a rebajas de rating dentro del segmento IG y 3 p.p. representan un deterioro de solvencia de IG a HY.

De la deuda restante con rating BBB-, el 32% tiene nota de perspectiva negativa, lo que indicaría revisiones a la baja pendientes.

En Europa las cosas van como siempre peor y aún no encontramos una respuesta conjunta a la crisis. En ese marco, la UE quiere aumentar su potencia de fuego financiera elevando los ingresos de la UE y apalancando su presupuesto mediante la toma en préstamo de fondos adicionales en los mercados financieros.

Todavía estamos a la espera del fondo de recuperación «temporal, específico y acorde» con una dotación de 750,000 millones de euros. Algunos ya comparan la propuesta franco-alemana con la histórica firma de Thomas Jefferson y Alex Hamilton que selló una federación de estados. Esta comparación puede parecer hiperbólica en la actualidad, ya que aún son muchos los motivos que invitan al escepticismo.

JUNIO 2020 VISIÓN DE MERCADO

Persistirá la discrepancia entre los países del Club Med y los Cuatro Frugales, liderados por Países Bajos (que reclama un presupuesto responsable de la UE). No obstante, este acuerdo podría cambiar las reglas del juego en virtud de tres innovaciones que se incluyen en la propuesta.

La primera es que el fondo de recuperación se financiaría con bonos emitidos directamente por la UE en su propio nombre y garantizados por los ingresos propios de la UE (en vez de por los de los estados nacionales).

Esto es muy diferente al caso de unos eurobonos garantizados por los estados (que la opinión pública alemana considera políticamente «tóxicos»). La segunda innovación aborda la necesidad de canalizar más recursos hacia la UE para que se pueda afrontar una ambiciosa emisión de deuda tras reforzar su presupuesto. Tal vez se lleve a cabo mediante un nuevo impuesto sobre transacciones financieras o servicios digitales transfronterizos, o un futuro impuesto sobre las emisiones de CO₂.

Un mayor presupuesto para la Comisión Europea aumentaría su capacidad de actuación y su influencia en los mercados nacionales.

La tercera innovación es permitir que la UE financie sus actividades con recursos más allá de sus presupuestos, es decir, emitiendo deuda. Lo que se busca es una fuerte capacidad de apalancamiento; incluso llegó a sugerirse la idea de emitir deuda perpetua (amortizable tan solo a discreción del emisor) que implicaría el pago de anualidades. Su coste podría rondar el 1%.

Por otra parte, ningún país ha solicitado por el momento las líneas de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM/MEDE), pese a sus condiciones (tipos del 0,1%). Solicitar fondos del MEDE sigue estando mal visto en algunos países; además, abstenerse de disponer de ellos permite a los países meridionales de la UE presionar para que se avance en nuevas medidas que impliquen compartir riesgos encaminadas a completar la Unión Monetaria.

El BCE por su parte anunció en abril anunciaron nuevas medidas de liquidez; en concreto, los PELTROs, un programa de siete operaciones de refinanciación a largo plazo de emergencia no orientadas (consistentes en subastas de liquidez con adjudicación plena a tipo fijo), además de mejores condiciones para el TLTRO a largo plazo que se lanzará en junio (podrían asignarse entre 600.000 y 750.000 millones de euros), todo ello dirigido a respaldar los mercados monetarios a medida que vengán las facilidades a largo plazo.

En cuanto a la reunión de junio, ha aumentado la probabilidad de más anuncios debido a la velocidad a la que se materializan las compras del BCE. Si continúan a este ritmo, es probable que nos quedemos sin munición antes de otoño. Lane declaró que el BCE puede ajustar el tamaño o la duración de las compras si la presión de los mercados sobre algunos bonos individuales no reflejase sus fundamentos.

JUNIO 2020 VISIÓN DE MERCADO

Por lo tanto, cabe prever un aumento en el programa de compras de emergencia en caso de pandemia (PEPP). Dos terceras partes de los encuestados del consenso incluso prevén medidas más amplias, que alcanzasen al universo de la deuda de alto rendimiento (HY). Por lo que respecta a los efectos de la decisión del Tribunal Constitucional alemán, los mercados han adoptado un enfoque pragmático, aguardando una solución de compromiso. Aun cuando esta cuestión es una auténtica caja de Pandora para Europa, consideramos poco probable que el BCE no responda en los próximos dos meses y medio.

Destaca la OPV de JDE (segundo productor de café del mundo) que se ejecutó con éxito en medio de la pandemia y subió +13,8%. El precio de colocación fue de 31,5€/acc., en la zona alta de la banda no vinculante (30€/acc./32,25€/acc.) y equivalente a un PER'19 de 26,9x vs 23x comparables y a 15.600M€ valor compañía (100%). Recaudó los 700M€ previstos.

Por su parte, LUFTHANSA aprueba el plan de ayuda de la UE de 9.000M€ pocos días después de que el Comité de Supervisión de Lufthansa bloqueara el plan propuesto por el Gobierno alemán al considerar que reducía sustancialmente sus slots en los aeropuertos de Munich y Franckfurt.

El nuevo acuerdo incluye que Lufthansa deberá transferir a un competidor en cada uno de los dos aeropuertos un total de 24 derechos de despegue y aterrizaje. Durante un año y medio esta opción será solo posible para nuevos competidores, excluyendo así a Ryanair.

Esta alternativa compara con la pérdida de 72 slots contemplada en el primer acuerdo. La ayuda del Gobierno alemán ascendería a 9.000M€: el Estado compraría 300M€ en acciones, a un precio de 2,56€/acc. y se haría con el 20% del capital, que espera vender en 2023.

El Gobierno alemán contaría con dos consejeros en la Compañía, uno de los cuales sería miembro del Comité de Auditoría. 3.000M€ procederían del banco estatal KfW. Los 5.700M€ restantes, son un préstamo que Lufthansa debería devolver en el futuro. En el caso de que Lufthansa recibiera una OPA hostil, la participación del Gobierno alemán podría ascender hasta el 25%.