



**GVC Gaesco**

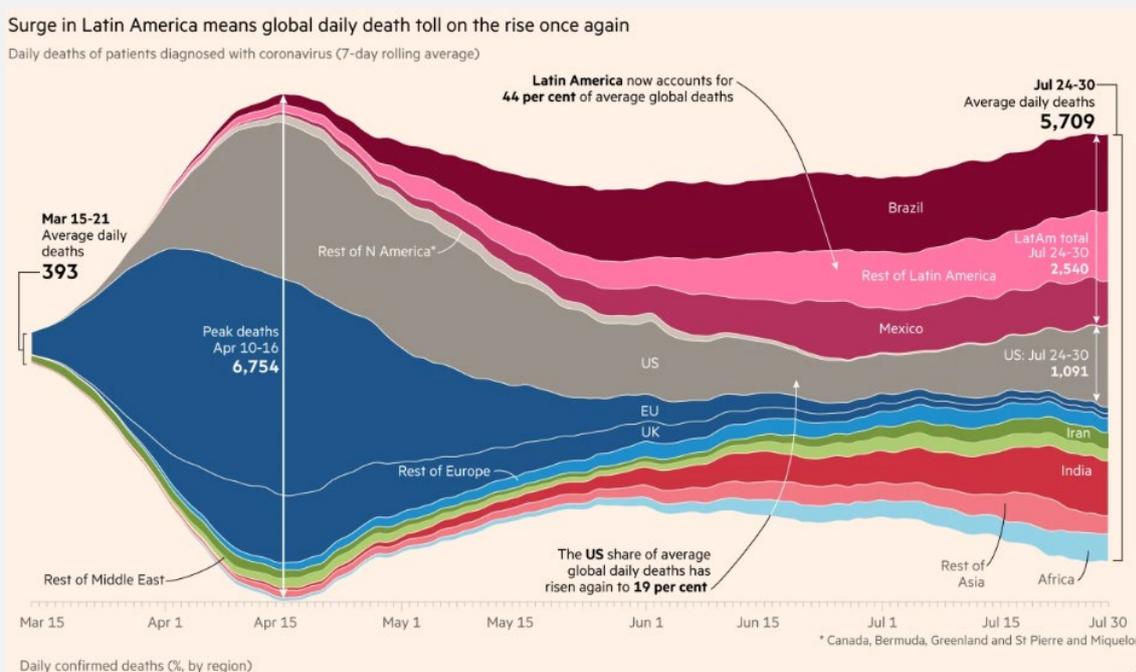
# **Nuestra VISIÓN y nuestras CONVICCIONES: Macroeconomía y Mercados Financieros**

**Verano 2020**

03/08/2020

Nos complace presentar la quinta actualización de nuestro informe Covid-19 que incluye nuestra revisión del contexto macroeconómico y de la situación de los mercados financieros. Es además la principal referencia sobre nuestras convicciones y detalla también nuestras principales actuaciones a lo largo de los últimos meses en las instituciones que gestionamos y en las carteras modelo que asesoramos y gestionamos también.

Con un balance de más de 17 millones de casos y de casi 700.000 muertes en el mundo, el coronavirus nos ha sorprendido desde principios de julio con un rebrote a nivel global, que ha afectado sobre todo al continente americano, con Brasil, México y EEUU como principales países en número de casos. Las esperanzas de principios de junio se han quebrado y los rebrotes están llevando a los gobiernos de todo el mundo a reestablecer una parte de las medidas de seguridad aplicadas en lo peor de la pandemia. El hecho de la coincidencia de las nuevas medidas restrictivas con el inicio del periodo vacacional ha llevado a numerosos conflictos políticos y diplomáticos, pero también a mucha incertidumbre por parte de la población en cuanto a cómo desarrollar este periodo.



Fuente: FT análisis of ECDC and Covid Tracking Project data. Datos a 30 de julio.

Este retroceso ha tenido un impacto de relevancia inmediato en el deterioro de las expectativas empresariales, sobre todo en Norteamérica y en las economías desarrolladas. La mayoría de los mercados financieros, principalmente europeos, también han reaccionado en julio perdiendo una parte de lo ganado en los meses anteriores.

Con este panorama, el único elemento que puede dar al traste con ese incremento de incertidumbre son las noticias acerca del progreso en la disponibilidad de una vacuna efectiva. En este sentido, las pruebas de la Fase I y Fase II son prometedoras y tanto Oxford como el laboratorio Moderna se han manifestado optimistas con los plazos.

De lado del sector público, el gran hito del mes de julio ha sido la firma del programa de ayudas europeas que se ha mantenido en los 750.000 millones de euros. La financiación mediante un programa de emisiones de la Unión Europea supone una extraordinaria noticia que nos resitúa de nuevo en la senda de la construcción de una verdadera Unión Europea.

Pero el coronavirus también nos ha traído algunas cosas de valor para la sociedad. Antes de dejarles con nuestros expertos quiero reproducir una frase reciente de Satya Nadella, el CEO de Microsoft que transformó la compañía, salvándola del futuro incierto al que se enfrentaba y volviendo a ponerla en la senda de una sostenibilidad excelente. Nadella, siempre había hablado de que el hombre abraza y se acostumbra rápidamente a los avances tecnológicos, perdiendo toda consciencia de como era su realidad en el momento inmediatamente anterior a aquel salto tecnológico. A ello, recientemente añadía:

### **|| Hemos visto el proceso de dos años de transformación digital en dos meses**

*Satya Nadella, CEO de Microsoft*

Por último, en nombre de todo el equipo de GVC Gaesco, quiero desearle un feliz verano, muy diferente probablemente a los que conocíamos, pero seguro que nos brindará los momentos de reflexión que necesitamos para interiorizar todo lo que hemos vivido en los pasados meses y para visualizar el futuro con mayor esperanza. Nos gustaría que este documento contribuyera a ello.



**Enrique García Palacio**  
CEO del Grupo GVC Gaesco

## Equipo de Gestión de I.I.C. y Fondos de Pensiones



### LA COVID-19 PRE-VACUNA Y LA GESTIÓN DE INVERSIONES DE NUESTROS FONDOS DE INVERSIÓN, SICAVS Y FONDOS DE PENSIONES

*Jaume Puig es CEO & CIO de GVC Gaesco Gestión S.G.I.I.C. y de GVC Gaesco Pensiones S.G.F.P.*

Es esta ya la quinta nota sobre la Covid-19 y su impacto en la gestión de nuestros fondos de inversión, sicavs y fondos de pensiones, al margen de otra mucha información proporcionada a nuestros inversores por multitud de otros canales. Acabamos de hacer un documento íntegro de estrategia de inversión, con muchos gráficos explicativos, del cual destacamos en este documento sólo algunos de los argumentos principales, a modo de resumen, sin gráficos.

#### A. Los parámetros de la Covid-19 se van conociendo mejor

- i. En cada siglo se producen entre 3 y 5 pandemias. La actual es ya la segunda de este siglo tras la Gripe Aviar de 2009/2010.
- ii. Se ha intentado comparar a la Covid-19 con la más mortífera del siglo pasado, la denominada Gripe Española de 1918. Para que la Covid-19 pudiera compararse con aquella debería causar el fallecimiento de unas 210 millones de personas en el mundo, en función del porcentaje de población

mundial a la que aquella afectó. Es evidente que los casi 700.000 fallecidos que acumula a Covid-19 quedan lejísimos de aquella cifra.

- iii. Las tasas de mortalidad de la Covid-19 solo se asemejan a las de la Gripe Española de 1918 para personas mayores de 85 años. Son muy inferiores para los tramos de 45 a 85 años, y prácticamente inexistentes para menores de 45 años, en claro contraste con aquella, que era igualmente muy dañina en estas edades.
- iv. La edad media de los fallecidos por la Covid-19 está en torno a los 81 años.
- v. El 95% de los fallecidos por la Covid-19 tenía patologías previas.
- vi. La tasa de mortalidad observada por la Covid-19 no para de bajar. Hasta el día 8 de mayo, los fallecidos representaban el 6,9% de los casos reportados. Hasta el día 27 de julio eran solo del 4,0%, y los habidos en el mes de julio eran de un escaso 2,4%. Evidentemente, la tasa de mortalidad real de la Covid-19 es aún más baja, ya que la gran mayoría de asintomáticos

no son casos reportados. El descenso de la mortalidad observada se debe, entre otras causas, al fuerte aumento del número de tests efectuados, que ya no se hacen únicamente a los enfermos graves hospitalizados como al principio. Con ello aumenta mucho más el número de casos reportados que el de fallecidos.

- vii.** Los tres países del mundo con un mayor número de fallecidos por cada 100.000 habitantes son Bélgica con 85, Reino Unido con 67 y España con 61. La cifra en EEUU, el noveno país del mundo, es de 45.
- viii.** Con la llegada del invierno en el hemisferio sur, cuatro países de aquella zona se han situado entre los 10 más afectados del mundo: Brasil, Sudáfrica, Perú, y Chile. Antes de su invierno ningún país de ese hemisferio estaba entre los más afectados.

## **B. Los efectos de la Covid-19 en los mercados y por sectores**

- i.** Existe una fuerte correlación entre los índices de volatilidad y el número de países con crecimientos fuertes de los casos reportados.
- ii.** El impacto del aumento de la volatilidad en los mercados de renta variable fue más parecido al acaecido en el episodio de Lehman Brothers, que no el aumento de la prima de riesgo de los bonos High Yield, que fue menor. En otras palabras, los mercados de renta variable y de renta fija cotizaron la situación de forma distinta a como lo habían hecho en 2009.
- iii.** El descenso de los mercados bursátiles duró tres semanas, desde su inicio el día 24 de febrero hasta los mínimos del 16 de marzo. **Desde entonces todos los mercados bursátiles y todos los sectores han subido fuertemente.**
- iv.** Solo 4 sectores tienen a día de hoy una rentabilidad positiva en el conjunto del año: Salud, Químico, Utilities (luz y gas) y Tecnología.
- v.** La mayoría de los sectores acumulan aún unas fuertes pérdidas en el año, en especial los de Turismo, Bancos, Petróleo, Medios, Seguros y Autos.
- vi.** Algunos de los mejores sectores del año, se están quedando atrás en la subida, como por ejemplo los de Salud y las Utilities.
- vii.** Algunos de los peores sectores del año, lo están haciendo muy bien en la fase de subida, como por ejemplo los de Autos o los Industriales, y otros simplemente bien, como Turismo, Seguros y Petróleo.
- viii.** Durante el descenso ha aumentado fuertemente la liquidez de los inversores, hasta niveles muy superiores a los alcanzados por Lehman- Brothers. Su reinversión potencial es una de las fortalezas del mercado actual, como lo fue entonces.
- ix.** **La magnitud de la subida generalizada de los mercados bursátiles ha dependido mucho de su composición sectorial.** Hay índices fuertemente en positivo ya en el año como el CSI-300 Chino, simplemente en positivo como el S&P-500 norteamericano, negativos

de un dígito como el Nikkei-225 japonés, negativos de dos dígitos como el Eurostoxx-50 y aún muy negativos como el Ibex-35.

### C. Situación económica derivada de la Covid-19

- i. El Fondo Monetario Internacional, en su última revisión de Julio, prevé una recuperación económica en V en todo el mundo (+2,9%; -4,9%, +5,4%) con una salida más fuerte en los países emergentes (+3,7%; -3,0%; +5,9%) que en los desarrollados (+1,7%; -8,0%; +4,8%). Las cifras son las respectivas a los años 2019, 2020 y 2021.
- ii. La recuperación económica en China, que nos lleva dos meses de ventaja en cuanto a desconfinamiento - su febrero es nuestro abril- es fortísima, tal y como reflejan sus índices PMI, tanto el de servicios como el manufacturero, como sus propios datos del PIB del segundo trimestre que han reflejado un crecimiento del +3,2% respecto al año pasado. Ya en mayo 2020 se vendieron más coches que en mayo 2019, se vendieron más artículos de lujo en el mismo período, se hicieron más operaciones oculares láser, etc.
- iii. El conjunto de datos económicos publicados en EEUU registra unos datos mucho mejores que los previstos tal y como refleja el índice Citi US Economic Surprise Index. El punto de inflexión fue a principios de mayo, y desde entonces las sorpresas han sido netamente muy positivas.
- iv. Los índices IFO alemanes, han tenido una recuperación total tanto en lo que a clima actual de negocios se refiere como a las expectativas.
- v. En general, con las 110 empresas cotizadas de todo el mundo con las que nos hemos reunido en lo que llevamos de año, de sectores diversos, **el fenómeno que más observamos es el del retraso de pedidos y no la cancelación de los mismos.** Observamos una vuelta muy rápida a la actividad, con empresas obligadas a reducir su periodo vacacional.
- vi. **El conjunto de resultados empresariales del segundo trimestre ya presentados, refleja unos resultados mejores de los previstos,** tanto en ventas como en márgenes y beneficios. Todo ello en el entorno de confinamiento global que se ha vivido durante el mismo. En general tanto las ventas como el control de costes han superado a las expectativas.
- vii. Como mero ejemplo, de los 148.000 vuelos que se hacían en el mundo cada semana antes de la Covid-19, actualmente se están efectuando unos 70.000, poco menos de la mitad. En Europa la situación es peor, ya que se está al 25%. En China, más avanzada en el proceso, los vuelos domésticos son ya el 90% de lo que eran.
- viii. Por diversas razones, esperamos que el impacto turístico en España sea más negativo en el año 2020 que en los países mediterráneos de su entorno.



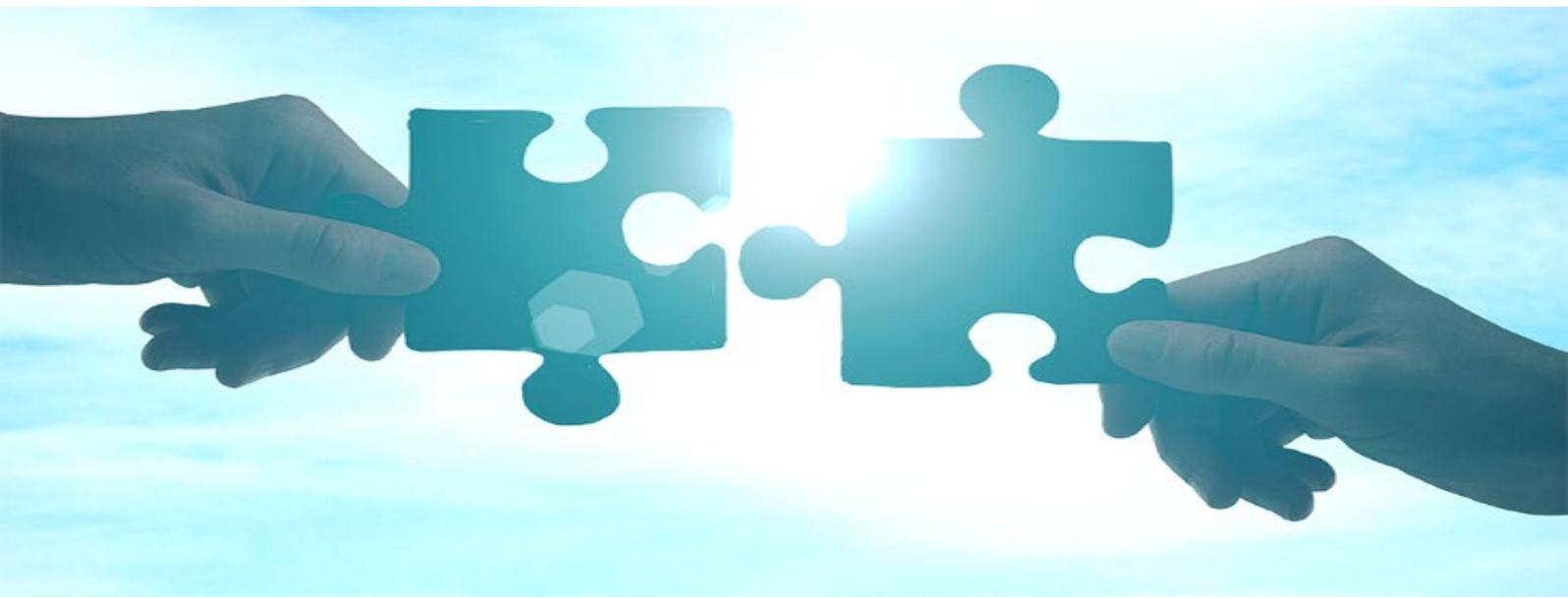
## **E. Dos conclusiones para final de año: Nueva ronda de subidas y rotación sectorial**

- i.** Tanto si ocurre **(i)** que no hay un nuevo confinamiento global, como **(ii)** la consecución de la vacuna, esperamos una segunda subida bursátil antes de final de año. Si ocurren ambas simultáneamente, esperamos una subida de mayor magnitud.
- ii.** Aquellos sectores de actividad que se han visto más beneficiados por la Covid-19 en el año 2020, serán los más perjudicados una vez su problemática esté solucionada. De forma contraria, aquellos sectores que se han visto más perjudicados por la Covid-19 en el año 2020 serán los más beneficiados. Esperamos una rotación sectorial de cara a final de año.
- iii.** Los sectores que tendrán unos aumentos de beneficios mayores en el año 2021, serán los que más han sufrido en sus resultados de 2020.
- iv.** La diferencia entre los múltiplos de valoración de los sectores con mayor crecimiento y los de menor crecimiento

está en máximos históricos. Esta diferencia ha crecido de una forma exponencial, lo que acaba históricamente en colapso, según todas las evidencias de que disponemos. Pensamos que el cierre del gap vendrá más por la subida de los sectores rezagados, que por el descenso de los que están liderando el año hasta este momento.

- v.** No creemos en la estrategia, más comercial que efectiva, de recomendar posiciones defensivas antes de agosto. Implica un riesgo enorme.
- vi.** Preferimos y aplicamos nuestra estrategia inversora que podríamos denominar como BBV ó "Buy Before the Vaccine":

**|| Comprar aquellos sectores bursátiles más castigados por el virus antes de que la vacuna, solución final, sea anunciada.**



## Equipo de Análisis y Research



### APRENDIENDO A CONVIVIR CON EL CORONAVIRUS

*Marisa Mazo, Subdirectora de Análisis y Research de GVC Gaesco Valores*

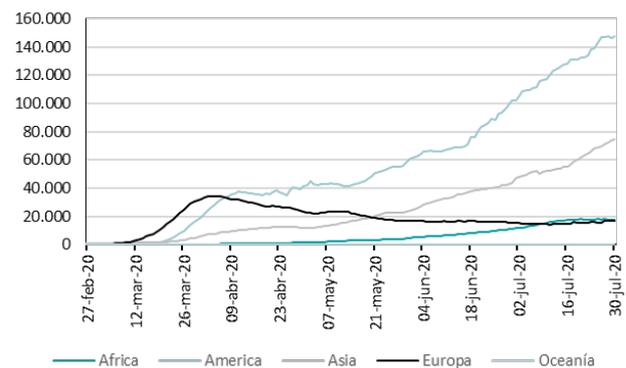
La denominada “nueva normalidad” deberá hacer compatibles la apertura de la economía con la nueva ola de contagios para que la incipiente recuperación económica no se trunque. El éxito de la “recuperación Nike” o “de visto bueno”, con diferentes velocidades dependiendo de la estructura económica de los países, depende de que no se produzcan nuevos cierres de las economías. Las políticas fiscal y monetaria siguen intentando ayudar a esta reconstrucción económica mientras los mercados están atentos a la llegada de la vacuna.

#### La pandemia: la segunda oleada o la primera oleada extendida.

El Covid-19 sigue acelerando su expansión, llegando casi a los 300.000 contagios diarios de los que 180.000 provienen de América y 78.000 de Asia. El total de afectados supera los 17mn y las muertes ascienden a 667.000. El levantamiento de las medidas de confinamiento está provocando en países como España o Francia una segunda oleada de contagios o una primera ola extendida, como también se denomina. Los nuevos contagios en estos países afectan a gente más joven y muchos de ellos son asintomáticos por lo que la tensión en las UCIs que se vivió en marzo, y que fue determinante en el establecimiento de las medidas, no se está observando, al menos por el momento. Las

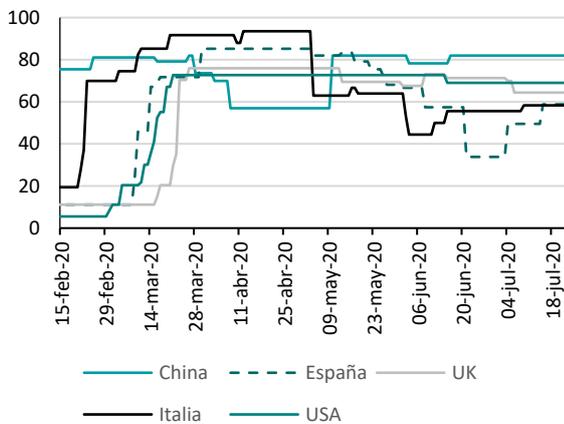
autoridades tendrán que tomar decisiones para, al mismo tiempo, preservar salud sin dañar aún más las economías.

Gráfico 1. Número de contagios diarios (media de los últimos siete días)

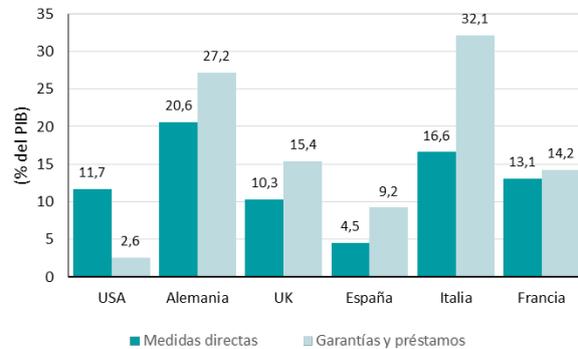


Fuente: European Centre for Disease Prevention and Control y GVC Gaesco

Aun con todo, los países han tenido que dar marcha atrás en alguna de las medidas de apertura tomadas. Siguiendo el índice de restricciones que elabora la Universidad de Oxford a partir de 9 variables, tanto España como Italia han tenido que reimplantar medidas que se habían eliminado. De hecho, y siguiendo esta gráfica, parece que España era el país de la muestra elegida que más había levantado las restricciones lo que podría estar relacionado con la nueva ola de contagios que está sufriendo nuestro país.

**Gráfico 1. Índice de restricciones**


Fuente: Universidad de Oxford y GVC Gaesco

**Gráfico 3. Medidas fiscales aprobadas como porcentaje del PIB 2019**


Fuente: Bruegel y GVC Gaesco (datos a 15 de julio de 2020)

## Gobiernos y bancos centrales siguen introduciendo nuevas medidas

Desde nuestro último informe del mes de junio, tanto gobiernos como bancos centrales han seguido anunciando medidas para ayudar la recuperación económica.

Desde el punto de vista fiscal, Italia supera ya a Alemania en el impulso fiscal total que va a inyectar a su economía (48,7% del PIB de 2019) entre medidas directas (16,6%) y garantías (32,1%) lo que, aunque no sorprende desde el punto de vista del daño producido por la pandemia, sí que llama la atención debido a las débiles cuentas públicas italianas. Reino Unido es uno de los países que más aumentado sus medidas (+4,1pp) desde nuestro último informe. España está en el furgón de cola, con medidas totales de solamente el 13,7% del PIB, sin duda a la espera del plan de reconstrucción europeo.

La aprobación del plan "Next Generation EU", que la Comisión Europea había presentado el pasado 28 de mayo y la del Marco Financiero Plurianual (MFP) 2021–2027 de la Unión Europea han sido los grandes hitos del mes de julio. El plan "Next Generation UE" ha mantenido el monto total de las ayudas previstas en la propuesta de la Comisión de 750.000MnEUR (4,5% del PIB de la Unión Europea) aunque se ha modificado su distribución, reduciendo las subvenciones a 390.000MnEUR y aumentando el importe en créditos hasta 360.000mnEUR. El MFP tendrá un presupuesto total cercano a 1,1 billones de EUR (unos 155.000mnEUR anuales equivalentes al 0,9% del PIB de la Unión Europea).

## ¿Cuáles son las novedades del plan "Next Generation UE"?

Tres son las grandes novedades de este plan. Primero, la introducción del concepto de subvenciones en un plan extraordinario motivado por la profunda crisis económica derivada de la pandemia, concepto que no se utilizó durante la anterior crisis económica donde se facilitó ayuda a través de préstamos.

Segundo, el reparto a priori va a beneficiar a los países más afectados por el Covid-19, como España e Italia, dejándose de utilizar el peso relativo de las economías que es la métrica usualmente utilizada. Y tercero, la forma de financiar este programa a través de emisiones de la propia Unión Europea. A nuestro juicio, esta última novedad es la más interesante porque supone un paso adelante en el proceso de integración europea. Una política monetaria común para los países de la Eurozona sin una política fiscal común y con deudas soportadas por los distintos estados soberanos da lugar en los momentos de crisis a una fragmentación financiera y a una menor efectividad de la política monetaria. Desde la última crisis, y con la salvedad de la Unión Bancaria, poco se había avanzado hacia la unión fiscal que debería ser el objetivo último de la Unión Europea, o al menos de la Eurozona.

### Aunque priman los aspectos positivos del plan, creemos que también merece dos críticas:

- En primer lugar, el importe total (que se repartirá en tres años) como porcentaje del PIB es menos elevado que la ayuda aprobada en Estados Unidos, Alemania o Italia y equivale a las ayudas directas aprobadas por España, que como hemos mencionado, está a la cola por la situación de sus finanzas pública. Si tenemos en cuenta que, según las últimas previsiones de la Comisión, el PIB de la Unión Europea descenderá en 2020 un 8,3%, este impulso supone algo más de la mitad de la caída.
- En segundo lugar, los desembolsos no se producirán hasta 2021 por lo que las finanzas públicas deberán seguir siendo apuntaladas desde el punto de vista de financiación por el BCE.

Tres son las grandes novedades de este

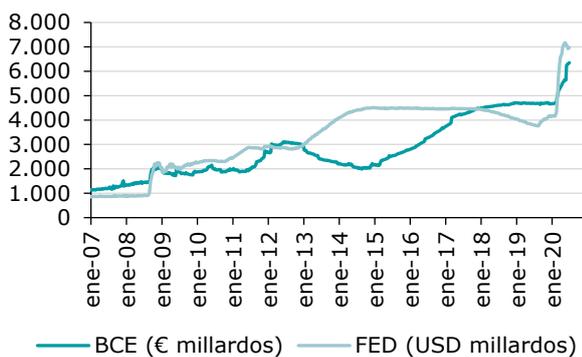
plan. Primero, la introducción del concepto de subvenciones en un plan extraordinario motivado por la profunda crisis económica derivada de la pandemia, concepto que no se utilizó durante la anterior crisis económica donde se facilitó ayuda a través de préstamos.

De aquí a octubre, los gobiernos deberán diseñar los planes concretos de inversión que se ajusten a las directrices del plan (digitalización, economía sostenible etc.) para que sean aprobados. La introducción del denominado "freno de emergencia", que supone un quasi-veto por parte de los socios europeos al desembolso de fondos a aquellos países que no utilicen los fondos en la forma establecida, introduce de facto condicionalidad. Así, aunque los "hombres de negro" hayan desaparecido, probablemente aparezcan unos nuevos "hombres de gris marengo" para evitar el uso inapropiado de los fondos.

Mientras los políticos de uno y otro lado del Atlántico negocian paquetes fiscales, tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo ayudan efectivamente a las economías. Ambos balances han seguido expandiéndose. Así, el balance de la FED se ha incrementado un 70%, hasta 7.000mmUSD. Del aumento de 3.000mmUSD, unos 1.800mmUSD corresponden a compras de deuda pública. El aumento del balance del BCE, que estaba siendo más modesto, se ha acelerado siendo ya el aumento de 1.650mm€ (+35% desde diciembre 2019) y alcanzando los 5.655mm€. Estos balances seguirán aumentando mientras sigan en vigor los programas de compras de activos en marcha. La Fed ya estableció que sus compras serán ilimitadas. El BCE, por el contrario, está en la actualidad implantando su programa de compra de emergencia por la pandemia (PEPP) por un importe total de 1.350mm€ de los que

había utilizado a finales de junio unos 355mmEUR (26% del programa).

Gráfico 4. FED y BCE: evolución del balance



Fuente: Fed, BCE y GVC Gaesco

La Fed puso en marcha en mayo el programa de compra de bonos corporativos (Secondary Market Corporate Credit Facility), incluyendo aquí la adquisición de ETFs, que anuncio en marzo. Hasta finales de mayo, se habían invertido unos 1.300mnUS en la compra de ETFs. Además, acaba de ampliar su programa de soporte a las empresas, reduciendo el tamaño mínimo del crédito a 250.000USD (desde 500.000USD).

El Banco Central Europeo ha seguido aumentando sus amplias medidas para sostener la economía de la Eurozona. También sigue insistiendo en la necesidad de la actuación concertada de la Unión Europea, aunque su éxito en este punto es moderado. Tras el lanzamiento del Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) el pasado mes de marzo, por un importe inicial de 750.000mn€mn, este se amplió en 600.000mn€ hasta un total de 1.350.000mn€ en la última reunión del BCE. Adicionalmente, las líneas de liquidez a los bancos a través de los TLRTOs III se han

ampliado y la retribución se ha incrementado hasta un máximo del 1%, desde el máximo del 0,75% inicial.

## Y, ¿qué dicen los datos de la economía real?

Con la publicación de los datos de PIB del 2T20 se ha confirmado que estamos ante la mayor caída de las economías vista en los últimos 50 años. También se observan comportamientos diferenciados dependiendo del impacto de la crisis sanitaria, las medidas de confinamiento implantadas por los gobiernos y la estructura de las economías. El PIB de la Eurozona se redujo un -12,1% t/t y un -15,0% a/a. Entre los grandes países, Alemania tuvo el mejor comportamiento con una contracción de su economía del -10,1% t/t y del -11,7% a/a, mientras que España presentó la peor evolución (-18,5% t/t y -22,1% a/a). Francia (-13,8% t/t y -19,0% a/a) e Italia (-12,4% t/t y -17,3% a/a) se situaron entre los dos extremos.

Evidentemente, este debería ser el punto mínimo de las economías que, tras la fase de confinamiento, han vuelto a ponerse en marcha. La gran incógnita es la rapidez de la recuperación. Con los datos de alta frecuencia que se van publicando, se observa una recuperación a dos velocidades que creemos que está parcialmente incorporada en los datos del 2T20 porque junio ya fue un mes prácticamente dentro de la "nueva normalidad". Consumo de electricidad, polución, tráfico etc. muestran una recuperación desigual: Alemania, con un mayor peso relativo de la industria, está mostrando un mejor comportamiento que países como España, muy dependientes de los servicios, en general, y del turismo, especialmente.

“ En definitiva, se confirma que el mundo sufrirá en 2020 la mayor recesión desde la Gran Depresión de los años 30 del pasado siglo, superando la caída experimentada durante la Gran Recesión, tal y como pronosticábamos en nuestros anteriores informes. Conocido el dato de la caída, en los próximos meses confirmaremos la rapidez de la recuperación, que nosotros esperamos tenga la forma del visto bueno. La Unión Europea, con la aprobación de su plan “Next Generation EU”, ha dado un salto cualitativo en su proceso de unión al permitir a la Comisión Europea la emisión de deuda por el importe del programa (750.000m€), que supone un paso adelante para la emisión en el futuro de Eurobonos. Las rentabilidades de los bonos periféricos han valorado positivamente el acuerdo con una importante compresión de los diferenciales. Y, todo ello, dentro de un entorno en que deberemos aprender a convivir con el coronavirus porque la capacidad de las economías de afrontar un nuevo confinamiento es muy limitada.



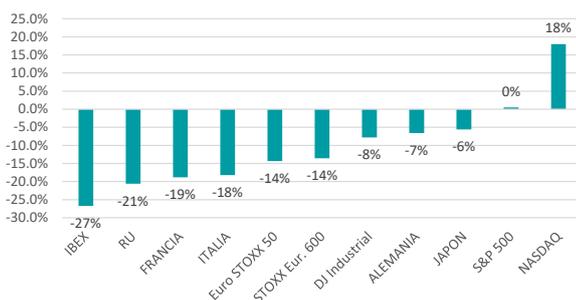


## A LA ESPERA DE QUE AMAINE LA TORMENTA ECONÓMICA

*Víctor Peiro, Director de Análisis y Research de GVC Gaesco Valores*

De cara al inicio del verano, lo cierto es que los índices bursátiles están reflejando las dudas que esperábamos que se produjesen con la publicación de resultados y los datos reales de la economía. La evolución negativa de la pandemia tampoco está ayudando. En principio el escenario que se está dibujando es el que habíamos tomado como media en marzo, cuando hicimos los primeros análisis de impacto potencial. Sin embargo, a pesar de que en teoría los mercados anticipan en meses los datos económicos, los índices siguen reaccionando con ligeras bajadas desde mediados de julio.

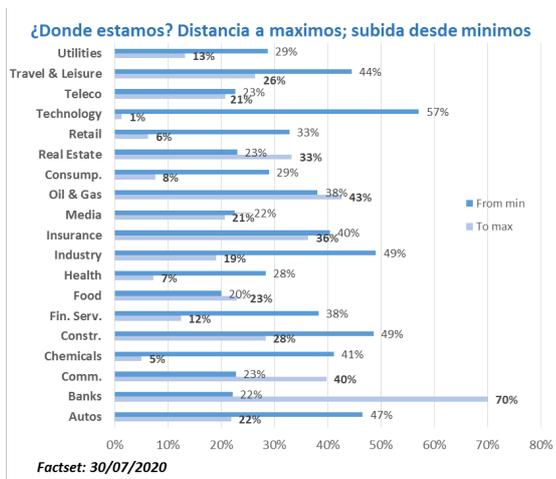
Principales índices en 2020



Con la temporada de resultados terminada en España, podemos decir que la evolución ha sido negativa. El resultado neto reportado ha sido de 15.700 mEUR de pérdidas, frente a más de 17.800 mEUR positivos del mismo periodo del año anterior. Está claro que las pérdidas están afectadas por las fuertes provisiones que

han hecho empresas como Santander (-10.700 mEUR), o los resultados de Repsol e IAG. Pero en todo caso el Ebitda agregado de seis meses ha bajado un 37%. Por el lado positivo, las eléctricas han presentado resultados bastante buenos y entre las industriales hay de todo, sorpresas positivas como Acerinox o CAF y negativas como Técnicas Reunidas. Por el lado negativo, los bancos han acelerado las provisiones respecto a lo que anticiparon en abril con los resultados del primer trimestre, Telefónica sigue azotada por los tipos de cambio en Latam y la competencia en España y las empresas ligadas al turismo, están viendo una recuperación más lenta de lo esperado. A nivel europeo, los resultados están aún en plena temporada, pero el cuadro es similar, se cumple la lógica y por lo tanto consumo y servicios básicos presentan un impacto muy limitado y la industria o consumo discrecional, está fuertemente penalizado.

“ Las subidas desde mínimos han sido importantes en porcentaje, pero la distancia a recorrer hacia los máximos alcanzados en febrero de 2020, junto antes del estallido de la pandemia, es también muy significativa.



## Los europeos también tenemos nuestro "NASDAQ" particular

Sigue destacando positivamente la evolución del Nasdaq en EEUU, que se ha visto respaldada por los resultados de la primera mitad del año de la mayoría de las FAGAM, ya que Facebook, Amazon y Apple han mostrado muy buenas cifras, mientras que Google y Microsoft sí se han visto afectadas por la caída de los precios de la publicidad y del PIB en EEUU.

Al contrario, Europa y el Ibex siguen mostrando una importante debilidad porque la mayoría de los pesos sectoriales que los componen "todavía" están afectados por la pandemia, como bancos, ocio, consumo discrecional, etc.

Pero no hay que flagelar en exceso y despreciar todo nuestro mercado. Nosotros también tenemos nuestras FAGANM. Cellnex es la empresa que más ha subido en el Euro Stoxx con un 52%, igualando a Netflix y solo superada por Facebook dentro de los grandes gigantes tecnológicos. Como vemos en el cuadro de revalorización de valores, es cierto que las

mayores subidas en Europa están entre los medianos valores, ya que en el Euro Sotoxx 50, la empresa que más sube es Iberdrola.

## Euro Stoxx Subidas destacadas en 2020

Cellnex	51.8
DiaSorin	45.1
Iliad	44.7
Ingenico	36.7
Zalando	36.0
ASM Int.	24.5
Recordati	21.6
Iberdrola	19.0

*Factset*

## COVID 19: acelerador de tendencias

El comportamiento que muestre la bolsa a corto plazo, seguirá siendo reflejo de lo que le está sucediendo a las empresas y las economías y, más importante, de la perspectiva sobre cuando se mejorará esa situación. Pero en este contexto, más que nunca los inversores tenemos que decidir, si nuestro driver es oportunista o largo placista. Los oportunistas invertirán en valores que están fuertemente expuestos a la pandemia, apostando porque cuando pase la tormenta, obtendrán fuertes revalorizaciones.



Pero los inversores con una visión más estratégica, más de medio plazo, buscarán empresas que estén situadas para sacar provecho de los cambios estructurales que van a tener lugar durante y después de la **pandemia**. Para que la recuperación sea sostenible en el largo plazo, países como España, deberían tomar nota de las deficiencias que estamos sufriendo e intentar usar los ingentes fondos que hay que invertir, en realizar de una vez por todas el tan cacareado "cambio de estructura productiva". ¿A alguien le suena la idea de que había que girar el modelo de negocio del turismo desde uno de masas a uno de calidad?

La digitalización de la economía no es algo nuevo, pero si algunas empresas o políticos se lo estaban tomando con calma, la pandemia les está haciendo despertar. Hablando con las empresas del sector, la

demanda de servicios de IT para adecuar el teletrabajo, la robotización, la ciberseguridad, los canales digitales, el e-commerce, el pago contactless, etc., se está disparando.

Muchos de los sectores a los que van a apoyar los fondos de recuperación europeos, ya disfrutaban de una corriente positiva de inversión, y son los siguientes:

### **MEDIO AMBIENTE**

- Renovables
- Hidrógeno
- Tratamiento de residuos
- Economía circular
- Ferrocarril
- Aislamientos

## DIGITALIZACIÓN

- Software as a Service
- Hosting
- Online education

## PENSIONES

- Gestoras de Pensiones
- Wealth Management

## SALUD

- Alimentación saludable-sostenible
- Diagnóstico
- Seguros de Salud

## OTC

- Telemedicina

## Y los criterios ESG cada vez tienen más peso en la selección de activos

También las exigencias de los inversores respecto a la Inversión con criterios de Sostenibilidad, Gobernanza, Responsabilidad Social etc., están creciendo y esperamos que se hagan cada vez más concretas y cuantitativas y menos cualitativas. Por el momento, muchas empresas están siendo incluidas en alguno de los muchos índices de sostenibilidad que existen, pero que cada vez se va creando una mayor capacidad de análisis de la comunidad inversora sobre este tipo de criterios. Por ello pensamos que los requerimientos para que una empresa sea considerada realmente sostenible serán cada vez más exigentes.

## Preparar las carteras para un otoño caliente

El índice de volatilidad, que muchas veces se identifica con el nivel de inseguridad o miedo de los inversores, ha bajado

notablemente respecto a los niveles récord alcanzados durante el pasado marzo y abril, pero sigue siendo el doble de los niveles en los que se movía previamente a la extensión de la pandemia.

La volatilidad americana: el índice del "miedo"



Bloomberg

17,19	-0,06	-0,14%
42,14	+0,56	1,91%
27,07	+0,17	3,52%
21,18	+0,26	0,89%
27,33	-1,14	-4,08%
31,58	+13,53	3,32%
96,51	+0,82	0,54%
25,32	+0,41	1,62%
29,81	+0,28	1,33%
31,47	+0,60	1,91%

“ Esperamos un verano con poco volumen, que puede exagerar los movimientos, ya no tanto a nivel de índices como de valores concretos. De cara a septiembre y a los meses de otoño, tenemos varios factores que nos son fundamentales, pero que pueden al menos, mantener alta la volatilidad: a) aceleración de la lucha política en EEUU, con llamamientos de Trump para retrasar las elecciones previstas para noviembre, b) los avances y retrocesos en la puesta en comercialización de la vacuna contra el COVID y sobre todo c) la evolución de los rebrotes de la pandemia. Por el lado fundamental, los resultados que conoceremos en octubre sobre el tercer trimestre (julio, agosto y septiembre) difícilmente van a mejorar los del 2T y la negociación del paquete europeo volverá a retomar protagonismo, ya que, aunque en algunos países como España, se ha publicitado su consecución, aún faltan muchos flecos y la aprobación por el parlamento de los países que van a ser pagadores netos. Por el lado positivo sigue estando el valor hundido de muchos valores, que tarde o temprano saldrá a flote. “All in all”... seguimos pensando que mantener una cartera defensiva durante el verano es la opción menos arriesgada y que el upside del futuro hay que irlo comprando en los días que se producen caídas exageradas en ciertos valores. El comportamiento de los bonos, sobre todo en EEUU y del oro, también parecen mostrar su valor como puerto seguro para algunos inversores.



## Equipo de Asesoramiento y Gestión



### SITUACIÓN ACTUAL Y EVOLUCIÓN DE LAS DIFERENTES CLASES DE ACTIVOS

*Gema Martínez-Delgado, Directora de Asesoramiento y Gestión Discrecional de GVC Gaesco Valores*

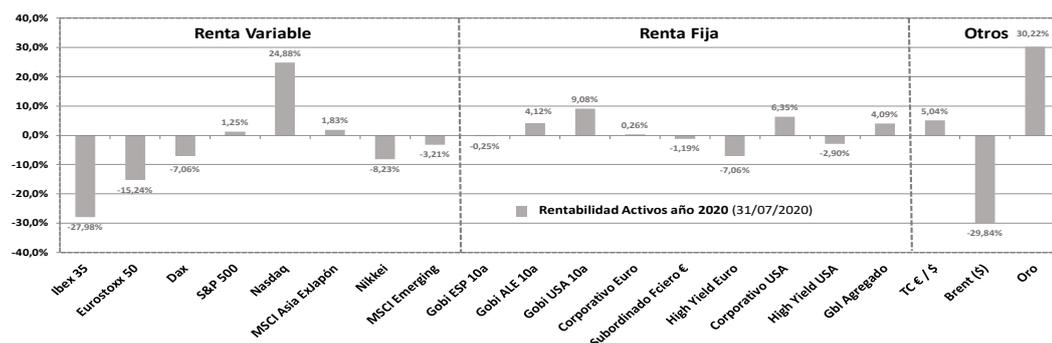
Desde nuestro último informe, podemos afirmar que los mercados en líneas generales han permanecido estables ante el avance del virus en Estados Unidos, Latinoamérica, Asia y en menor medida en Europa. Ya se han superado los 18 millones de afectados en todo el mundo, una situación que parece no terminar de estar bajo control, ante la necesidad de continuar la actividad para no dañar aún más la economía en los próximos trimestres.

Dentro de esta estabilidad, las noticias positivas han llegado desde Europa con un acuerdo histórico, siendo el primer presupuesto al que se enfrenta la Unión Europea sin la aportación anual de Reino Unido. Se establece un marco financiero plurianual de 1.074 millones de euros y un fondo de recuperación (Próxima Generación) de 750.000 millones de euros, lo que, sumado a los 540.000 millones aprobados anteriormente, elevan la respuesta de Unión Europea a 2.364 millones de euros o un 17% del PIB.

Con las cantidades acordadas y el destino de las mismas, la Unión Europea da un paso a delante en cohesión y unificación solidaria, suponiendo un punto de inflexión en términos de financiación (futuros Eurobonos) y una futura integración fiscal.

Los efectos de estas medidas han sido claros en la relajación de las primas de riesgo exigidas a Europa en todas las clases de activos, tanto renta fija, como variable, así como se reduce el riesgo de la que la zona euro se divida y tenderá a mejorar la percepción de los inversores sobre las perspectivas de la región y la evolución del valor del euro frente a otras divisas.

Para poder analizar las diferentes clases de activos y nuestro posicionamiento en cada una de ellas, echamos un vistazo a su evolución a nivel global en lo que llevamos de año:



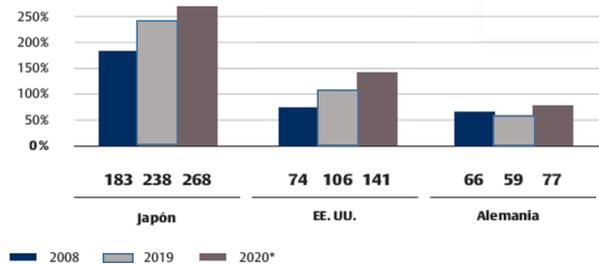
Fuente Bloomberg. Datos en moneda local. 31/07/2020

En cuanto a los diferentes activos de renta fija, comenzando por los tipos de interés de Gobierno, podemos afirmar que parecen estancados en sus niveles más bajos debido a las políticas monetarias de los bancos centrales y a las compras de bonos. Incluso en Estados Unidos (0,53%), hemos asistido a una bajada progresiva de los rendimientos tanto en términos nominales, como reales (-0,97%). La rentabilidad de esta clase de activo ha sido muy atractiva en lo que va de año, fundamentalmente para los activos denominados "core" y ha quedado prácticamente neutralizada para los periféricos (Italia y España) tras los planes de apoyo y reconstrucción europeos.

Esta situación parece que va a perdurar en el tiempo, en un entorno creciente de la deuda pública sobre PIB a nivel global, el FMI estima que la deuda pública escalará en 2020 al 131,2% del PIB desde el 105,2% del año pasado, para las economías desarrolladas. A corto plazo y debido a la destrucción económica de la pandemia, esperamos tasas de inflación negativas, ante un crecimiento económico estructuralmente bajo para el conjunto de las economías y el consecuente incremento en las tasas de ahorro.



### Endeudamiento sobre porcentaje del PIB (FMI)



\*Estimaciones del FMI en el contexto del informe World Economic Outlook de junio.

Al igual que la renta fija de Gobierno, la renta fija corporativa también ha continuado con el proceso de recuperación asociado al estrechamiento de spreads. Las compañías con balances saneados y menos apalancamiento han tenido un mejor comportamiento, primando la calidad sobre los altos rendimientos, donde los bonos de la categoría de high yield continúan cotizando el repunte de las tasas de default del 20% para los próximos 5 años.

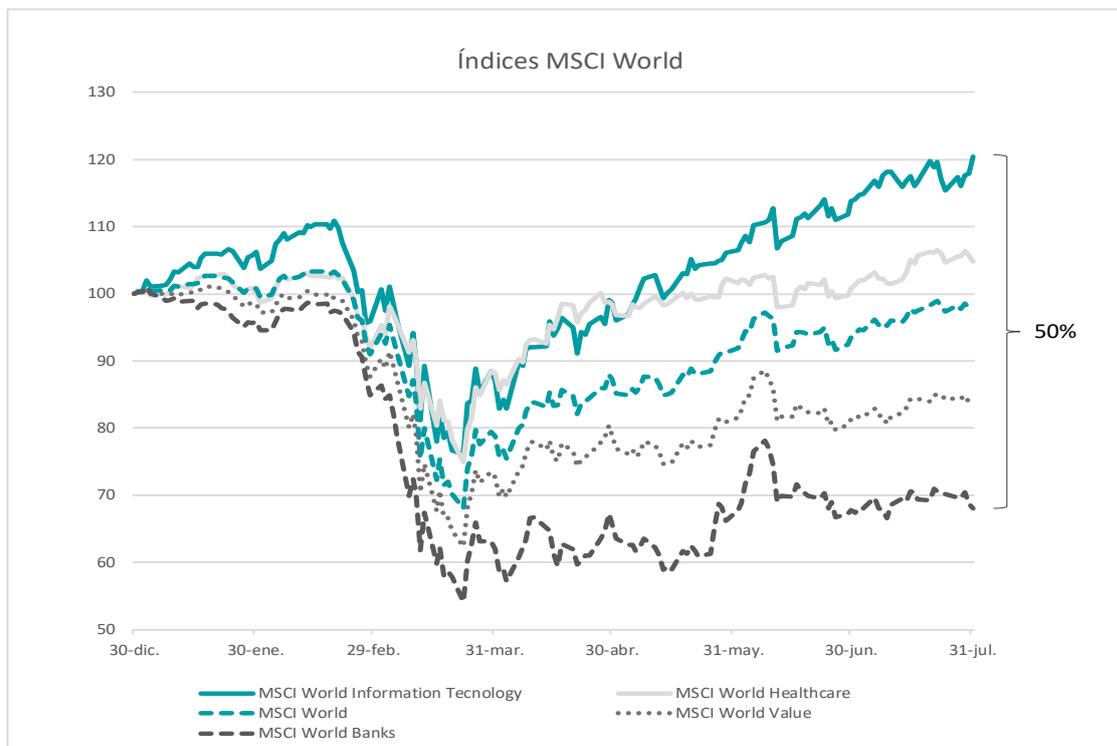
**Nuestro posicionamiento en activos de renta fija para los diferentes perfiles de inversión**, se centra en crédito corporativo global, donde consideramos hay todavía potencial y un claro sustento en los Bancos Centrales, hemos recogido beneficios en algunas estrategias de mayor riesgo (high yield y emergentes) más correlacionadas con el entorno económico. También hemos incluido recientemente titulaciones a corto plazo y fondos flexibles, por su capacidad de adaptación en estos momentos de mercado. La inversión en renta fija se completa con posiciones en activos más defensivos, con pérdidas limitadas ante repuntes de volatilidad.

En cuanto a los activos de renta variable, podemos decir que la complacencia actual de los mercados es elevada, con la economía global bajo presión y sin terminar de resolverse la situación sanitaria. Destaca en esta crisis la recuperación por sectores más que por índices y han sido los sectores ganadores de esta crisis los que han liderado las subidas en los índices con una mayor ponderación por capitalización de los mismos.

La comparación de los índices sectoriales durante la crisis, muestra un abanico de ganadores y perdedores tras la pandemia, en una tendencia que parece difícil de revertir tras la transformación que están sufriendo empresas e individuos como consecuencia del Covid, mayor

flexibilidad laboral, menor número de viajes privados y corporativos, nuevos conceptos de relaciones sociales y culturales, todo ello no es solo cuestión de recuperar la normalidad económica pre Covid, sino de algo mucho más profundo que va a afectar a algunos sectores que necesitan una clara transformación en un mundo cada vez más digitalizado.

Adicionalmente, los ganadores tienen cada vez un mayor peso en los índices globales más representativos. Por ejemplo, en el S&P 500 las primeras cinco compañías en capitalización bursátil (Apple, Microsoft, Amazon, Facebook y Alphabet) representan aproximadamente un 25% de la capitalización total, siendo únicamente un 1% de las 500 compañías del índice. Por su parte, las perdedoras, tienen cada vez un peso menor en los índices, estando en una situación clara de infravaloración.



Fuente Bloomberg. Datos en moneda local. 31/07/2020

“ **Nuestro posicionamiento actual en activos de renta variable es de neutralidad dentro de la definición que tenemos en cada uno de los perfiles de riesgo. El mercado ha recogido en estos últimos cuatro meses una recuperación rápida donde hemos aprovechado para ser activos en los niveles de inversión y realizar cierta rotación sectorial, creemos que reducir nuestra exposición a niveles neutrales, nos deja oportunidades de compra ante la volatilidad que esperamos continuará en lo que queda de año.**

En un entorno de tipos de interés bajos, las empresas con ganancias sólidas y resistentes, siguen siendo atractivas, beneficiándose de una mejora de valoración a largo plazo que no tienen las empresas más cíclicas. Nuestro sesgo es claro hacia la calidad, negocios rentables y en crecimiento. Todo esto lo encontramos en sectores como la tecnología, digitalización, la salud y sus variantes, la transformación energética y el sector asegurador. Geográficamente sobreponderamos Estados Unidos y oportunidades en tendencias a nivel global, con ligera exposición a Europa muy enfocada a calidad y crecimiento. Por su parte, las compañías grandes, nos dan una mayor seguridad frente a las pequeñas.

**De cara a los próximos meses consideramos que existen algunos riesgos abiertos: la crisis sanitaria en espera de una vacuna, las elecciones generales en Estados Unidos y las tensas relaciones entre Estados Unidos y China, por el peso de ambas en la economía global. Los factores positivos continúan estando en el apoyo contundente de las autoridades monetarias y los Estados para dotar de liquidez al sistema y sobrellevar la crisis económica actual.**



**Disclaimer**

La presente información tiene carácter publicitario de GVC Gaesco Valores, SV. SA. y fin meramente informativo a los destinatarios, cumpliendo con las normas de conducta aplicadas a todos los servicios de inversión. Por ello, se ha intentado que la información sea suficiente y comprensible para cualquier receptor probable de la misma.

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A., con CIF A-62132352 y domicilio social en C/Fortuny 17 - 28010 MADRID (ESPAÑA). GVC Gaesco Valores pertenece al Grupo GVC Gaesco, siendo una empresa de servicios de inversión registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 182.

GVC Gaesco Valores es miembro de los mercados de valores nacionales (Bolsa de Barcelona, Madrid, Valencia) y miembro liquidador custodio de MEFF.

Todos los productos y servicios prestados por GVC Gaesco Valores se encuentran sometidos a la legislación vigente y bajo la supervisión de CNMV, Banco de España y demás órganos reguladores. Para más información pueden dirigirse a:

- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Oficina Atención Inversor – Edison 4, 28006 Madrid; Tfno. 915851500
- Banco de España, Alcalá, 48, 28014 Madrid; Tfno. 91 338 50 00

GVC Gaesco Valores está adherido al Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN) de acuerdo con lo previsto en la normativa vigente. El Fondo de Garantía de Inversiones tiene por objeto garantizar a los Clientes la recuperación de sus inversiones hasta el límite señalado en los supuestos legal y reglamentariamente previstos. GVC Gaesco Valores tiene a disposición de los clientes información detallada sobre el referido Fondo, su funcionamiento, los supuestos y forma de reclamación, la garantía, su alcance y regulación, entre otros, en el Tablón de Anuncios disponible en la página Web de GVC Gaesco Valores, [www.valores.gvcgaesco.es](http://www.valores.gvcgaesco.es), así como en cualquiera de sus oficinas.

El Cliente o potencial Cliente podrá comunicarse con GVC Gaesco Valores en castellano y catalán. GVC Gaesco Valores pone a disposición del Cliente los siguientes medios de comunicación:

- Presencialmente a través de la propia red de oficinas y agentes de GVC Gaesco Valores
- A través del Servicio de Atención Telefónica – Tfno. (34) 93 366 27 27 – Fax (34) 93 550 47 75
- A través de Internet y aplicaciones móvil en el caso de aquellos clientes que hayan contratado estos servicios electrónicos
- A través de correo postal dirigiéndose a GVC Gaesco Valores S.V. S.A.U, C/ Doctor Ferrán 3-5, 08034 Barcelona
- A través de la zona de solicitud de información a través de la web [www.valores.gvcgaesco.es](http://www.valores.gvcgaesco.es)

La información de carácter general de GVC Gaesco Valores, así como la relativa a sus agentes, se recoge en su página web [www.valores.gvcgaesco.es](http://www.valores.gvcgaesco.es). El Cliente podrá comunicarse con GVC Gaesco Valores en castellano y catalán.

El Grupo GVC Gaesco mantiene registrado en la CNMV un Reglamento Interno de Conducta, cuyo objetivo principal es determinar los criterios de comportamiento y actuación que deberán observar las personas competentes de acuerdo con lo que se establece en su articulado, en relación con las operaciones con valores y con la Información Privilegiada, así como con el tratamiento, utilización y divulgación de la Información Relevante en orden a favorecer la transparencia en el desarrollo de las actividades del Grupo GVC Gaesco y la adecuada información y protección de los inversores y de aquellas otras personas o instituciones que tuvieran relación con el Grupo GVC Gaesco.

El Reglamento Interno de Conducta tiene carácter complementario de los Códigos de Conducta o normas de carácter análogo que puedan haberse establecido con carácter general por la legislación vigente o las autoridades competentes, en especial, el Código General de Conducta de los Mercados de Valores y las normas que, en su caso, lo desarrollen o modifiquen, que serán de estricto cumplimiento por parte del Grupo GVC Gaesco.

La información contenida en el presente documento hace o puede hacer referencia a rendimientos pasados o a datos sobre rendimientos pasados de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión, en consecuencia, el cliente es advertido de manera general de que dichas referencias a rendimientos pasados no son, ni pueden servir, como indicador fiable de posibles resultados futuros, ni como garantía de alcanzar tales resultados.

Es posible que entre la información contenida en el presente documento existan datos o referencias basadas o que puedan basarse en cifras expresadas en una divisa distinta de la utilizada en el Estado Miembro de residencia de los destinatarios o receptores posibles del presente documento. En tales casos, es necesario advertir de forma general que cualquier posible cambio al alza o a la baja en el valor de la divisa utilizada como base de dichas cifras puede provocar directa o indirectamente alteraciones (incrementos o disminuciones) de los resultados de los instrumentos financieros y/o servicios de inversión a los que hace referencia la información contenida en el presente documento.