

En busca de cuándo se tocará fondo en la crisis de Covid-19



**Pascal
BLANQUÉ**
Director de Inversiones
Grupo Amundi



**Vincent
MORTIER**
Director de
Inversiones Adjunto

En este tiempo sin precedentes de alta incertidumbre desde una perspectiva sanitaria y económica, los diferentes motores en juego se están moviendo en diferentes direcciones. Estas fuerzas hacen que el ejercicio de la previsión del PIB sea bastante complicado y no particularmente útil por el momento.

Los mercados están liderando el ciclo económico real y, por tanto, tocarán fondo antes del final de la pandemia. Sin embargo, se calmarán y se tranquilizarán en el camino a seguir cuando puedan anclar las expectativas en tres puntos:

1. El patrón cíclico de la pandemia, o cuando hay alguna señal de una mejora en la velocidad del contagio. Esto depende de la variable "tiempo" (la ampliación del periodo de crisis) y de los esfuerzos de movilización (las medidas de contención puestas en vigor en los distintos estados). Una contención temprana con medidas fuertes como las aplicadas en China y más recientemente en los principales países occidentales podría ayudar a limitar la propagación del virus;
2. La táctica de "lo que sea necesario" ("whatever is necessary") de las autoridades fiscales y monetarias, y si las políticas monetarias y las medidas fiscales se consideran creíbles y eficaces para aliviar las condiciones financieras del sector empresarial o para proporcionar recursos adecuados al sector de los hogares para hacer frente a un período de mayor desempleo debido al cierre de la actividad económica;
3. El tramo corto de la curva de crédito, tras las recientes dislocaciones, y los rendimientos de los bonos centrales, que han comenzado a subir desde que se anunciaron las medidas fiscales, descontando una mayor deuda futura.

Debemos reconocer que nos encontramos en una situación similar a la de octubre de 2008, cuando la incertidumbre era muy elevada, la volatilidad era extrema y la liquidez se esfumaba. El mercado tocó fondo en marzo del año siguiente. Sin embargo, esta vez se han puesto en marcha medidas extraordinarias en una etapa anterior de la crisis (2008 fue una lección) y el estímulo es significativamente mayor. Los mercados tardarán en digerir todas estas medidas, pero empezarán a descontarlo en el sentido de que son ilimitados.

Sin embargo, los "bazucas" políticos no serán efectivos a menos que haya una caída correspondiente en la velocidad de contagio. La combinación de ambas impulsará el momento de la recuperación y, mientras la pandemia no parezca estar bajo control, la volatilidad persistirá.

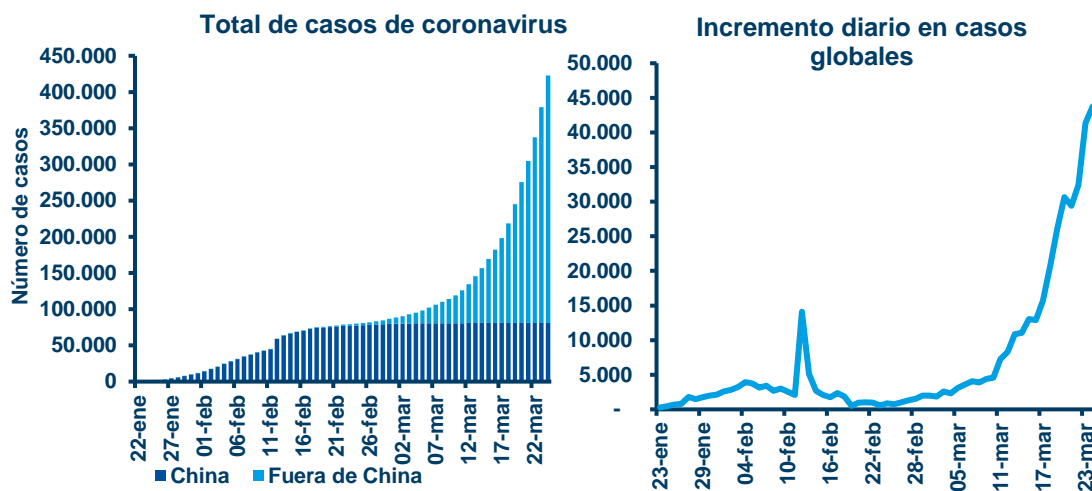
En nuestra opinión, lo que más importa a los inversores es la velocidad (segunda derivada) de la dirección de la pandemia. La dirección sigue apuntando a un aumento del número de casos, con una velocidad cada vez mayor en las últimas semanas. Cuando las medidas de contención comiencen a funcionar, la velocidad deberá desacelerarse. Esto sucedió primero en China y ahora vemos algunas señales de que está ocurriendo también en Italia, lo que está ayudando a proporcionar cierto alivio al mercado. Sin embargo, la normalidad no llegará directamente después de que la pandemia se contenga, pues una especie de distanciamiento social (lo que resulta en un mayor porcentaje de tele-trabajo, mayor consumo online, más entretenimiento online y educación online, mayor uso de las redes sociales, mayor demanda y salario para trabajos médicos, etc.) permanecerá mientras no se haya encontrado una vacuna. Este es, una vez más, el caso de China, donde la actividad se está reanudando lentamente tras el cierre, pero todavía se mantiene por debajo de los niveles normales.

"Los mercados tocarán fondo cuando las expectativas puedan anclarse en una desaceleración de la velocidad del contagio, la eficacia del policy mix y la mejora de las condiciones financieras. Estamos avanzando en esta dirección, pero todavía no estamos ahí".

La mayoría de los países todavía están muy lejos de su punto máximo, con el Reino Unido y Estados Unidos todavía en fase de aceleración, así como muchos países de la UE, mientras que algunos países de los mercados emergentes todavía se encuentran en una fase temprana. Si este bloqueo global demuestra tener éxito, la pandemia debería acelerarse hacia su máximo en el próximo mes, después de lo cual la velocidad en el crecimiento de nuevos casos debería empezar a disminuir.

Estamos avanzando en esta dirección, pero todavía no estamos ahí y a corto plazo solo podemos esperar un alivio temporal de la dislocación extrema del mercado en lugar de una recuperación plena y estable.

Covid-19 número acumulado de casos e incremento diario



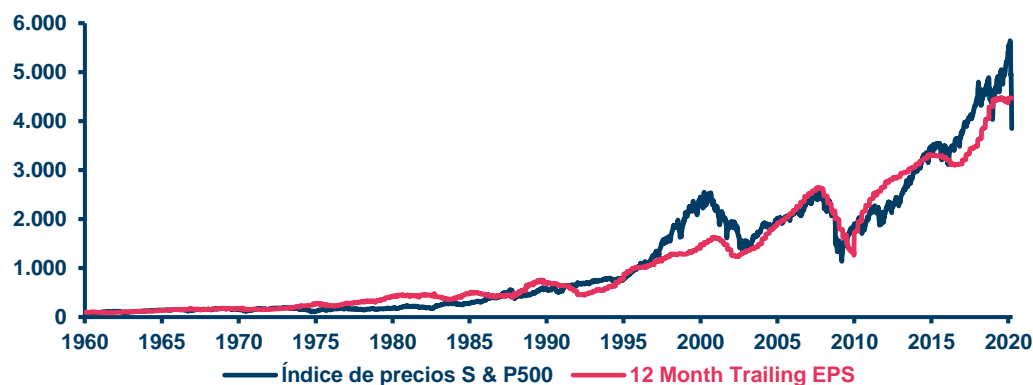
Fuente: Amundi sobre los datos de Bloomberg, a 24 de marzo de 2020.

"El coronavirus es el desencadenante de un nuevo cambio de régimen. Despertaremos el día después de que la pandemia termine con situaciones presupuestarias y monetarias que antes habríamos considerado impensables".

Se ha iniciado un nuevo régimen financiero: Implicaciones para la inversión

Ahora reconocemos que el "coronavirus" es el nombre de la mano invisible que impulsa el proceso de reversión media, llevando de vuelta a los retornos con la tendencia fundamental a largo plazo. Las rentabilidades de las acciones se habían desviado en la última fase del mercado alcista e incluso recientemente habían sobrepasado las tendencias a la baja de la productividad, mercado laboral y el crecimiento de los beneficios. Más allá del dolor a corto plazo, se trata de una buena noticia para la sostenibilidad a largo plazo de las rentabilidades. Sin embargo, en el crédito la flexibilización cuantitativa ilimitada en algunos casos (el espacio IG, por ejemplo) pospondrá el momento de la verdad, mientras que en el espacio HY los impagos aumentarán inevitablemente a medida que la economía se contraiga.

Índice S & P 500 vs. EPS pasadas



"El crédito y los mercados emergentes serán los candidatos naturales para obtener algún rendimiento en los mercados públicos, pero será necesario un enfoque caso por caso para hacer frente a los cambios de rating, los defaults o la reestructuración de la deuda en la fase de transición".

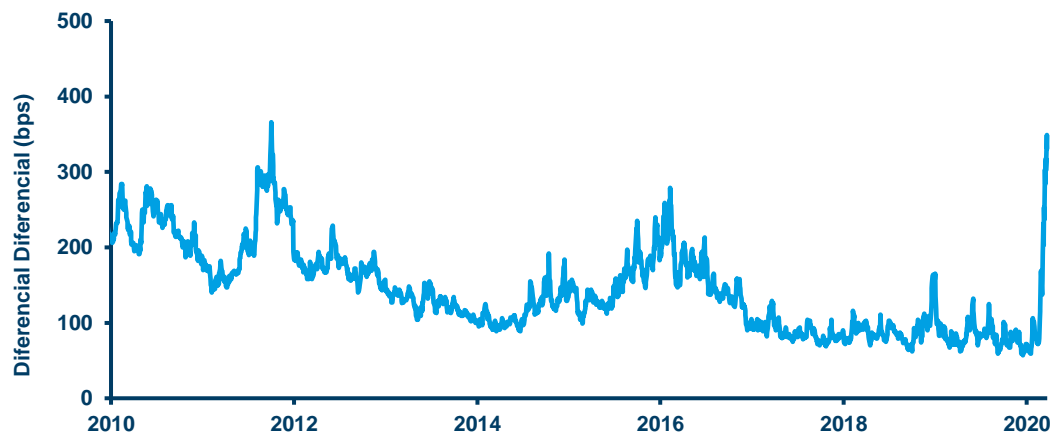
Fuente: Amundi sobre los datos de Bloomberg. Datos a 23 de marzo de 2020. Índice de precios S & P 500 vs. 12 Month EPS, rebasado en 100 a 31 de dic de 1959.

El coronavirus es también el desencadenante de un cambio de régimen. Como señalamos en nuestro documento "Camino de regreso a los años 70", la próxima recesión (y esto es lo que tenemos por delante en los próximos meses) llevará a la política monetaria y fiscal al siguiente nivel. Despertaremos el día después de que la pandemia termine con situaciones presupuestarias y monetarias que antes habríamos considerado impensables: La independencia de los bancos centrales al servicio de las necesidades presupuestarias, el "dinero helicóptero" y los niveles de deuda insostenibles, con la monetización como posible salida. Una reapropiación por parte de los Estados de algunas funciones sociales críticas que no se han tenido en cuenta en los últimos años (sanidad, por ejemplo), la nacionalización de algunas empresas o sectores (ie, algunas compañías aéreas), la centralización de actividades y un cambio hacia los salarios desde los beneficios (véase, como ejemplo, el debate de EEUU. sobre evitar que los estímulos fiscales se utilicen para recompras corporativas o para aumentar el pago de los CEO) serán nuevas características de este nuevo régimen que terminará siendo inflacionario en el largo plazo.

En esta fase transitoria, a medida que se desarrolle la crisis se hará evidente para los inversores que al día siguiente de que termine la pandemia se encontrarán con menores rendimientos de los bonos *core* y con la necesidad de encontrar rentabilidad en otros lugares. El crédito y la deuda de los mercados emergentes serán los candidatos naturales en los mercados públicos, pero de momento la presión sobre estas clases de activos sigue siendo elevada y todavía no es hora de hablar de puntos de entrada agresivos.

En cuanto al crédito, las rebajas de las calificaciones de las empresas (de BBB IG al espacio HY) y la morosidad son los retos clave en un entorno de baja liquidez. En el ámbito de la calificación de baja calidad, la atención se centra en las empresas que pueden sobrevivir a un bloqueo temporal de la actividad económica (menor/nulo beneficio) con costes todavía regulares y a veces elevados (amortizaciones de deuda): Lo que era insostenible antes de la crisis será seriamente cuestionado y dará lugar a impagos.

US Corporate BBB - BB Spread Differential



Fuente: Amundi sobre los datos de Bloomberg. Datos a 23 de marzo de 2020. Los datos se refieren a Spread Diferencial ajustado por Opciones en el ICE BoA US Corporate BBB frente al ICE BoA US Corporate BB.

En los mercados emergentes, la crisis actual se está desarrollando junto con el desplome del petróleo. Si bien la política monetaria tiene un margen decente para moverse en casi todas partes (gracias a la caída de las presiones inflacionarias), no todos los países tendrán el margen de maniobra fiscal adecuado para contrarrestar la caída de los precios de las materias primas y la congelación de la actividad turística; algunos países tendrán que reestructurar su deuda.

"En crédito nos mantenemos precavidos y muy selectivos en el ámbito de high yield, mientras que preferimos el espacio IG, que debería beneficiarse de los paraguas de los bancos centrales, al igual que los bonos periféricos".

La gestión activa y la selección serán fundamentales para gestionar esta "fase intermedia" y, en particular, la compensación entre el rendimiento y liquidez. Ahora más que nunca, una sólida gestión de la liquidez marcará la diferencia. En cuanto al crédito, seguimos siendo precavidos y muy selectivos en el segmento high yield, mientras que preferimos el IG, que debería beneficiarse de los paraguas de los bancos centrales, al igual que los bonos periféricos. La continuación de la espiral bajista en el mercado solo podría estar justificada por un shock permanente en el crecimiento potencial, pero este no es el escenario más probable en este momento. A los actuales niveles de precios de mercado, se esperan unas tasas de default del 10% (para el HY estadounidense) y una recesión de beneficios del 10-20% en el mercado estadounidense en 2020. Esto es ciertamente preocupante, pero no un "Armagedón". En cuanto a la gestión de la cartera, este contexto exige un enfoque todavía cauteloso, ya que reconocemos que la aversión al riesgo global persistirá a corto plazo e impulsará legítimamente una huida hacia la seguridad en una combinación de activos de alta calidad, defensivos y líquidos.

"En renta variable, algunos de los que tocan fondo podrían comenzar a nivel regional/país, en una especie de movimiento de primera entrada y primera salida de la epidemia: China es un buen candidato para ella".

Los mercados de renta variable seguirán bajo presión hasta que se materialicen los signos de estabilización en la curva de la evolución de la epidemia. En renta variable, vemos que surgen oportunidades en sectores cíclicos de calidad que podrían repuntar con fuerza una vez que se restablezca el atractivo de los cíclicos a medida que nos acercamos al pico de la pandemia. Algunos mínimos podrán verse antes a nivel regional. Este es el caso de China, que ahora está superando al resto del mundo (el S&P 500 cae casi un 27,6% desde su máximo -desde el 19 de febrero hasta el 24 de marzo- mientras que el Shenzhen CSI300 cae en USD solo un 11,3% en el mismo periodo) ya que probablemente ha superado lo peor de la pandemia y su economía ya está entrando en la fase de "bottom-out".

La recuperación del dólar es temporal, en nuestra opinión, y cuando pase la tormenta, estará claro que, si se analizan las distintas primas de riesgo de los mercados emergentes y la valoración de las divisas, los inversores están siendo bien pagados por el riesgo de una mayor depreciación de las divisas.

En el mundo ilíquido el impacto real del shock aflorará como de costumbre con un desfase, unido a la necesidad de reevaluar, revisar las valoraciones, revisar los contratos y gestionar las exenciones. Las rampas y oleoductos llegarán a paradas temporales. Este mundo pasará por esta revisión de las carteras con el mismo foco en la calidad, el precio/valoración y la posible liquidación efectiva de los activos.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

El objetivo de Amundi Investment Insights Unit (AIU) es transformar nuestra experiencia como CIO, y el conocimiento general de inversión de Amundi, en conocimientos prácticos y herramientas adaptadas a las necesidades de los inversores. En un mundo en el que los inversores están expuestos a la información de múltiples fuentes, nuestro objetivo es convertirnos en el socio de referencia para la provisión de visiones regulares, claros, oportunos, atractivos y relevantes que puedan ayudar a nuestros clientes a tomar decisiones de inversión informadas.

Descubre Amundi Investment Insights en www.amundi.com



Definiciones

- **Programa de compra de activos:** Un tipo de política monetaria en la que los bancos centrales compran valores del mercado para aumentar la oferta monetaria y fomentar la concesión de préstamos y la inversión.
- **Puntos básicos:** Un punto básico es una unidad de medida igual a la centésima parte de un punto porcentual (0,01%).
- **Diferencial de crédito:** Diferencial entre el rendimiento de un bono de crédito y el rendimiento del Tesoro. El diferencial ajustado por opciones es una medida del diferencial ajustado para tener en cuenta posibles opciones incorporadas.
- **Flexibilización cuantitativa (QE):** La FC es un instrumento de política monetaria utilizado por los bancos centrales para estimular la economía mediante la compra de activos financieros a bancos comerciales y otras instituciones financieras.
- **Volatilidad:** Medida estadística de la dispersión de los rendimientos de un determinado valor o índice de mercado. Por lo general, cuanto mayor es la volatilidad, más riesgoso es el valor/mercado.

Información importante

Salvo que se indique lo contrario, toda la información contenida en el presente documento procede de Amundi Asset Management y es a partir del 25 de marzo de 2020. La diversificación no garantiza un beneficio ni protege contra una pérdida. Las opiniones expresadas con respecto a las tendencias del mercado y de la economía son las del autor y no necesariamente de Amundi Asset Management, y están sujetas a cambios en cualquier momento en función de las condiciones del mercado y de otro tipo, y no puede garantizarse que los países, mercados o sectores vayan a comportarse como se esperaba. Estas opiniones no deben utilizarse como asesoramiento en materia de inversión, como recomendaciones sobre valores o como indicación de la negociación en nombre de ningún producto de Amundi Asset Management. No hay garantías de que las previsiones del mercado discutidas se vayan a realizar o de que estas tendencias vayan a continuar. Estas opiniones están sujetas a cambios en cualquier momento en función de las condiciones del mercado y otras condiciones y no puede haber garantías de que los países, mercados o sectores vayan a comportarse como se esperaba. Las inversiones conllevan determinados riesgos, incluidos los riesgos políticos y cambiarios. La rentabilidad de la inversión y el valor del principal pueden subir o bajar, lo que podría provocar la pérdida de todo el capital invertido. Este material no constituye una oferta de compra ni una solicitud de venta de participaciones de ningún fondo de inversión ni de ningún servicio.

Fecha de primer uso: 25 de marzo de 2020.

Dirigido a inversores profesionales.

Este material se comunica únicamente con fines informativos y no constituye una oferta de compra ni una solicitud de venta de un producto. No se considerará una solicitud ilícita ni un asesoramiento en materia de inversión. Este material, que no es ni un contrato ni un compromiso de ningún tipo, se basa en fuentes que Amundi considera fiables. Cualquier información contenida en este material puede ser cambiada sin previo aviso. Amundi no asume responsabilidad alguna, directa o indirecta, que pueda derivarse del uso de la información contenida en este material. Amundi no se hace responsable de ninguna decisión o inversión realizada sobre la base de la información contenida en este material. La información contenida en este material no podrá ser copiada, reproducida, modificada, traducida o distribuida sin la aprobación previa por escrito de Amundi, a ninguna tercera persona o entidad en ningún país o jurisdicción que pudiera someter a Amundi o cualquiera de sus productos a ningún requisito de registro dentro de estas jurisdicciones o donde pudiera considerarse ilegal. Este material no ha sido revisado por ningún regulador financiero. No está destinado a ser comunicado a, o usado por, cualquier persona, inversor cualificado o no, de cualquier país o jurisdicción cuyas leyes o regulaciones prohíban tal comunicación o uso.

Amundi Iberia SGIC, SAU, registrada CNMV con el nº 31.

Directores Editores

Pascal BLANQUÉ
 Director Global de Inversiones

Vincent Mortier
 Director de Inversiones
 Adjunto
