

21 MARZO 2020

¿QUÉ ESTÁ PASANDO?

El COVID-19 continúa avanzando en el mundo, principalmente en Europa, con España e Italia como principales focos de contagio. Al cada vez mayor número de casos de infectados y, desgraciadamente, de fallecidos, hay que sumar las consecuencias económicas que la pandemia va a tener a nivel económico a lo largo de los próximos trimestres. Los mercados de valores de todo el mundo siguen sometidos a una elevada volatilidad, con sesiones de fuertes correcciones, aunque gracias a las recientes decisiones adoptadas por los principales bancos centrales del mundo (fundamentalmente BCE y Reserva Federal americana), en los últimos días también hemos visto sesiones de recuperación en los mercados bursátiles.

Las medidas anunciadas por los bancos centrales están siendo de mucho calado, con paquetes masivos y actuando de manera casi concertada. Están demostrando que el apoyo a los mercados es incondicional –"tanto como sea necesario, y el tiempo que sea necesario", ha dicho Christine Lagarde, la presidenta del BCE–. También los Gobiernos están adoptando medidas extremadamente estrictas para contener el virus y apoyar a empresas y familias en esta complicada lucha contra la pandemia.

APOYO DE LOS BANCOS CENTRALES Y DE LOS GOBIERNOS

Aunque el mercado está empezando a descontar que el shock económico provocado por la pandemia no sólo va a ser muy severo sino que además tiene una elevada probabilidad de convertirse en duradero, sin embargo hay razones para pensar que, tras un primer semestre del año sin duda muy duro para la economía global, lo que podríamos ver a continuación es un rebote macro significativo.

Los bancos centrales están aprobando inyecciones masivas de liquidez, comprando activos con el objetivo explícito de mantener los spread de crédito bajo control. El BCE, incluso, ha mostrado su disponibilidad de enfocar su nuevo programa de compra de activos no sólo en la deuda corporativa sino, también, en la deuda pública de países que pudieran verse "atacados" por los mercados en forma de primas de riesgo excesivas. Italia sería el ejemplo más claro.

Las autoridades fiscales también están introduciendo además medidas agresivas de apoyo a familias y empresas así como programas masivos de avales públicos para que el sector bancario tenga confianza a la hora de dar créditos a los sectores más afectados por el coronavirus. Países como Francia y Alemania, por poner dos ejemplos, se han mostrado dispuestos incluso a adquirir participaciones directas en sus empresas si el stress de mercado alcanzar cotas insostenibles.

Es cierto que, para que el shock actual sea efectivamente temporal, se necesita, además de evitar un credit crunch, que el número de contagios se pueda controlar en un espacio razonable de tiempo. En este sentido, las experiencias en países como China, Corea del Sur y Japón (entre otros) son reveladoras de que, con las medidas oportunas, el virus se puede controlar.

En la medida en que, ahora sí, Italia ha decidido imponer medidas serias de control del virus, es probable que el ritmo de contagios en ese país pueda empezar a dar muestras de moderación a lo largo de las próximas dos semanas. Cuando esto suceda, y con todas las medidas de expansión comentadas ya en pleno funcionamiento, es posible que el mercado pueda empezar a ver una cierta luz al final del túnel.

Por otro lado, los fundamentos subyacentes sobre los que descansa la economía global son bastante más sólidos de lo que normalmente se admite. A nivel de economía real, los datos de diciembre, enero y febrero estaban más bien sorprendiendo al alza y eran compatibles, no con un escenario de fin de ciclo, sino más bien con una economía mundial que estaba rebotando tras las incertidumbres vividas en 2018 y 2019 a cuenta de cosas como la guerra comercial, el Brexit o el gobierno en Italia.

EL BCE SACA TODA SU ARTILLERÍA

La reunión de emergencia del Consejo de Gobierno del BCE celebrada el 18 de marzo ha llevado al anuncio del nuevo **Programa de Compras de Emergencia para casos de Pandemia (PEPP)**, un plan de 750.000 millones de euros (6,3% del PIB). El PEPP financiará la compra de bonos del gobierno y de empresas según el programa de compra de activos existente (APP), hasta el final de la crisis de COVID-19, pero no antes de finales de 2020.

Se ha concedido una exención especial de la elegibilidad de los bonos para permitir la compra de bonos del gobierno griego, ya que actualmente no gozan de una calificación de grado de inversión. Presumiblemente, esto también se ha hecho con un ojo puesto en la calificación de los bonos del gobierno italiano, con Italia precariamente cerca de perder su calificación de grado de inversión.

El BCE también amplió su programa de compras del sector empresarial (CSPP) para incluir el papel comercial no financiero, es decir, los bonos a corto plazo con un vencimiento inferior a un año. Esto permite conceder más préstamos a empresas que tal vez no hubieran querido pedir prestado durante un período de tiempo más largo.

El PEPP se añade a los 120.000 millones de euros anunciados en la última reunión del BCE, y la compra existente de 20.000 millones de euros al mes. En total, esto hace que su programa de alivio cuantitativo pase de 60.000 millones de euros por trimestre a 350.000 millones de euros por trimestre.

LA RESPUESTA POLÍTICA

Por primera vez desde 2008 las autoridades perciben la necesidad de una acción mundial coordinada, como lo demuestra la declaración del G7 en la que los dirigentes dijeron que "harían lo que fuera necesario" para apoyar la economía mundial.

En el plano nacional, los responsables políticos están anunciando medidas de soporte y paquetes fiscales para apoyar sus economías; y gasto en sanidad, mientras que los principales Bancos Centrales han intervenido para inyectar liquidez, programas de relajación cuantitativa y recortes de los tipos de interés.

La decisión del BCE de poner en marcha un nuevo PEPP temporal (Programa de Compras de Emergencia para Pandemias por valor de 750.000 millones de euros es sólo la última de una serie de medidas para contrarrestar el riesgo que supone para las perspectivas de la zona euro el brote de coronavirus y para preservar la estabilidad financiera en la zona euro, evitando la fragmentación del sistema financiero de la UE que caracterizó la crisis del euro.

Aún no hemos llegado al final de esta fase de intervención del Banco Central: se espera que vengan más medidas de los bancos centrales y por el lado fiscal. El objetivo de la combinación de políticas es

asegurar que las economías sobrevivan a los confinamientos nacionales temporales, preservando eventualmente la estabilidad financiera.

El aumento de la deuda será, en última instancia, el final de esta crisis, y la monetización de la deuda la solución probable. Unos QE infinitos y tipos de interés cero están aquí para quedarse, si no para siempre, al menos durante mucho tiempo. El "helicopter money" se ha convertido en una posibilidad real, pero será otro salto hacia un terreno desconocido.

También hay una oportunidad para la Eurozona en esta crisis. A diferencia de la crisis del euro, el coronavirus está afectando a todos los países. El incentivo para reforzar el marco institucional de la Eurozona y avanzar hacia una emisión de deuda de la Eurozona es mayor que en el pasado: estamos en un momento de "ahora o nunca" para la Eurozona.

LOS GRIFOS FISCALES

Alemania: Las medidas anunciadas superan los 500.000 millones de euros o el 15% del PIB. Consiste en extender el programa "Kurzarbeit", haciendo más fácil para las compañías reclamar subsidios para apoyar a los trabajadores en horarios reducidos. Se han puesto a disposición garantías estatales para préstamos de medio billón de euros.

Italia: Hasta la fecha, las medidas del gobierno equivalen a € 25.000 millones de euros o un 1.4% del PIB. Esto incluye fondos para aumentar los salarios y tienen o están emitiendo una moratoria sobre las hipotecas. Se han puesto a disposición fondos adicionales para las pymes afectadas por el virus.

Francia: Tal como está definido hasta ahora, las diversas medidas equivalen a 350.000 millones de euros o el 13,5% del PIB. Estas incluyen un mecanismo para pagar a los trabajadores despedidos temporalmente (45.000 millones o el 1.5% del PIB) y préstamos bancarios garantizados por el Estado para empresas afectadas por la pandemia (300.000 millones o el 12% del PIB).

España: En total, el gobierno ha puesto a disposición 200.000 millones o el 17% del PIB. Este paquete incluye medidas fiscales discrecionales por valor de 18.000 millones, garantías de préstamos públicos de 115.000 millones y otras facilidades, como apoyo para personas despedidas.

BCE: Un compromiso total, incluyendo el reciente programa de flexibilización cuantitativa equivalente a unos 800.000 millones de euros, equivalentes al 6,5% del PIB de la eurozona.

ESTA RECESIÓN NO SERÁ COMO LA DE 2008

La recesión en la que vamos a entrar no es una recesión por razones económicas como pudo ser la de 2008 (apalancamiento, mala asignación de capital...), sino que nos enfrentamos a un problema de salud que provocará un brusco parón que más tarde recuperará cuando este momento acabe. En Occidente vamos con 2 ó 3 meses de retraso respecto a Asia y China donde la actividad económica está empezando a mejorar ligeramente. Lo que no se sabe es si los estímulos de los gobiernos serán suficientes y tampoco debería extrañarnos seguir viendo un incremento de estos estímulos.

Es difícil constatar si el mercado se está dejando llevar por los sentimientos o si estamos viendo cambios en los fundamentales. Probablemente es una mezcla de ambos y, además, la importancia de cada uno de ellos es distinta en cada momento del mercado. Está claro que este episodio que estamos viviendo va a afectar a los fundamentales económicos, que también afectan al sentimiento. Hace un mes, varios índices de renta variable que estaban en máximos históricos, han caído un 30-

40% desde entonces, y en parte es porque el mercado ha entrado en pánico, afectado también por las expectativas de recesión. Los beneficios empresariales caerán y la volatilidad que estamos viendo se da porque el mercado está intentando averiguar cuál es el nuevo fair value en un entorno de incertidumbre que no sabe cuándo el virus comenzará a contenerse.

Las caídas se han visto acrecentadas porque parte de las ventas que hemos visto han sido forzadas, es decir, los modelos de riesgo (o la gestión robotizada) han obligado a los inversores a reducir riesgo sin tener en cuenta los fundamentales. El mercado se está centrando únicamente en los problemas que va a tener el crecimiento de la economía en las próximas semanas.

En este entorno, está siendo muy complicado encontrar activos que diversifiquen las carteras. Los activos que tradicionalmente han aportado diversificación, como el oro o los bonos de gobierno, no lo han hecho esta vez (salvo ligeramente el Treasury americano), por lo que lo único que ha funcionado ha sido pasarse completamente a liquidez, que ha resultado en una venta generalizada de todos los activos de riesgo. Uno de los problemas que han tenido los fondos en este entorno es que algunos activos que deberían haber protegido la cartera no han podido hacerlo. Ahora mismo es mejor diversificar con liquidez que con bonos de gobierno.

Para que esta situación pase y los mercados recuperen, probablemente serán necesario más estímulos fiscales, un comportamiento como el que estamos empezando a ver en Asia y una reducción del número de infectados por el virus.

NOTA: Elaboración departamento de Análisis de Arquia Profim BP a partir de los informes facilitados por MCH, Schorders, Amundi, Invesco y M&G

Aviso Legal:

El presente informe ha sido elaborado por el departamento de análisis de Arquia Bank, S.A. (ARQUIA BANCA), inscrita en el Registro del Banco de España con el nº 3183 y autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a prestar servicios de inversión y auxiliares a éstos. Este documento no tiene valor contractual, y la información que contiene podría modificarse sin previo aviso. Este informe tiene naturaleza meramente informativa, y en modo alguno, constituye asesoramiento financiero explícito o implícito, y tampoco recomendación personalizada sobre la compra o venta de instrumentos financieros. Recuerde que para recibir asesoramiento financiero de ARQUIA BANCA, antes debe suscribir un test de idoneidad y el contrato que la entidad le presente, previa la información precontractual que ARQUIA BANCA le suministre. Este informe, no supone solicitud, invitación u oferta de compra, venta, suscripción o negociación de fondos de inversión específicos, y tampoco de otros instrumentos financieros o valores mobiliarios. Cualquier decisión de compra o venta por parte del destinatario de este documento sobre fondos de inversión, y en su caso instrumentos financieros o valores mobiliarios de cualquier clase, es personal de cada inversor, y debería siempre adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales fondos de inversión, instrumentos financieros o valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto correspondiente a dichos instrumentos financieros que debe estar registrado y disponible en la CNMV. La información que contiene este documento se refiere al periodo de tiempo que figura reflejado en el propio documento, y ha sido obtenida de fuentes consideradas como fiables y, aunque se han realizado los mejores esfuerzos y tareas adecuadas por ARQUIA BANCA para garantizar que la información que incluye, y en la que se basa dicho informe, no sea incorrecta, inexacta, incierta e inequívoca en el momento de su emisión, ARQUIA BANCA no garantiza que sea exacta y completa, razón por la cual, no debe confiarse en ella como si lo fuera, de tal forma, que ARQUIA BANCA declina cualquier responsabilidad por los errores que pudiera contener dicha información, y en particular, no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida patrimonial o perjuicio (directo o indirecto) del destinatario o receptor de este documento, que haya hecho un uso indebido de la información ofrecida en este informe. Cualquier información relativa a rentabilidades o resultados, simplemente son un dato a tener en cuenta pero nunca el más importante, y en

cualquier caso, se refieren a los periodos comprendidos entre los doce meses anteriores y cinco años, según los casos, advirtiendo expresamente que cualquier cifra relativa a resultados o rentabilidades pasadas o rendimientos históricos no son un indicador fidedigno de rentabilidades o resultados futuros. La información actual podría no ser adecuada en el futuro, razón por la cual, debe tomar en consideración este informe en el momento y fecha actual de su emisión, a no ser, que explícitamente se indique lo contrario. En caso de figurar información relativa a divisas, se advierte expresamente al inversor que deberá considerar los posibles incrementos o disminuciones del rendimiento en función de las fluctuaciones monetarias. Cualquier previsión que se realizara, bajo ningún concepto, será un indicador fidedigno de obtención de resultados o rentabilidades futuras. Las perspectivas de futuro que pudiera contener este informe, son opiniones y como tales, susceptibles de cambio. Cualquier cita a una autoridad competente en este informe y aviso legal no debe inducir a pensar que la misma aprueba o respalda los servicios y productos a los que se refiere.

Este documento es privado y confidencial. Queda prohibida su reproducción, copia, distribución y difusión, parcial o total por cualquier medio, salvo autorización escrita de ARQUIA BANCA. Todos los derechos reservados (2020).