

## Presentación

El mundo sigue haciendo balance de la pandemia, y aunque la enfermedad sigue avanzando y parece no estar controlada, los mercados parecen obviarla ante la expectativa de vacunas, estímulos monetarios y fiscales y la esperanza de que las elecciones americanas de noviembre mantengan el mercado en máximos. Además, este mes analizamos la fuerte recuperación del mercado tecnológico y la supuesta irracionalidad de los inversores.

Por último, como cada trimestre, mostramos la comparativa de rentabilidad a 1, 3 y 5 años de los tres perfiles de riesgo frente a los planes de empleo españoles una vez publicadas las estadísticas de Inverco.

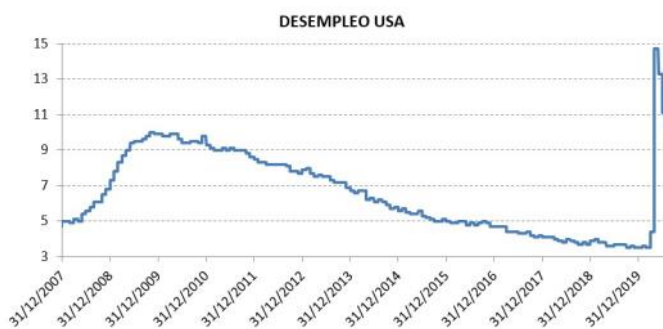
## Evolución de mercado



Los meses estivales parecen haber guardado en el cajón al Covid 19, y los mercados han seguido con la recuperación iniciada en marzo. Aunque tras el fin de las vacaciones vuelve la preocupación por posibles nuevos confinamientos por el fuerte incremento de contagios existentes en todo el mundo, los mercados parecen obviar los rebrotes, ante la previsión de una posible vacuna que estaría "próxima" a su comercialización y la capitalización bursátil mundial ya supera los máximos previos a la crisis, por encima de los 90 trillones de dólares.



Los principales causantes de estas alzas, siguen siendo los bancos centrales que, con sus inyecciones monetarias para minimizar el impacto de la pandemia, están consiguiendo que los inversores únicamente vean refugio en los activos de riesgo. Tanto Powell como Lagarde han inyectado todo el dinero que les han pedido los mercados, y tras la reunión de Jackson Hole, todo apunta a que seguirán haciéndolo, ya que Powell habló de mantener una inflación media en torno al 2%, por lo que los analistas entendieron que tras años de inflación por debajo de ese nivel, la FED iba a ser permisiva en el futuro con inflaciones por encima, por lo que los estímulos seguirán durante más tiempo e incluso podrían aumentar si la recuperación económica se retrasa.



La crisis del Coronavirus está siendo muy complicada en su "gestión" económica. El parón en la actividad ha sido intenso y la recuperación está siendo mucho más lenta de lo previsto por los analistas, que andan sumidos en discusiones sobre qué letra se ajusta más a la forma de la recuperación, U, V, L, W, símbolo de Nike, ... Con una actividad económica que no recupera y unos niveles de desempleo nuevamente disparados a niveles de la crisis de 2008, los gobiernos pierden capacidad de recaudación. El aumento de gasto se financia a través de emisiones de deuda, que por el momento compran los bancos centrales y que, probablemente, si las previsiones del FMI sobre deuda son ciertas, superando en la gran mayoría de países el 100% del PIB. Estos niveles de deuda son insostenibles para cualquier economía, y los expertos comienzan a especular con la posibilidad de impagos, acabando en procesos de condonación o quitas, ya que si gran parte del papel lo tienen los bancos centrales y no hay inflación, los efectos perversos de estos serían menores.

Deuda/PIB(%)	2018	2019	2020	2021
Mundo	81,2	82,8	101,5	103,2
EE.UU.	106,9	108,7	141,4	146,1
Zona Euro	85,8	84,1	105,5	103,0
España	97,6	95,5	123,8	124,1
Alemania	61,9	59,8	77,2	75,0
Italia	134,8	134,8	166,1	161,9
China	47,0	52,0	64,1	70,7
Japón	236,6	238,0	268,0	265,4
Brasil	87,1	89,5	102,3	100,6

Fte. Estimaciones FMI junio 2020

Y en medio de la pandemia, las elecciones americanas en noviembre. Si bien hablábamos en junio que Biden llevaba mucha ventaja, Trump ha recortado mucho en estos dos meses, y el resultado final seguro tendrá un impacto muy significativo sobre la economía americana y mundial.

## 1. NASDAQ 100, LA REALIDAD ES IRRACIONAL.



En los últimos meses, con la fuerte recuperación del mercado tecnológico mundial y americano en particular, los inversores que no lo han visto venir tildan de irracional la recuperación del mismo y que es una burbuja como la de las punto com.

El Nasdaq ha evolucionado mucho desde aquella crisis, ya que lo que entonces eran promesas e ilusiones, se han convertido en la actualidad en grandes monstruos globales que utilizamos en todo momento y que obtienen unos resultados que no dejan

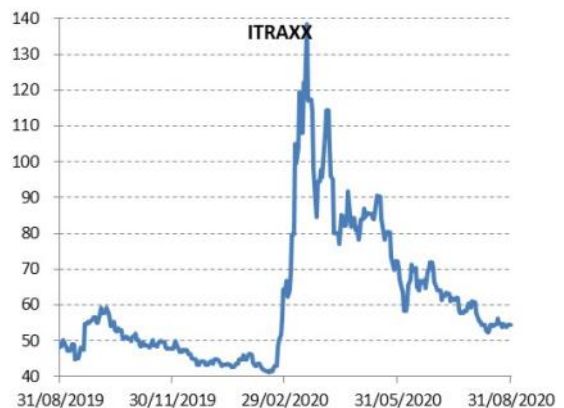
de sorprendernos. La pandemia ha provocado una aceleración en los planes de negocio de estas compañías tecnológicas de varios años, ya que el confinamiento nos ha hecho más “tecnológicos”, reflejándose esto en las cotizaciones de gran parte de los componentes de este índice.

De todos modos, el índice lleva impregnado en su ADN la volatilidad. Tanto en las subidas como en las bajadas, el mercado tecnológico tiende a sobre reaccionar mucho más que el resto de índices, por ello es un mercado muy peligroso, pues en cuestión de días/horas se evaporan las plusvalías, de ahí, que no se incorporen en muchas carteras más allá de los valores que también forman parte del S&P 500. Las fuertes subidas de este año, posiblemente sean excesivas y tiendan a corregir en el futuro, pero lo que sí es cierto es que con el cambio de hábitos de la pandemia, la tecnología ha dado un salto generacional y gran parte de esas megatendencias que incorpora la tecnología se está recogiendo en estos momentos.

## 2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Los mercados de renta fija no han sido excepción en la recuperación, y los activos con más riesgo siguen reduciendo sus diferenciales respecto de los más seguros hasta niveles previos al coronavirus. El bono español acaba el mes en 0,41%, 5 pb por debajo de donde se encontraba en junio, mientras que el alemán aumenta a -0,40%, 6 pb por encima. Con ello, la prima de riesgo española, al igual que la de toda la periferia, disminuye hasta los 80 pb, 12 pb por debajo de donde estaba en junio, poniendo de manifiesto el respaldo mostrado por el BCE comentado anteriormente.

Por el lado corporativo, la recuperación también se ha intensificado este verano, avalado por el programa de compras de los bancos centrales. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, cierra el mes en 54 pb, 12 pb por debajo del cierre de junio, acercándose poco a poco a los mínimos de febrero.



Mercado	Índice	Rent. Julio	Rent. Agosto	Rent. 2020
Gobierno	Europeo 1-3 años	0,05%	-0,06%	-0,15%
Gobierno	Europeo 3-5 años	0,28%	-0,15%	0,52%
Gobierno	Europeo 5-7 años	0,59%	-0,37%	1,31%
Gobierno	Español 1-3 años	-0,02%	0,04%	-0,07%
Gobierno	Español 3-5 años	0,22%	-0,04%	0,63%
Gobierno	Español 5-7 años	0,60%	-0,20%	1,32%
Gobierno	Americano 3-5 años	0,32%	-0,20%	5,95%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	0,60%	0,17%	-0,08%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	1,10%	0,29%	-0,13%
Corporativo	ML Europeo	1,49%	0,13%	0,33%
Corporativo	Americano 3-5 años	1,50%	0,00%	5,80%
Corporativo	High Yield Europeo	1,77%	1,52%	-2,69%
-	Emergentes	3,12%	0,54%	3,24%

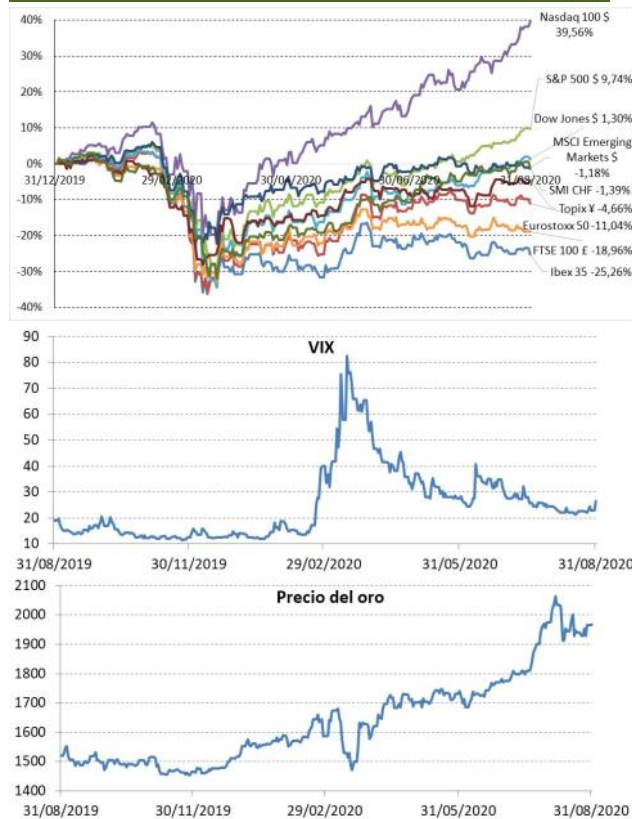
Todos los índices de renta fija se mantienen en positivo en el verano, y muchos de ellos se sitúan en rentabilidades positivas en el acumulado del año.

La deuda pública española alcanza mejores rentabilidades que la europea en todos los plazos. En el 5 - 7 años, el europeo se revaloriza un 0,21% vs. el 0,40% español en los meses veraniegos, superando ambos índices el 1,3% en el año. En el lado corporativo, subidas superiores al 1% en el mes en el medio y largo plazo, aunque en el año todavía se mantienen ligeramente en negativo los plazos cortos. El high yield, recupera un 3,32%, aunque en el año todavía se mantiene en negativo, -2,69%. El emergente repunta un 3,69% y vuelve a positivo en el año, 3,24%. Los índices americanos siguen en positivo, con un 0,12% en gobiernos y un 1,50% en corporativos, con rentabilidades positivas en el año del 5,95% y 5,80% respectivamente.

## 3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Julio	Rent. Agosto	Rent. 2020
España	Ibex 35	-4,40%	1,34%	-25,26%
Europa	Eurostoxx 50	-1,61%	3,18%	-11,04%
EE.UU.	S&P 500	5,64%	7,19%	9,74%
EE.UU.	Nasdaq 100	7,41%	11,16%	39,56%
EE.UU.	Dow Jones	2,51%	7,92%	1,30%
Reino Unido	FTSE 100	-4,20%	1,75%	-18,96%
Suiza	SMI	-0,37%	1,30%	-1,39%
Japón	Topix	-4,02%	8,17%	-4,66%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	8,42%	2,09%	-1,18%

\*Rentabilidades con dividendos en todos los índices y en divisa local.



Verano muy positivo para la mayoría de los índices de renta variable, en el que como decíamos, los inversores parecen haber perdido el miedo al riesgo y se han volcado con los sectores que la pandemia ha favorecido, como la tecnología, farmacéuticas, biotecnología o consumo básico concentran las ganancias mientras que otros como aerolíneas, financiero, automoción o consumo cíclico siguen sin levantar cabeza. Estas diferencias sectoriales se ponen de manifiesto en la comparativa entre Estados Unidos y Europa, ya que prácticamente la totalidad de la tecnología cotiza en Estados Unidos, bien sea por empresas locales, como empresas de China o Europa que cotizan allí a través de ADR's.

Prácticamente todos los índices se sitúan en positivo en estos meses, quedando únicamente el Ibex y el FTSE 100 en negativo, -3,12% y -2,52%, respectivamente. En el lado más positivo, destaca un mes más el tecnológico Nasdaq 100, con una subida del 19%, seguido aunque a mucha distancia por los otros dos índices americanos o el emergente, todos por encima del 10%.

En el acumulado del año hay tres grupos, la tecnología americana, fuera de concurso, que sube un 40% en el año, otro grupo como emergentes, SMI, Topix o el resto de índices americanos, en positivo o con ligeras pérdidas, y el grupo de bolsa europea, con caídas de doble dígito, entre los que destaca el Ibex 35 con un -25%.

Los inversores han perdido el miedo al virus, quizás demasiado, y el mercado se ha disparado en muchas categorías. Ni las bajadas eran eternas en marzo ni las subidas lo van a ser ahora. El mercado se mueve en dientes de sierra y quizás toque alguna corrección próxima, eso sí, dentro de una tendencia alcista en el mercado americano. La volatilidad, aunque ha repuntado algo, el índice VIX sigue por debajo de 30. El precio del oro, aunque ha corregido, marcó máximos en 2.100\$/onza, alentado por los miedos al aumento de la inflación y la fuerte demanda de muchos bancos centrales. Septiembre se ha iniciado con mucha volatilidad y, aunque las correcciones están siendo fuertes, la tendencia alcista previa sigue intacta. Las noticias de la vacuna y las elecciones americanas serán claves en el futuro, especialmente para esos sectores tan perjudicados por la pandemia y que pueden ver comprometida su supervivencia futura.

## 4. MERCADOS DE DIVISAS

La fortaleza del euro frente al resto de divisas ha sido lo más destacado de este verano, especialmente en el mes de julio, cuando se vieron que las medidas expansivas anticipadas tanto por el BCE como por la Unión Europea no iban a ser tan inmediatas como cabría esperar.



Div / Eur	Rent. Julio	Rent. Agosto	Rent. 2020
DÓLAR	-4,62%	-1,33%	-6,06%
LIBRA	0,64%	0,79%	-5,29%
YEN	-2,75%	-1,38%	-3,64%
FRANCO SUIZO	-1,09%	-0,27%	0,60%
YUAN	-3,26%	0,49%	-4,48%

El dólar es la moneda que más se deprecia frente al euro estos meses, con una caída cercana al 6%, seguidos de otros como el yen, que se deja un 4% o el yuan un 3%, porcentajes similares a los alcanzados en el año por estas tres divisas.

El franco suizo y la libra, aunque con la misma tendencia, se mantienen más estables, destacando la depreciación de la libra superior al 5% en el año, o el franco suizo que es la única moneda que se aprecia frente al euro en el año.



## Perfiles Modelo

La naturaleza de los fondos de pensiones obliga a que el análisis financiero relevante se realice a largo plazo, tratando de evitar caer en el cortoplacismo. Sin perjuicio de ello, se analizan tres perfiles de riesgo: defensivo, moderado y agresivo, que pueden representar, de forma agregada y bastante aproximada, la mayor parte de las actuales estrategias de inversión de los fondos de pensiones, sin que en ningún caso éstas representen una propuesta o recomendación de inversión.

A este respecto, cabe destacar una actualización de los perfiles en el inicio de 2018, en aras a reflejar los cambios de políticas de inversión de los fondos de pensiones con el objetivo de diversificar las fuentes de rentabilidad de la renta fija, que se encontraba concentrada en deuda pública europea de escaso rendimiento.

		Defensivo	Moderado	Agresivo
<b>Tesorería</b>	<b>Liquidez</b>	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Renta fija</b>	<b>Gobierno Europeo 3-5Y</b>	14,0%	12,0%	8,0%
	<b>Gobierno Español 3-5Y</b>	35,0%	20,0%	10,0%
	<b>Gobierno Americano 3-5Y</b>	5,0%	5,0%	7,0%
	<b>Corp. Euro 3-5Y</b>	20,0%	18,0%	15,0%
	<b>Corp. Americano 3-5Y</b>	5,0%	5,0%	5,0%
	<b>High Yield Europeo</b>	3,0%	5,0%	5,0%
	<b>Emergentes</b>	3,0%	5,0%	5,0%
<b>Renta variable</b>	<b>España</b>	1,5%	5,0%	5,0%
	<b>Zona Euro</b>	4,0%	10,0%	10,0%
	<b>América</b>	3,0%	7,0%	12,5%
	<b>Japón</b>	0,0%	0,0%	5,0%
	<b>Emergentes</b>	1,5%	3,0%	7,5%

Índice	Histórica anualizada*	Rentabilidad			Volatilidad Interanual
		Julio	Agosto	2020	
<b>Defensivo</b>	2,35%	0,51%	0,39%	0,22%	3,90%
<b>Moderado</b>	3,12%	0,39%	0,93%	-1,07%	7,66%
<b>Agresivo</b>	4,44%	0,21%	1,62%	-1,26%	10,31%

\*Desde el 31 de diciembre de 2013

Como veíamos anteriormente, con excepción de la divisa o el Ibex 35, que mantienen un peso relativamente importante en las carteras más arriesgadas, todos los activos alcanzan rentabilidades positivas muy significativas.

En este escenario, todos los perfiles se sitúan en positivo en estos meses, con mayores recuperaciones para los perfiles más arriesgados. En el acumulado de julio y agosto, la rentabilidad del perfil defensivo ha sido del 0,90% debido a la menor exposición a renta variable, el perfil moderado repunta un 1,32% mientras que el perfil agresivo registra una rentabilidad del 1,83%.

En el acumulado del año, el perfil defensivo ya vuelve a terreno positivo y los otros dos perfiles se sitúan ya en puertas, dejando muy atrás los mínimos de marzo cuando las caídas rondaban el 6% / 15% en función del riesgo asumido. El perfil defensivo alcanza una rentabilidad del 0,22%, aunque el moderado se deja un 1,07% y el agresivo un 1,26%. La volatilidad interanual se mantiene elevada, en la horquilla del 3,90% para el perfil defensivo y del 10,31% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles sigue recuperando terreno, quedando entre el 2,35% y 4,44%, retribuyéndose el riesgo en torno al 2%, con una inflación por debajo del 1% y que parece que en los próximos meses se mantendrá en tasas negativas.

\*Los índices incluyen rentabilidad por dividendo, divisa sin cubrir y unos gastos por comisión del 0,3%.



MADRID	BILBAO	BARCELONA
Bravo Murillo, 54—Esc. Dcha. 1ª planta 28003 Madrid Tel.: 91 451 67 00 cpps.mad@consultoradepensiones.com	Lutxana, 6—4º dcha. D 48008 Bilbao Tel.: 94 415 90 68 cpps.bio@consultoradepensiones.com	Av. República Argentina, 6—Principal 3ª 08023 Barcelona Tel.: 93 272 06 17 cpps.bcn@consultoradepensiones.com

### Aviso Legal

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por CPPS sobre su exactitud, integridad o corrección.

Los productos, opiniones, estimaciones o recomendaciones que se expresan en la presente declaración se refieren a la fecha que aparece en el mismo y por tanto, pueden verse afectados, con posterioridad a dicha fecha, por riesgos e incertidumbres que afecten a los productos y a la situación del mercado, pudiendo producirse un cambio en la situación de los mismos, sin que CPPS se obligue a revisar las opiniones, estimaciones o recomendaciones expresadas en este documento.