

## Presentación

A un mes de las elecciones americanas, los inversores centran las miradas en el posible resultado de las mismas y ofertas de última hora para atraer al votante, tratando de vislumbrar el resultado en las innumerables encuestas, mítines y debates sobre las mismas. La evolución del Covid queda en un segundo plano aunque, en Europa, la segunda ola ya ha llegado y amenaza con nuevos confinamientos que acabarían por lastrar su maltrecha economía. Además, este mes ponemos el foco en las operaciones corporativas, tan de moda últimamente, explicando qué son y cómo actuar ante ellas.

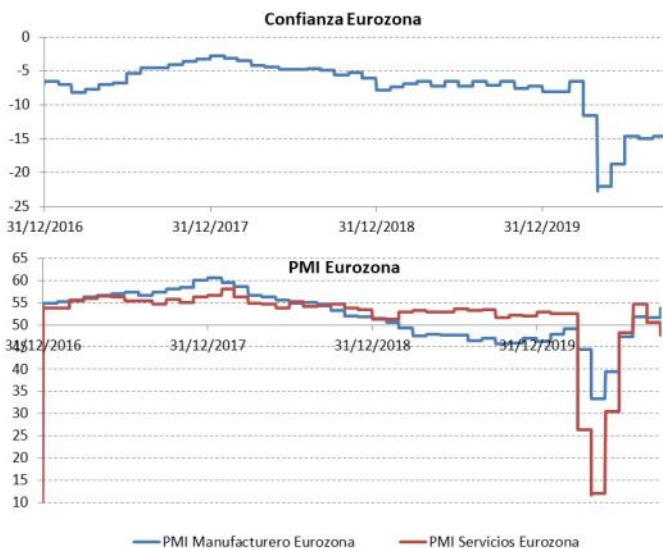
## Evolución de mercado



La campaña electoral americana inicia la recta final con una gran incertidumbre en el resultado y las consecuencias del contagio por Covid19 del presidente. Las encuestas situaban a Biden en torno a 10 puntos por encima de Trump en los últimos meses de campaña aunque el anuncio de su contagio ha ampliado la diferencia, lo que implicaría que Donald podría ser el quinto presidente no reelegido de la historia norteamericana, tras Hoover, Ford, Carter o Bush, en 1992.

La derrota preocupa enormemente a Trump, abriéndose un abanico de posibilidades en los próximos meses para cambiar el posible resultado que podrían generar un importante aumento de la volatilidad en la cotización de los activos en el corto plazo. La primera y más probable según la rumorología del mercado, es un nuevo plan de estímulo a la economía americana, que estaría próximo a su aprobación por el Congreso y que “pondría dinero en los bolsillos del pueblo estadounidense”. Con este nuevo estímulo, Trump podría ganar el voto de algunos estadounidenses, que se han visto muy afectados por la deficiente gestión de la pandemia, que ha obligado al cierre de numerosas empresas e incremento del desempleo en la economía americana. Otra posibilidad que se baraja, en caso de que el resultado fuese ajustado, es la denuncia del proceso electoral por la gestión del voto por correo, al que Trump siempre se ha opuesto y ha declarado que está manipulado. En este caso, podría negarse a abandonar la Casa Blanca e iniciar un proceso judicial que pudiera retrasar la toma de posesión del nuevo presidente.

Por su parte, la pandemia sigue avanzando peligrosamente, especialmente en Europa, y la vuelta a los confinamientos parecen aproximarse. España, Francia o Reino Unido están siendo los más afectados por la segunda ola, aunque el resto de países no deberían relajarse. La situación de la economía europea es muy frágil, especialmente en España con niveles de deuda y desempleo disparados y en Reino Unido, que afronta la negociación del Brexit en plena pandemia. El BCE y la Unión Europea han diseñado mecanismos de ayuda, aunque faltan acuerdos y planes de inversión para que esas ayudas puedan materializarse y llegar a los países y personas. Los indicadores adelantados de confianza no mejoran excesivamente, situados lejos de los valores de inicio de año y los PMI, aunque inicialmente han recuperado niveles previos, vuelven a la zona de contracción, especialmente el de servicios, más afectado por la segunda ola del virus. Los expertos temen que todas estas medidas expansivas, el balance del BCE se ha multiplicado por 3 en 10 años, generen inflación aunque, al menos por el momento, ésta vuelve a negativo en los últimos meses y la evolución de los tipos de interés hacen prever que, si aparece, no será en el corto plazo.



Los indicadores adelantados de confianza no mejoran excesivamente, situados lejos de los valores de inicio de año y los PMI, aunque inicialmente han recuperado niveles previos, vuelven a la zona de contracción, especialmente el de servicios, más afectado por la segunda ola del virus. Los expertos temen que todas estas medidas expansivas, el balance del BCE se ha multiplicado por 3 en 10 años, generen inflación aunque, al menos por el momento, ésta vuelve a negativo en los últimos meses y la evolución de los tipos de interés hacen prever que, si aparece, no será en el corto plazo.

Los indicadores adelantados de confianza no mejoran excesivamente, situados lejos de los valores de inicio de año y los PMI, aunque inicialmente han recuperado niveles previos, vuelven a la zona de contracción, especialmente el de servicios, más afectado por la segunda ola del virus. Los expertos temen que todas estas medidas expansivas, el balance del BCE se ha multiplicado por 3 en 10 años, generen inflación aunque, al menos por el momento, ésta vuelve a negativo en los últimos meses y la evolución de los tipos de interés hacen prever que, si aparece, no será en el corto plazo.



## 1. OPERACIONES CORPORATIVAS, GANAR TIEMPO O SOLUCIÓN.



El virus ha cambiado en pocos meses la visión global del mundo. Tras un par de meses con la economía paralizada y una vuelta a la normalidad ralentizada, muchos sectores “rentables” hasta el momento buscan sobrevivir el tiempo suficiente hasta que haya una solución sanitaria.

Las ampliaciones de capital han sido las primeras operaciones corporativas en darse. Las primeras ampliaciones fueron suscritas en previsión de que la pandemia durara poco pero, las que han venido después se han visto muy penalizadas por la dura realidad, viéndose abocadas a reducir precio o a la entrada en el accionariado de muchos gobiernos, como el caso de aerolíneas en Francia o Alemania.

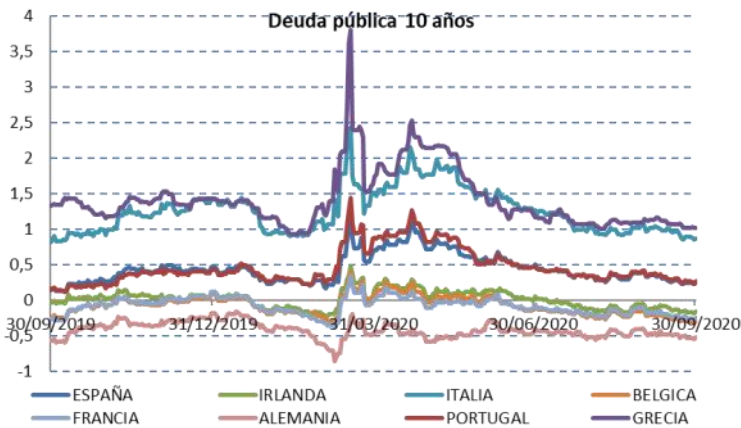
Las fusiones han sido otra de las opciones para sobrellevar esta crisis. Su gestión es más compleja, ya que supone integrar dos o varios grupos directivos, gestionando egos y participaciones en la empresa resultante. Aunque en caso de necesidad, estas se acaban dando inexorablemente. Las fusiones son peligrosas, ya que en muchos casos se tiende a sobreestimar las sinergias y son procesos que suelen sufrir contratiempos, por lo que los resultados suelen tardar en llegar.

El tiempo pondrá todo en su sitio, y una rápida vuelta a la normalidad posiblemente lleve al éxito estas operaciones, aunque una segunda ola del virus ahonde en nuevos procesos, cada vez más complejos de financiar.

## 2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Los mercados de renta fija siguen disfrutando de los flujos monetarios de los bancos centrales y todas las emisiones reducen sus diferenciales, siendo una vez más los bonos periféricos los más beneficiados. El bono español acaba el mes en 0,25%, 16 pb por debajo de donde se encontraba en agosto y el alemán disminuye a -0,52%, 12 pb por debajo. Con ello, la prima de riesgo española, al igual que la de toda la periferia, disminuye hasta los 77 pb, 3 pb por debajo de donde estaba en agosto y por debajo de niveles anteriores a la pandemia.

Por el lado corporativo, también muy buenos datos aunque con menor intensidad que en la deuda pública. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, cierra el mes en 59 pb, 5 pb por encima del cierre de agosto, aunque manteniéndose cerca de la zona de mínimos del año.



Mercado	Índice	Rent. Septiembre	Rent. 2020
Gobierno	Deposito 1 día	-0,04%	-0,35%
Gobierno	Deposito 1 año	0,03%	0,01%
Gobierno	Europeo 1-3 años	0,10%	-0,05%
Gobierno	Europeo 3-5 años	0,38%	0,90%
Gobierno	Europeo 5-7 años	0,71%	2,03%
Gobierno	Español 1-3 años	0,06%	-0,02%
Gobierno	Español 3-5 años	0,26%	0,89%
Gobierno	Español 5-7 años	0,57%	1,90%
Gobierno	Americano 3-5 años	0,07%	6,02%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	0,11%	0,03%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	0,16%	0,02%
Corporativo	ML Europeo	0,35%	0,68%
Corporativo	Americano 3-5 años	-0,18%	5,61%
Corporativo	High Yield Europeo	-0,72%	-3,39%
-	Emergentes	-1,26%	1,93%

Todos los índices de renta fija se mantienen en positivo en el mes, y prácticamente la totalidad de ellos se sitúan en rentabilidades positivas en el acumulado del año.

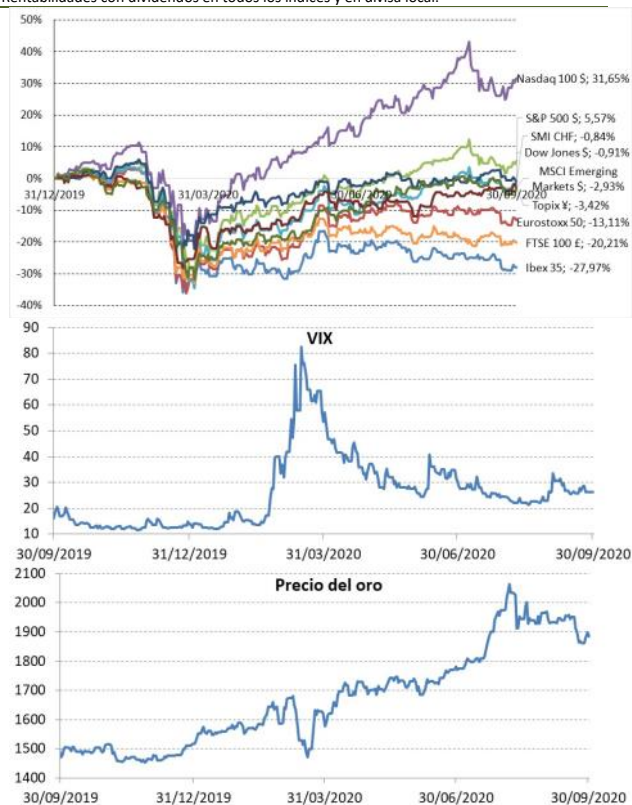
La deuda pública europea alcanza rentabilidades algo mejores que la española en todos los plazos. En el 5 - 7 años, el europeo se revaloriza un 0,71% vs. el 0,57% en septiembre, rondando ambos índices el 2% en el año. En el lado corporativo, ligeras subidas en todos los plazos, que permiten en el acumulado del año que los tres plazos considerados estén en positivo. En negativo, la renta fija con más riesgo, como el high yield, que se deja un 0,72% y ahonda en el negativo del año, -3,39%. La renta fija emergente en negativo en el mes, -1,23% pero mantiene el positivo en el año, 1,93%. Los índices americanos muy planos en el mes, con un 0,07% en gobiernos y un -0,18% en corporativos, aunque son los más destacados en el año, con rentabilidades positivas del 6,02% y 5,61% respectivamente.



## 3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Septiembre	Rent. 2020
España	Ibex 35	-3,62%	-27,97%
Europa	Eurostoxx 50	-2,33%	-13,11%
EE.UU.	S&P 500	-3,80%	5,57%
EE.UU.	Nasdaq 100	-5,67%	31,65%
EE.UU.	Dow Jones	-2,18%	-0,91%
Reino Unido	FTSE 100	-1,54%	-20,21%
Suiza	SMI	0,56%	-0,84%
Japón	Topix	1,30%	-3,42%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	-1,77%	-2,93%

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



Septiembre es el primer mes negativo desde marzo para la renta variable americana, no así la europea como ya hemos destacado en otros informes. Tras recuperaciones desde mínimos entre el 40% y el 60% en función del índice, en septiembre hemos visto recortes que han llegado a superar el 10%, aunque se han recuperado bastante en la última semana de mes. Las posibilidades de nuevos estímulos vuelven a dar armas a los alcistas, que parecen esperar en máximos a las elecciones americanas.

Salvo excepciones puntuales, los índices se sitúan en negativo en el mes. El más negativo, el tecnológico Nasdaq 100, con retrocesos del 5,67%, seguido por el S&P 500 o el Ibex 35 con descensos algo inferiores al 4%. En positivo, solo dos de los considerados, Japón con una subida del 1,30% y Suiza con un 0,56%.

En el acumulado del año, la tecnología americana sube más de un 31% a pesar del mal dato de septiembre, o el S&P 500, que recupera más del 5%. El resto, en negativo, aunque algunos como el SMI o el Dow Jones rozan el 0%. Muy por detrás, y lastradas por sectores cíclicos, el Ibex con un -28%, el FTSE 100 con un -20% o el Eurostoxx con un -13%.

La bolsa directora, la americana, ha subido mucho en los últimos meses y correcciones como la vista en septiembre son habituales. Los inversores han perdido el miedo al impacto del virus en el mercado y parece que las bolsas esperarán en máximos al resultado de las elecciones. La volatilidad se ha estabilizado en zonas elevadas, con el índice VIX en la horquilla de los 25 - 30 puntos. El precio del oro ha corregido mucho desde los máximos que marcó en 2.100\$/onza, descontando que la previsión de inflación, se aleja y por tanto, los estímulos monetarios que soportan al mercado continuarán en el tiempo. Noviembre puede ser un mes de mucha volatilidad aunque la tendencia del mercado sigue siendo muy alcista en Estados Unidos. En esta situación, es difícil llevarle la contraria al mercado y, con el apoyo de los Bancos Centrales, lo más probable es que esta tendencia se mantenga, con un diferencial positivo a favor de Norteamérica mientras los sectores cíclicos europeos, muy afectados por la pandemia, tengan una mayor visibilidad.

## 4. MERCADOS DE DIVISAS

Aunque el euro se mantiene fuerte desde inicio de 2020, en septiembre se ha depreciado de forma significativa frente a otras monedas, perjudicado en parte por la difícil implementación de las ayudas financieras en la Zona Euro, necesitadas de acuerdos políticos amplios y con el eterno debate de la austeridad y la eficiencia en el gasto de las distintas administraciones europeas.



Div / Eur	Rent. Septiembre	Rent. 2020
DÓLAR	1,83%	-4,34%
LIBRA	-1,54%	-6,76%
YEN	2,29%	-1,43%
FRANCO SUIZO	-0,06%	0,53%
YUAN	2,71%	-1,90%

Con ello, el yuan, el yen y el dólar se aprecian en torno al 2% en el mes, mostrándose como cierto refugio en un periodo de caídas, mientras que la libra se deprecia un 1,54%, muy afectada como en meses anteriores, por el difícil encaje de la negociación del Brexit en la pandemia.

En el año, como decíamos, el euro sigue fuerte y gana un 7% frente a la libra o un 4% frente al dólar. El yen y el yuan se deprecian algo más del 1% mientras que el franco suizo es la única moneda que se aprecia frente al euro, un 0,53%.

## 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 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	Rentabilidad		Volatilidad Interanual
	Histórica anualizada*	Septiembre 2020	
<b>Defensivo</b>	2,31%	-0,10%	4,06%
<b>Moderado</b>	3,00%	-0,52%	8,15%
<b>Agresivo</b>	4,32%	-0,47%	10,89%

\*Desde el 31 de diciembre de 2013

Como veíamos anteriormente, septiembre ha sido un mes positivo tanto para los activos de renta fija como para las inversiones en divisa no euro, aunque los recortes en la renta variable han perjudicado a la rentabilidad de las carteras.

En este escenario, todos los perfiles se sitúan en negativo en septiembre, con retrocesos mayores para los perfiles más arriesgados. La rentabilidad del perfil defensivo ha sido del -0,10% debido a la menor exposición a renta variable, el perfil moderado se deja un -0,52% mientras que el perfil agresivo desciende un -0,47%, menos que el moderado por la mejor diversificación de la cartera y a pesar del mayor riesgo asumido.

En el acumulado del año, el perfil defensivo se mantiene en terreno positivo y los otros dos perfiles siguen con ligeros descensos, teniendo en cuenta los niveles de marzo. El perfil defensivo alcanza una rentabilidad del 0,11%, el moderado se deja un 1,59% y el agresivo un 1,74%. La volatilidad interanual sigue elevada, en la horquilla del 4,06% para el perfil defensivo y del 10,89% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles sigue en niveles similares al mes anterior, quedando entre el 2,31% y 4,32%, retribuyéndose el riesgo en torno al 2%, con una inflación negativa y que parece que en los próximos meses se mantendrá en la misma línea.

\*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