

Webminar House View

16 de Abril de 2020

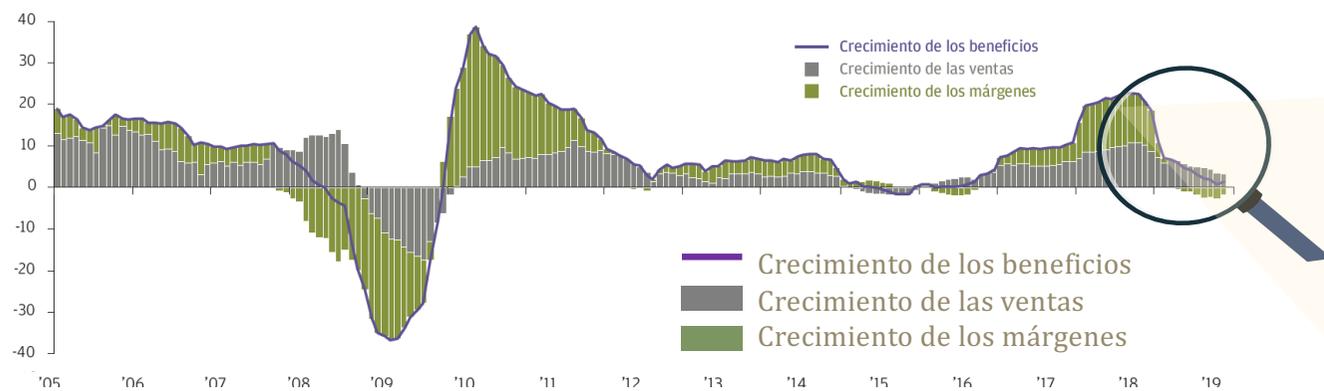


¿Había indicadores del fin del ciclo?

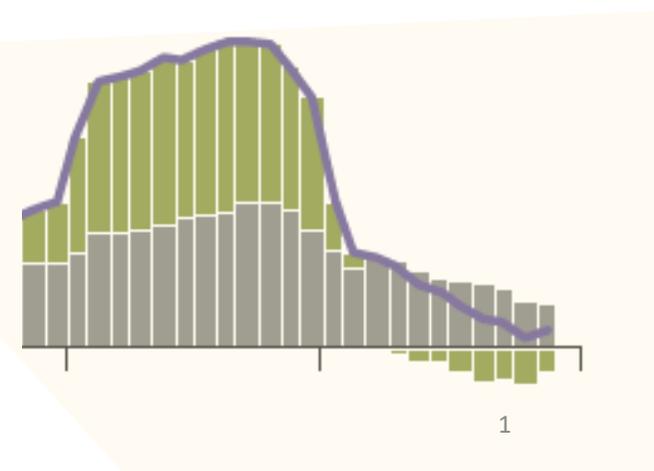
Durante los últimos doce meses hemos defendido que había múltiples indicadores macroeconómicos que indicaban que el fin de la **fase expansiva del ciclo económico más largo de la historia reciente estaba agotado**.

El sostén de los mercados estaba exclusivamente en la ingente masa monetaria a unas tasas de interés ridículas que aportaban los respectivos bancos centrales.

Variación % interanual, estimaciones de BPA para los próximos 12 meses

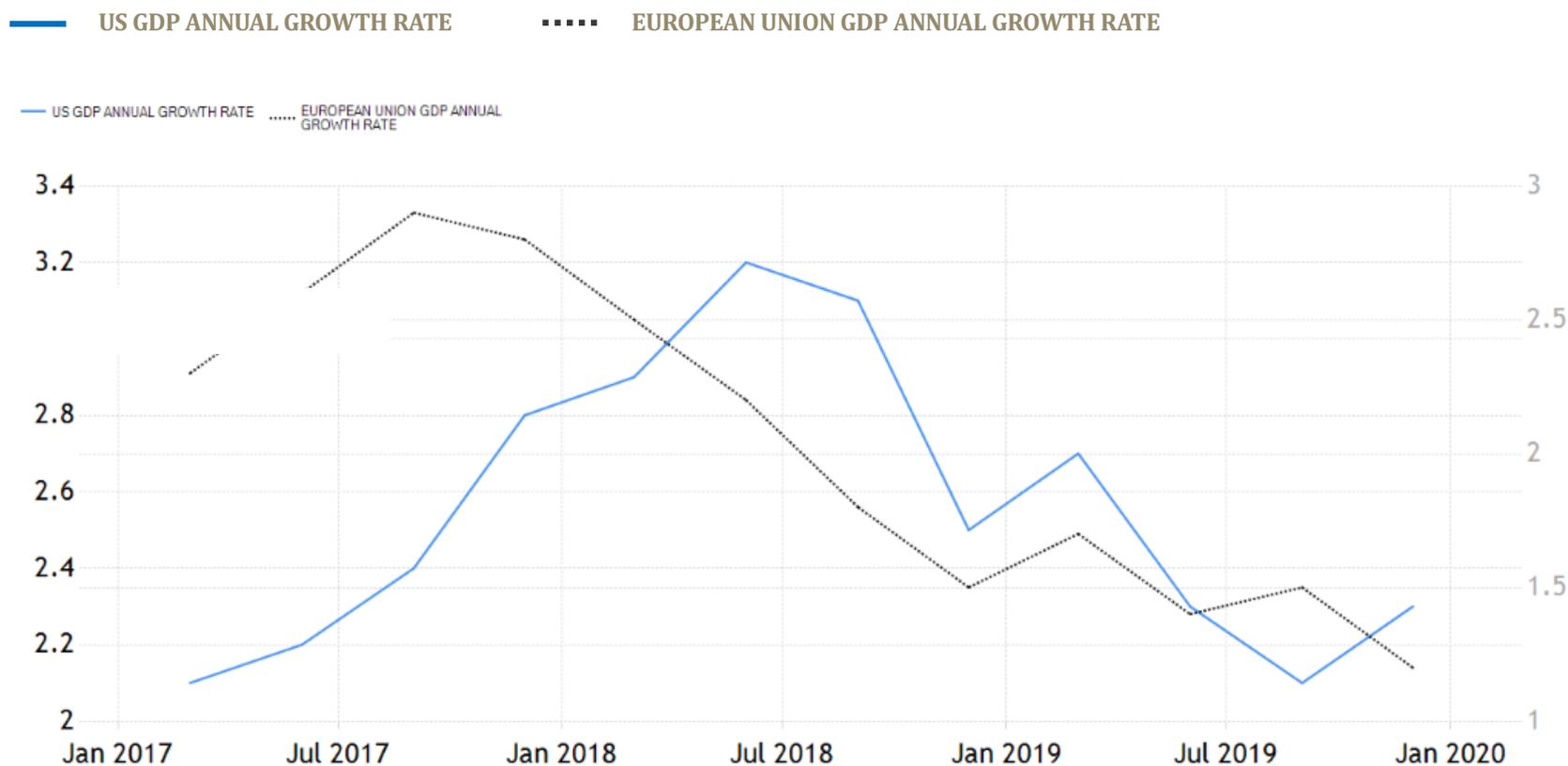


Los beneficios están en franja clara de caída, derivado de una disminución de márgenes.



Fuente: IBES, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. "BPA" significa "beneficios por acción". El desglose del crecimiento de los beneficios se calcula empleando estimaciones de consenso de IBES de los BPA para los próximos 12 meses. La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de resultados actuales y futuros. Datos a 25 de noviembre de 2019.

Los PIB en tasas anualizadas llevaban demasiados trimestres cayendo

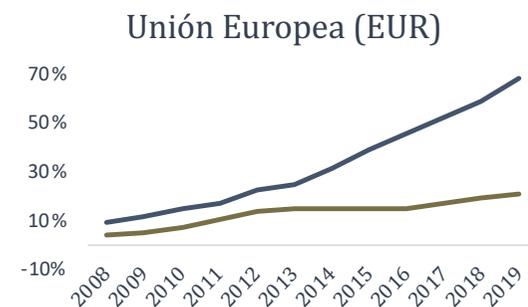
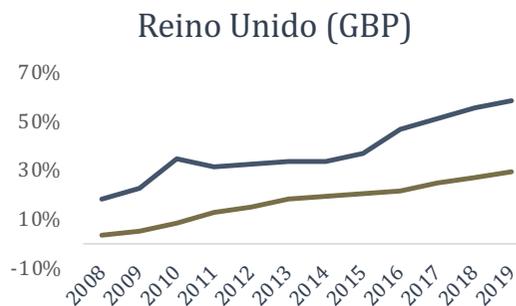
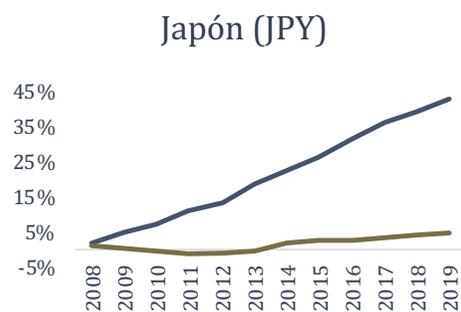
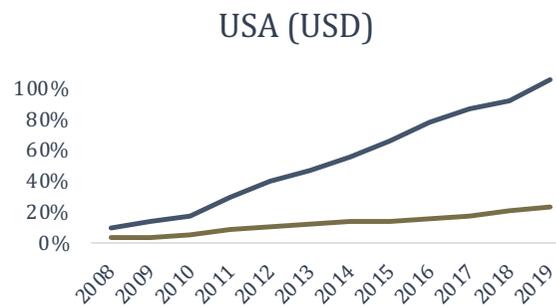
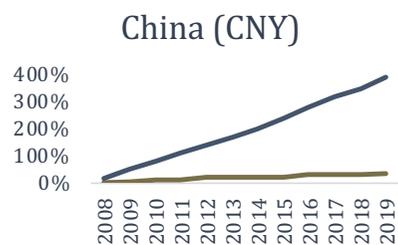


SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM

PMIs Europa. Indicadores de Producción Industrial y de Servicios EUROPA



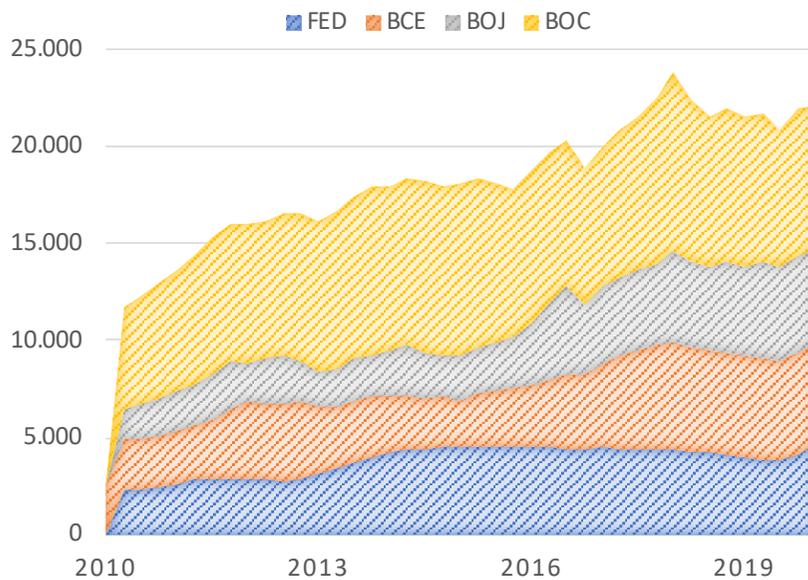
¿Era necesario crear tanto dinero?



— Crecimiento acumulado de la masa monetaria (%)
— Crecimiento acumulado de la inflación (%)

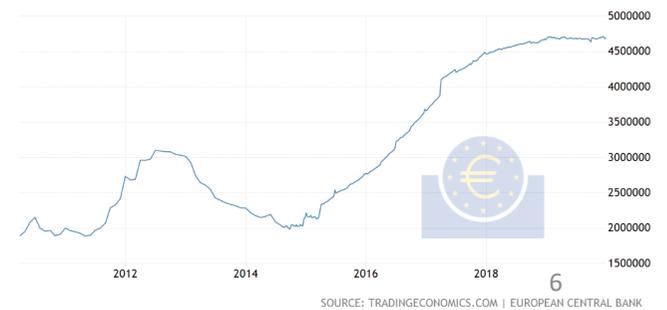
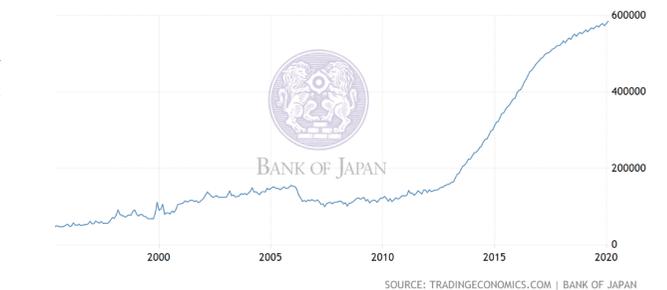
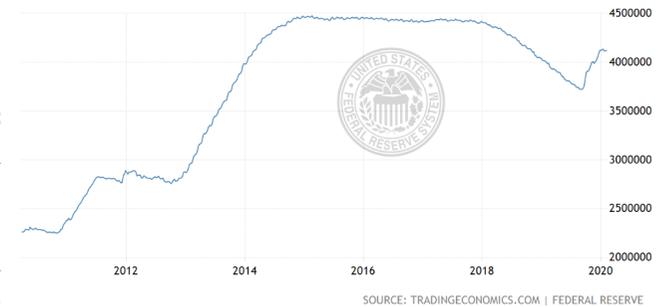


¿Qué han hecho los bancos centrales con tanto dinero?



Activos acumulados en balance de los 4 grandes bancos centrales

- **El Banco Central Japonés (BoJ)** posee el **3.9%** de la deuda emitida por el estado Japonés.
- **La FED posee el 12%** de la Deuda emitida por el Tesoro americano.
- **El BCE posee el 20.4%** de la Deuda emitida por los 19 países de la Eurozona.



La guerra comercial

- La guerra comercial tenía tres fines claros, y no sabemos cuál de los todos premiaba:
 - Proteger a la industria americana del "robo" de tecnología por China.
 - Reducir el desequilibrio comercial a favor de China.
 - Demostrar su liderazgo ante sus votantes para obtener un segundo mandato



El acuerdo se encauzó en Dos Fases:

- **Fase 1.** Se acordaba un aumento considerable de las importaciones de productos americanos por los chinos. Y una reducción radical de las "sanciones" entre los dos países a modo de aranceles.
- **Fase 2.** Mucho más crítica, menos definida y a mas largo plazo.



Escenario económico de ¿Recesión o de Catástrofe?

Entendemos que lo que estamos viviendo es más asimilable a un **escenario económico post catástrofe natural** como puede ser un gran huracán, un terremoto o un tsunami.

Es un escenario de catástrofe que **por su extensión genera imperativamente una recesión.**

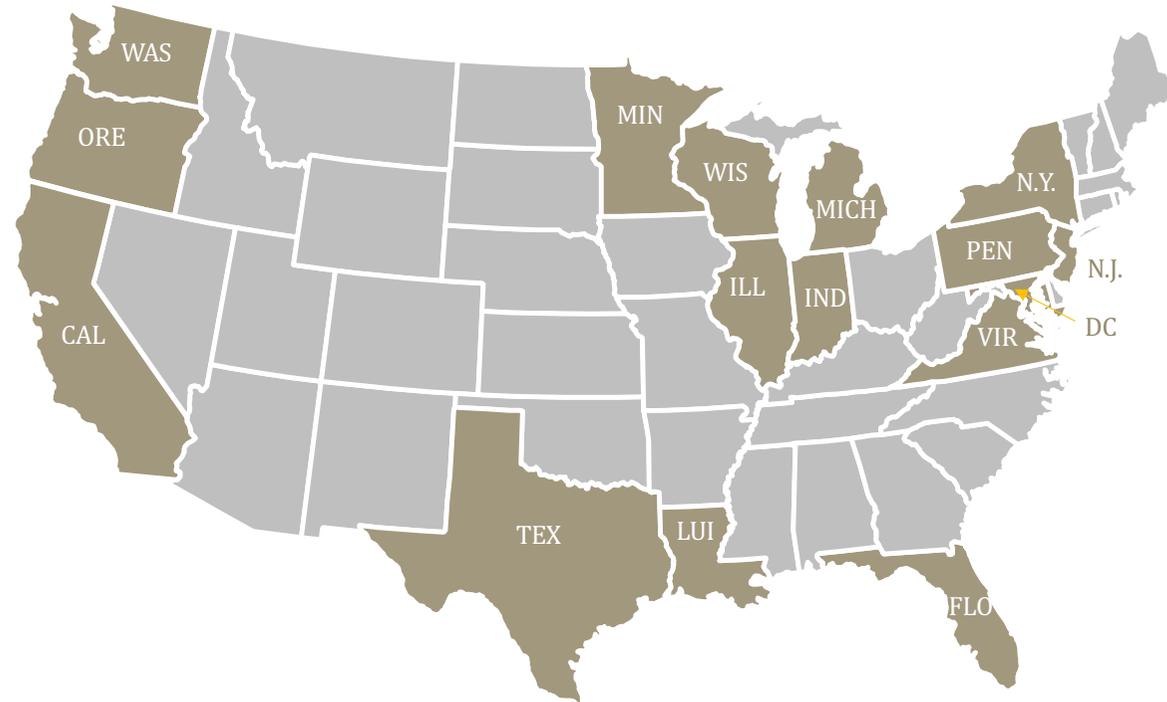


Intervención en una Catástrofe:

Fase 1. Búsqueda de supervivientes. Ayuda y Rescate

Fase 2. Reconstrucción.

Estados Productivos (EEUU)



Aproximadamente **el 80% de los puestos de trabajo se concentran en escasamente 17 estados** de los que componen la unión.

Estados	%
• New York, New Jersey, Pensilvania	19,9 %
• Virginia, DC, Maryland	17,3 %
• California	17,1 %
• Texas	9,3 %
• Michigan, Minnesota, Illinois, Indiana, Wisconsin	6,42 %
• Washington, Oregón	5,96 %
• Luisiana	3,53 %
• Florida	1,2 %



DATO CURIOSO

* En esos mismos **17 estados se concentra casi el 98%** de aquella industria que obligatoriamente necesita que el trabajado se realice en el lugar de trabajo, obligando a la concentración de personas.

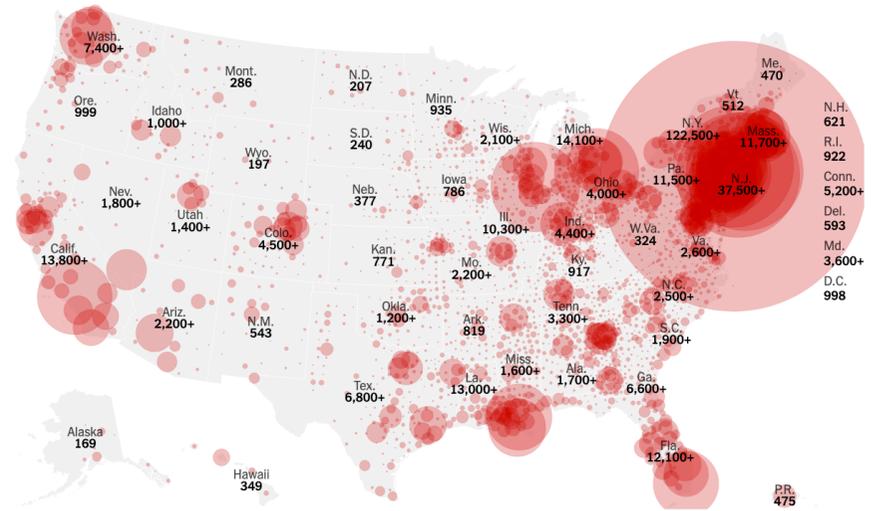
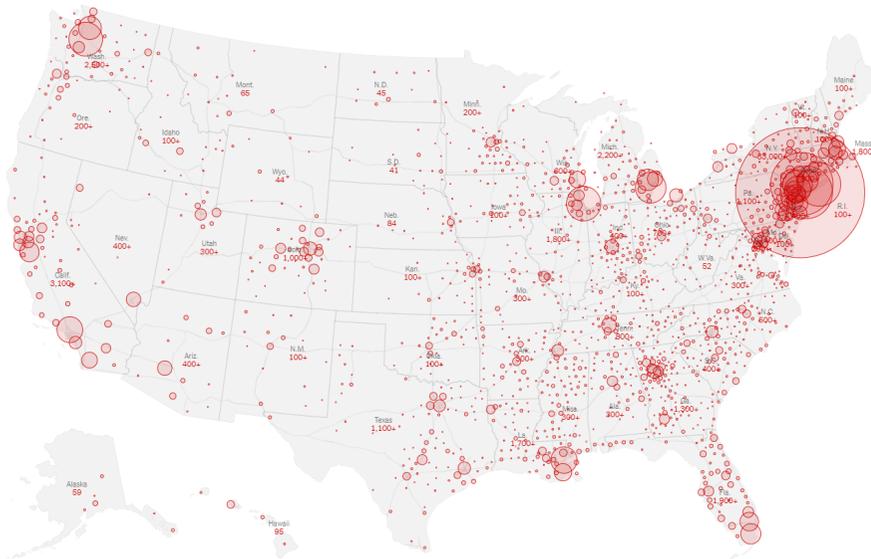
Casos reportados USA

Updated March 26, 2020, 12:58 A.M. E.T.

The New York Times

Where cases have been reported

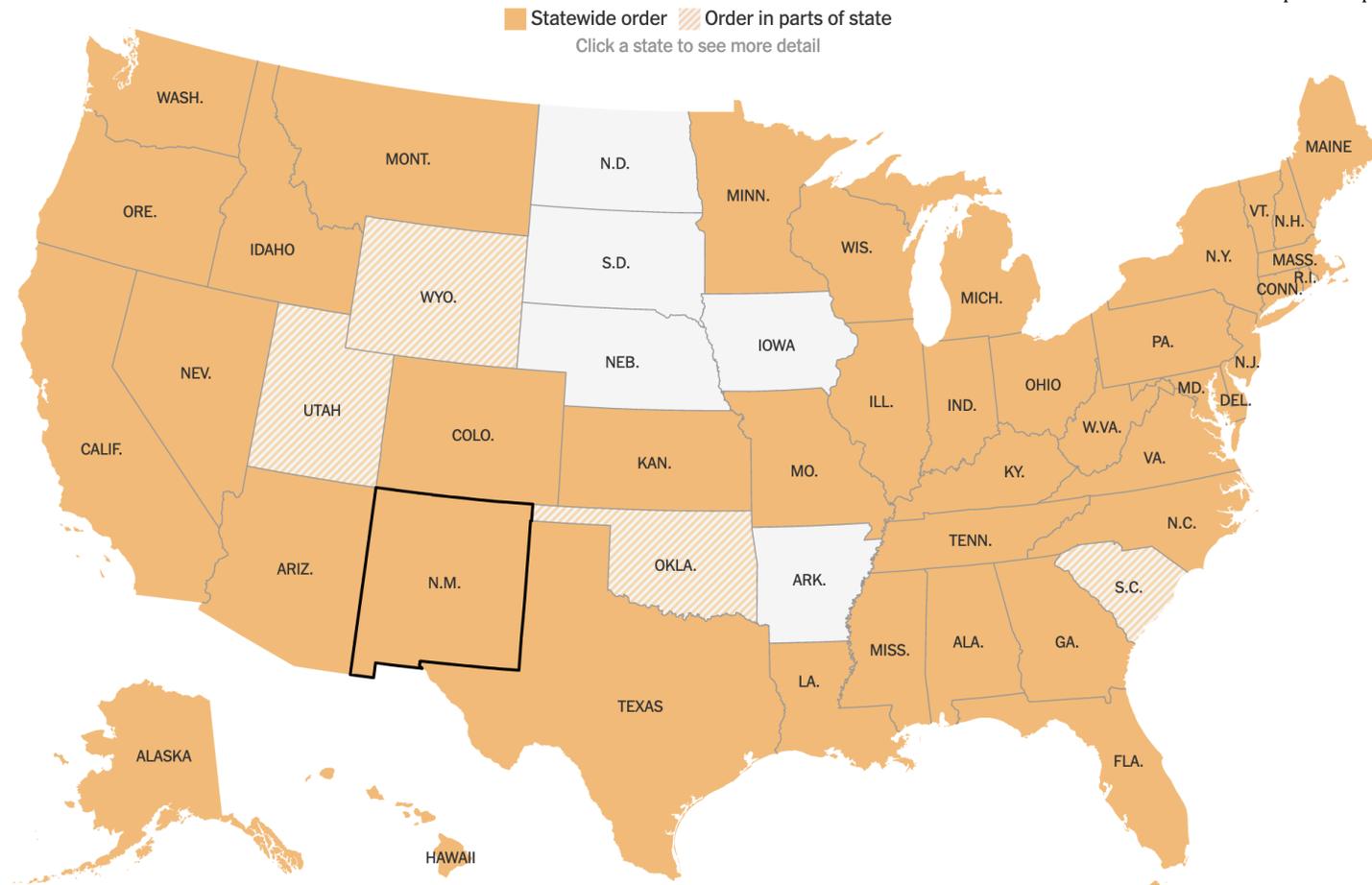
Updated April 5, 2020, 02:12 P.M. E.T.



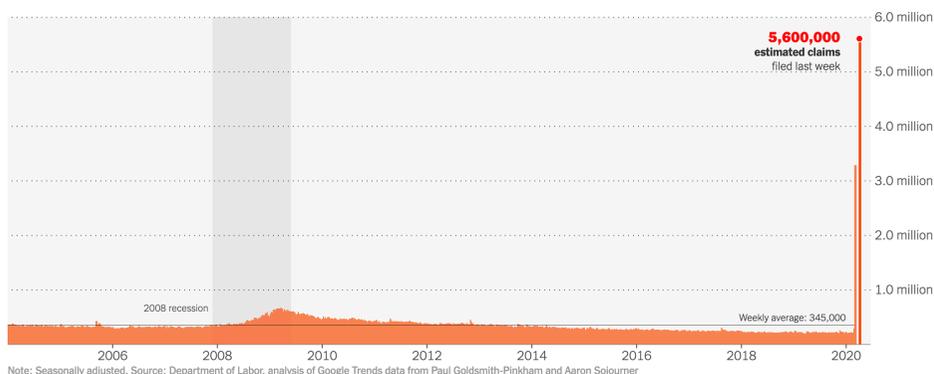
Para los que no hablan inglés, aprendan esta palabra porque la recordarán durante mucho tiempo:
TOTAL LOCK-DOWN, que significa absoluto confinamiento. Y se va a traducir en colapso económico.

Estados en confinamiento de USA

Updated April 3, 2020



EEUU-Total lockdown

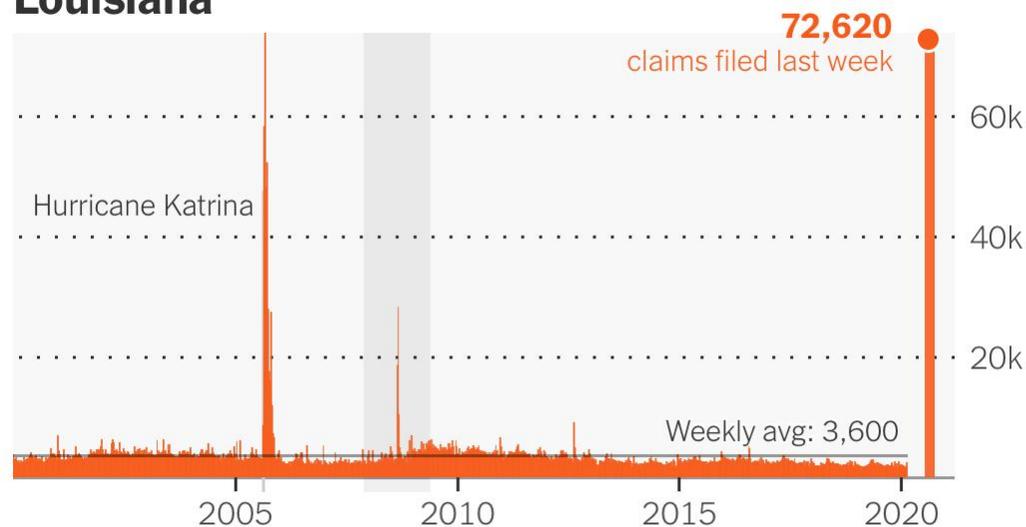


Es como si hubiera habido 50 huracanes Katrina a la vez durante tres semanas consecutivas, uno en cada estado de los EEUU.

Trump primero dijo que el virus extranjero no llegaría a USA, luego que su sanidad era inmune al virus , luego que se volvería a trabajar el 12 de abril, de ahí paso a decir que el virus mataba mucho y ahora que van a volver a trabajar el 1 de mayo.

No ha ocurrido lo que decía, ni volverán el 1 de mayo a trabajar.

Louisiana

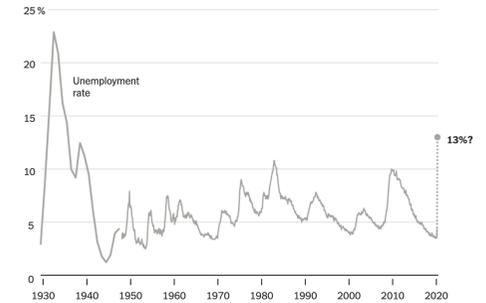


The New York Times

5 de abril de 2020

El desempleo se está disparando, y las proyecciones de algunos expertos superan **los peores números desde la Gran Depresión**. Y por primera vez, los legisladores en Washington están hablando seriamente sobre responder con un **programa de empleo del gobierno**, en línea con lo que promulgó el presidente Franklin Roosevelt en la década de 1930.

El ratio de desempleo creemos que esta **alrededor del 13%**



By The New York Times | Sources: Bureau of Labor Statistics; Historical Statistics of the United States (annual estimates before 1948)

FT

FINANCIAL
TIMES

1 de abril de 2020

Los índices de pedidos de compra de Japón, Corea del Sur, Tailandia, Filipinas, Indonesia, Malasia y Vietnam, todos apuntan **hacia una recesión**, mientras que los datos más positivos de China y Taiwan sugieren solo una estabilización en el nivel más bajo de la actividad, no un retorno.

30 de marzo de 2020

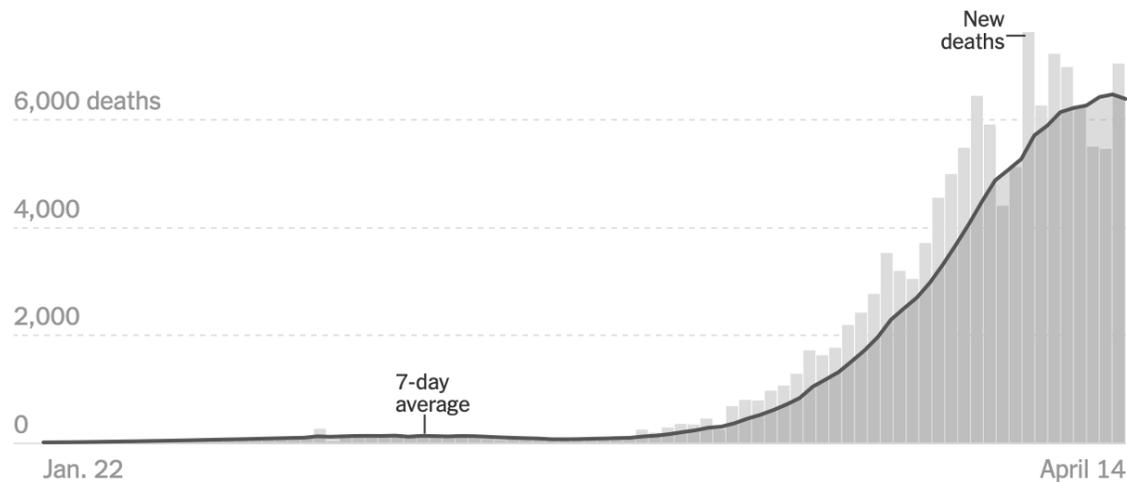
WP Diamond, una multinacional especializada en el comercio de segunda mano de diamantes vio un incremento del 70% en las peticiones de venta de diamantes, joyas y relojes de lujo en su website de Hong Kong en los dos primeros meses respecto al mismo periodo del año anterior. *“parece haber una tendencia de monetización de las personas para asegurarse de **tener liquidez en caso de una crisis prolongada**”* Andrew Brown CEO of WP Diamonds

The
Economist

Número de 1 de abril de 2020

La disminución del PIB asociada con los bloqueos también se concentra particularmente en industrias intensivas en mano de obra, como el ocio y la hostelería. Mark Zandi de Moody's Analytics, calcula que más de 30 millones de empleos estadounidenses son altamente vulnerables a los cierres asociados con el covid-19. **Si desaparecieran todos, el desempleo probablemente aumentaría por encima del 20%**

New reported deaths by day across the world



.. prevemos que probablemente ocurran brotes recurrentes del Covid 19 en invierno después de la pandemia inicial más grave. En ausencia de otras intervenciones, una métrica clave para el éxito es el distanciamiento social cuando se exceden las capacidades de atención crítica.

Para evitar esto, el distanciamiento social prolongado o intermitente puede ser necesario en 2022

Department of Immunology and Infectious Diseases, Harvard T.H. Chan School of Public Health, Boston, MA, USA. April 14, 2020

¿Hasta donde pueden llegar los estímulos?



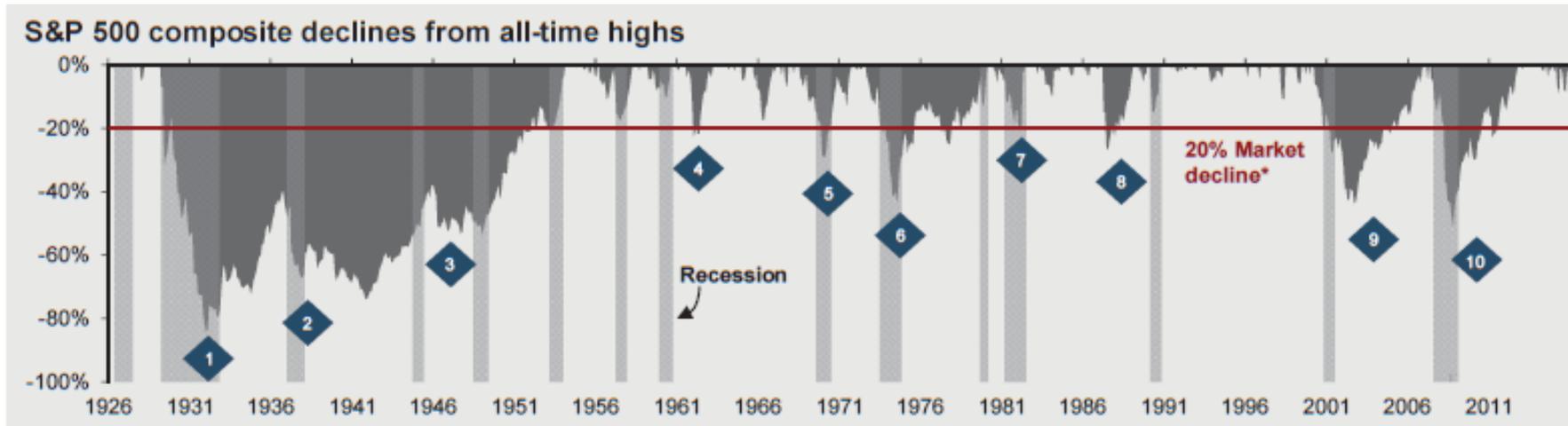
Robert Neubecker

Los **estímulos monetarios** serán todos los necesarios para sostener los bonos soberanos a rendimientos bajos

Los **estímulos fiscales** tienen un limite que reside en la capacidad de endeudamiento de cada país y estos ya muy elevados

USA:	107%
Japón:	238%
Alemania:	60%
UK:	81%
Francia:	98%
Italia:	135%
España:	99%

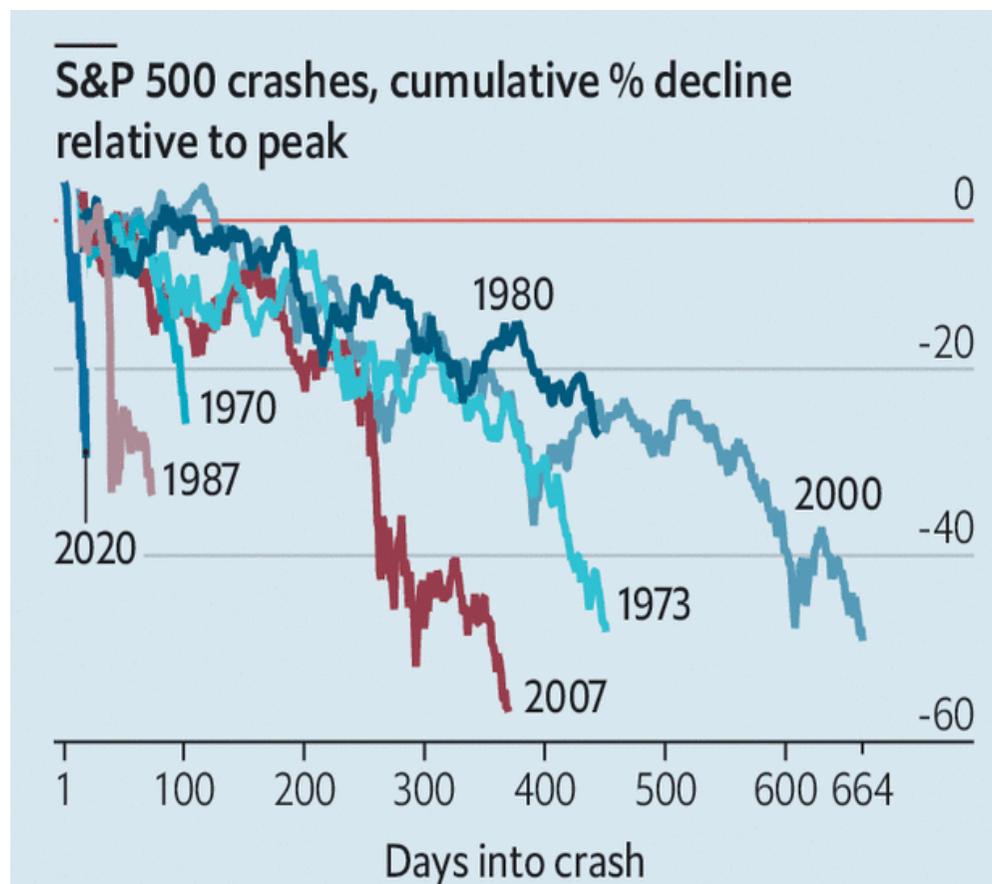
¿Qué ha pasado en crisis previas?



Characteristics of bull and bear markets

Market Corrections	Bear markets			Macro environment				Bull markets		
	Market peak	Bear return*	Duration (months)*	Recession	Commodity spike	Aggressive Fed	Extreme valuations	Bull begin date	Bull return	Duration (months)
1 Crash of 1929 - Excessive leverage, irrational exuberance	Sep 1929	-86%	33	◆			◆	Jul 1926	152%	38
2 1937 Fed Tightening - Premature policy tightening	Mar 1937	-60%	63	◆		◆		Mar 1935	129%	24
3 Post WWII Crash - Post-war demobilization, recession fears	May 1946	-30%	37	◆			◆	Apr 1942	158%	50
4 Flash Crash of 1962 - Flash crash, Cuban Missile Crisis	Dec 1961	-28%	7	◆			◆	Oct 1960	39%	14
5 Tech Crash of 1970 - Economic overheating, civil unrest	Nov 1968	-36%	18	◆	◆	◆		Oct 1962	103%	74
6 Stagflation - OPEC oil embargo	Jan 1973	-48%	21	◆	◆			May 1970	74%	32
7 Volcker Tightening - Whip Inflation Now	Nov 1980	-27%	21	◆	◆	◆		Mar 1978	62%	33
8 1987 Crash - Program trading, overheating markets	Aug 1987	-34%	3	◆			◆	Aug 1982	229%	61
9 Tech Bubble - Extreme valuations, .com boom/bust	Mar 2000	-49%	31	◆			◆	Oct 1990	417%	115
10 Global Financial Crisis - Leverage/housing, Lehman collapse	Oct 2007	-57%	17	◆	◆	◆		Oct 2002	101%	61
Current Cycle								Mar 2009	210%	89
Averages	-	-45%	25					-	152%	54

Duración y caída de la bolsa en anteriores crisis



Fuente: Bloomberg Datastream from Refinitiv

Crisis de las .com (2000-2003)

- Duración: 772 días
- Total caída: (48,70)%
 - Tramos bajista: 3 Periodo bajista: 208 días Impacto medio por tramo: (28,57)%
 - Tramos alcista: 2 Periodo alcista: 74 días Impacto medio por tramo: 18,88%

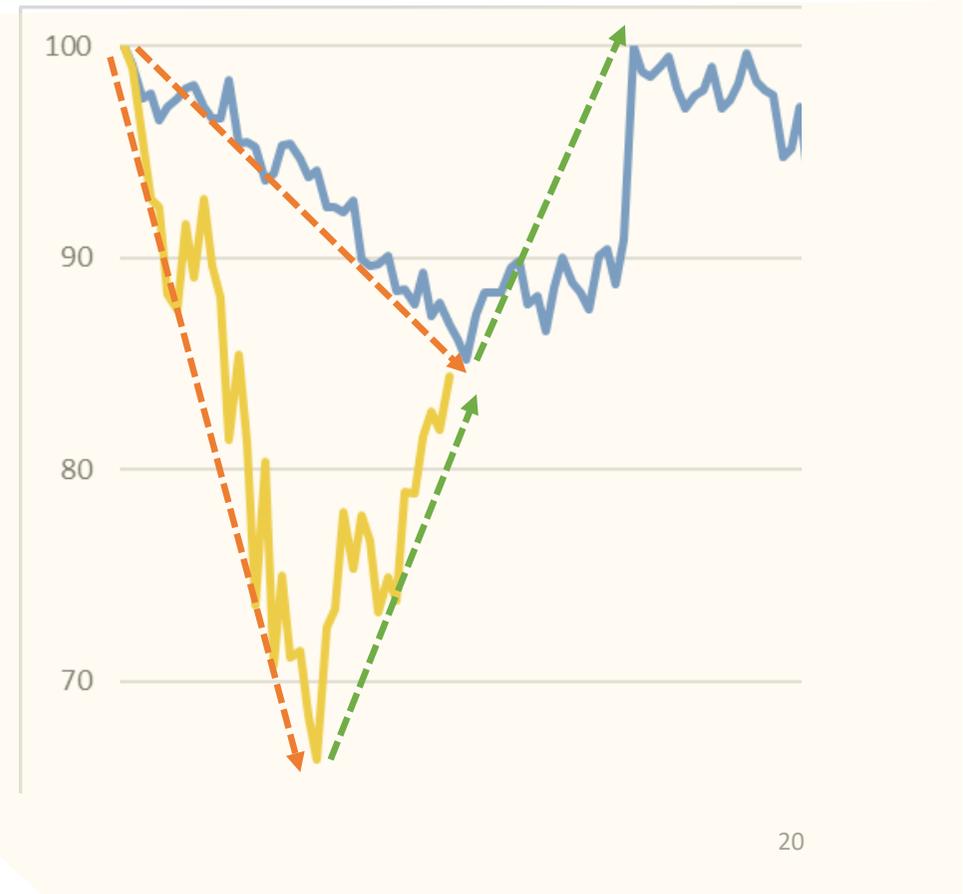
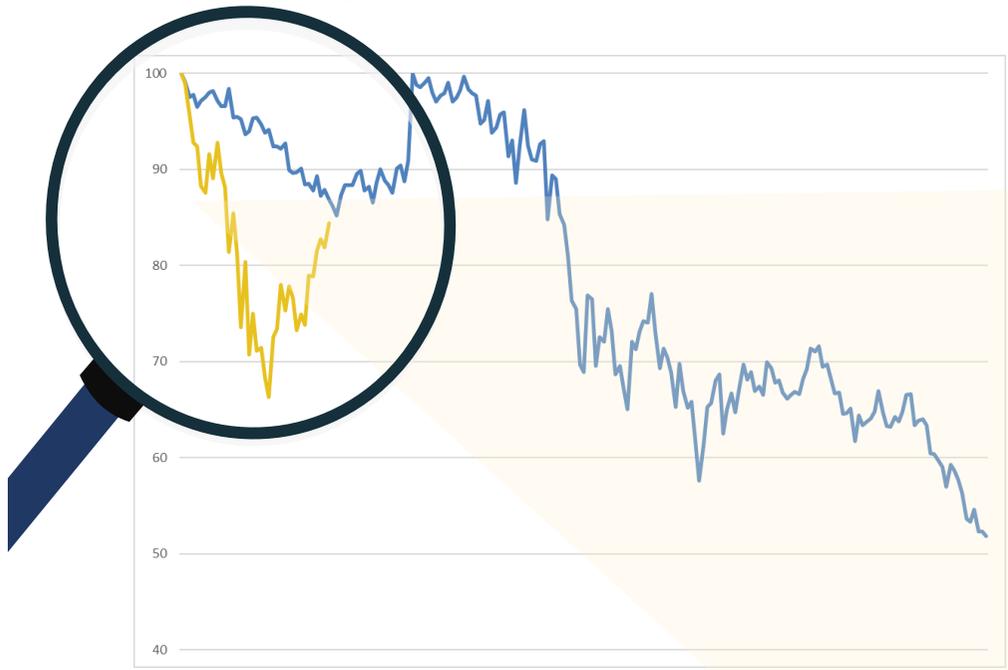
• Crisis de la Valoración de activos (2008-2010)

- Duración: 517 días
- Total caída: (56,78)%
 - Tramos bajista: 4 Periodo bajista : 93 días Impacto medio por tramo: (25,72)%
 - Tramos alcista: 3 Periodo alcista : 48 días Impacto medio por tramo: 14,25%

• Crisis del Euro (2012)

- Duración: 73 días
- Total caída: (18,27)%
 - Tramos bajista: 4 Periodo bajista : 12 días Impacto medio por tramo: (9,60)%
 - Tramos alcista: 3 Periodo alcista : 9 días Impacto medio por tramo: 7,15%

Comparativa crisis 2008 vs 2020



¿El equity ha tocado suelo?

A nuestro entender la respuesta a la pregunta si se ha tocado suelo en el mercado de renta variable es un **NO** rotundo.



Todos los que nos dedicamos profesionalmente a los mercados financieros sabemos que el mercado mundial lo mueve Wall Street. Lo que ocurre al otro lado del Atlántico condiciona de manera absoluta lo que ocurre en el resto del mundo. Vemos muchos días aperturas al alza en Europa y mañanas de fiesta que se tornan en funerales cuando los operadores americanos se sientan delante de sus pantallas, dos horas antes de abrir su mercado.

En EEUU quedan dos malas noticias, y son fáciles de predecir, ya que las estamos viviendo en Europa:

- Un incremento de casos alarmante que obligue a un cierre total, como el ocurrido en todos aquellos países que han controlado la enfermedad o que lo intentamos.
- La publicación de los resultados empresariales de este trimestre.

Los estímulos por muchos que sean no van a calmar el miedo, al menos puntualmente.

¿Qué niveles esperar en los mercados de equity?

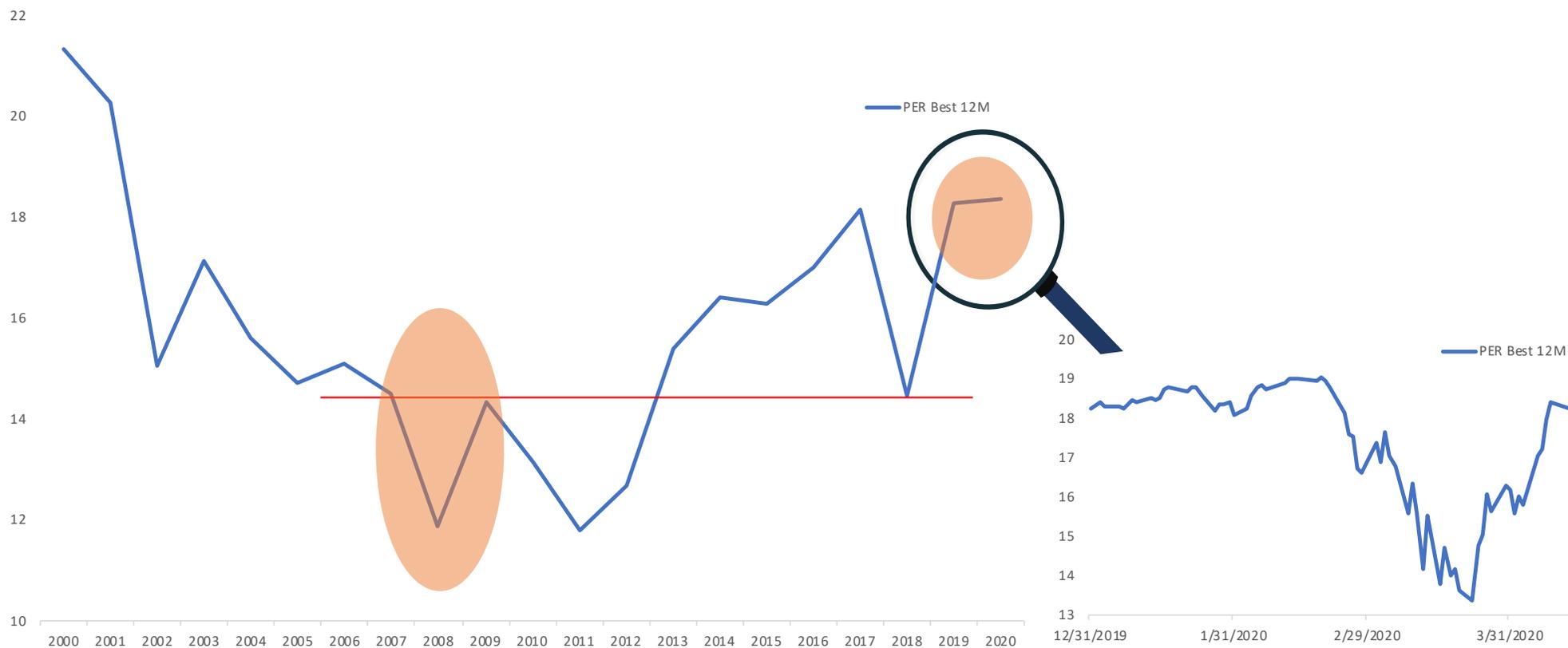
Nos gusta definir el PER, más que como un multiplicador matemático, **como un índice de sentimiento**. Si un inversor piensa que las empresas van a ir mal, su sentimiento será malo y pagará menos veces sus beneficios, que si es al revés.

Los primeros que han empezado a anunciar resultados han sido los chinos, quienes han publicado que los beneficios empresariales de sus principales empresas industriales se han desplomado un 38.3% en el rango YTD.

		BPA	PER										
			21	20	19	18	17	16	15	14	13	12	11
Real	2019	151,93	3.231										
Resultado Estimado dic-20	Caida de un 5%	144,33	3.031	2.887	2.742	2.598	2.454	2.309	2.165	2.021	1.876	1.732	1.588
	Caida de un 10%	136,74	2.871	2.735	2.598	2.461	2.325	2.188	2.051	1.914	1.778	1.641	1.504
	Caida de un 15%	129,14	2.712	2.583	2.454	2.325	2.195	2.066	1.937	1.808	1.679	1.550	1.421
	Caida de un 20%	121,54	2.552	2.431	2.309	2.188	2.066	1.945	1.823	1.702	1.580	1.459	1.337
	Caida de un 25%	113,95	2.393	2.279	2.165	2.051	1.937	1.823	1.709	1.595	1.481	1.367	1.253
	Caida de un 30%	106,35	2.233	2.127	2.021	1.914	1.808	1.702	1.595	1.489	1.383	1.276	1.170

- Nuestro escenario de trabajo es que el **S&P500 caiga, aunque de manera puntual hasta niveles próximos al 1.700**, y si la medicina encuentra una cura antes de julio, el índice **se pueda recuperar hasta niveles de 2.500**.
- Eso sí, con una **altísima volatilidad** que hará que volvamos a ver bastantes colapsos diarios que obliguen a paralizar temporalmente las cotizaciones.

Curva de PER

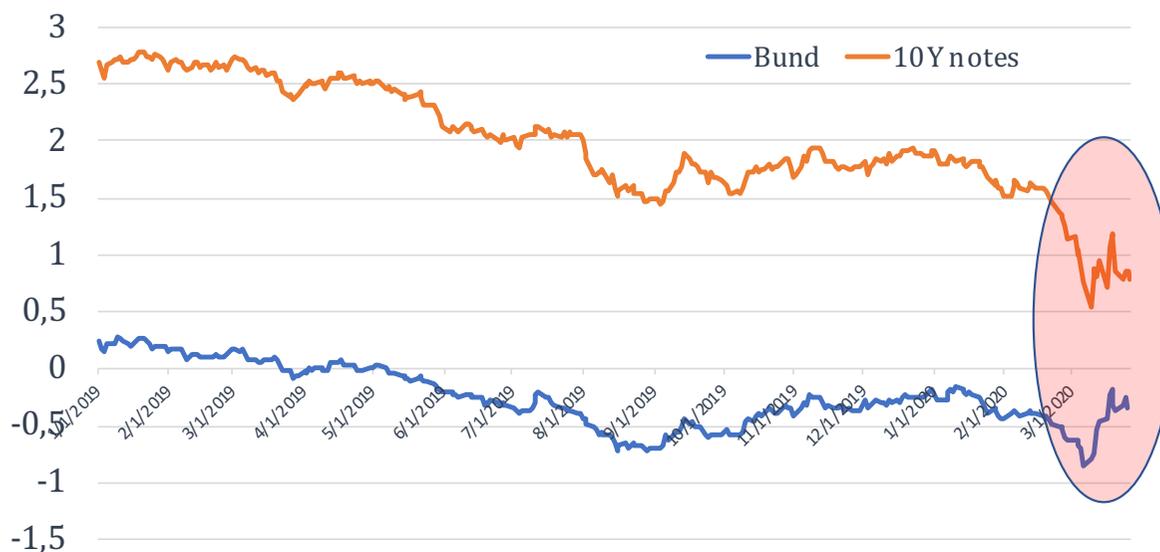


Los mercados de Crédito se han roto.

¿Por qué no el Treasury ni el Bund han actuado como activos refugio?

El análisis del movimiento de flujos de dinero entre los mercados de Renta Fija (crédito), Renta Variable (Equity) y Monetario indica una salida masiva de dinero del mercado de crédito.

Desde que se desató la crisis en Italia la semana 9 el mercado de equity ha perdido, en moneda normalizada, \$15.7 B y el mercado de crédito ha perdido \$150.9 B, mientras que la entrada en el mercado monetario ha sido de \$485.3 B.

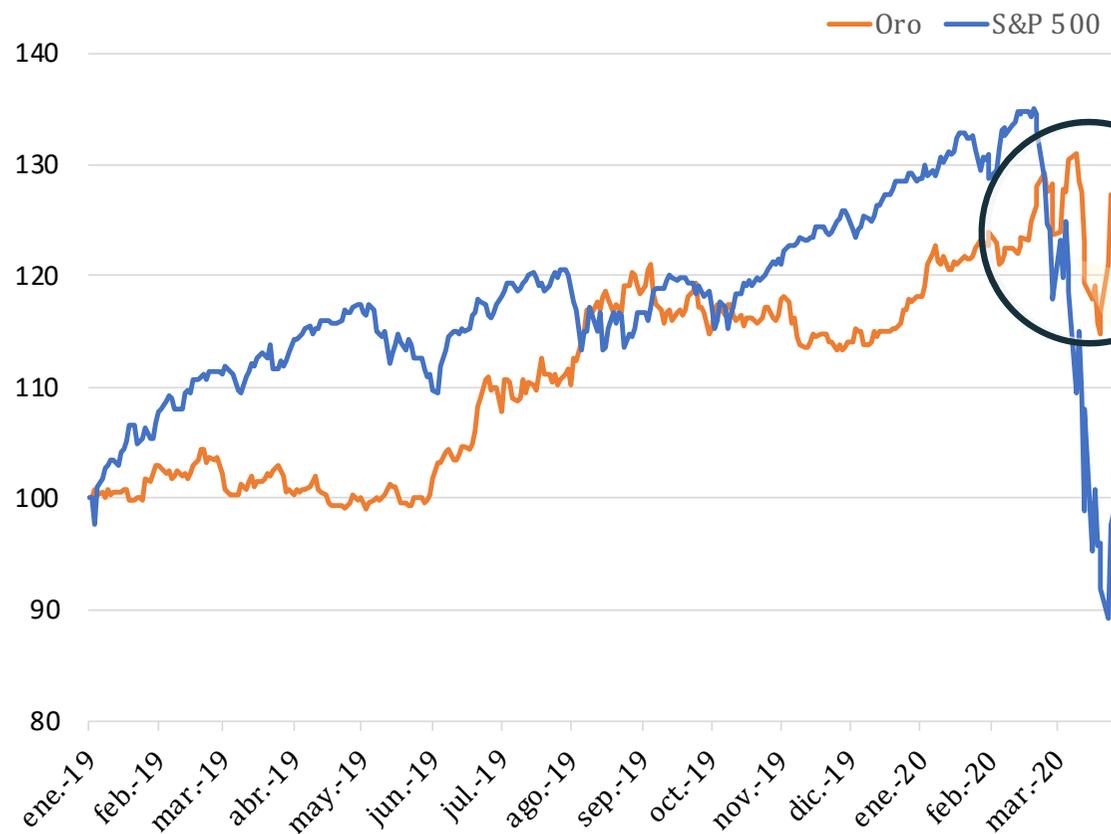


Al no poder obtener liquidez de los activos ilíquidos como el Real Estate o el Private Equity, y no querer "materializar" grandes pérdidas en el mercado del Equity, han vendido aquello que menos pérdidas inmediatas les reportaba.

Las intervenciones masivas de los bancos centrales mediante la compra de bonos harán que este mercado se reestablezca antes que después.

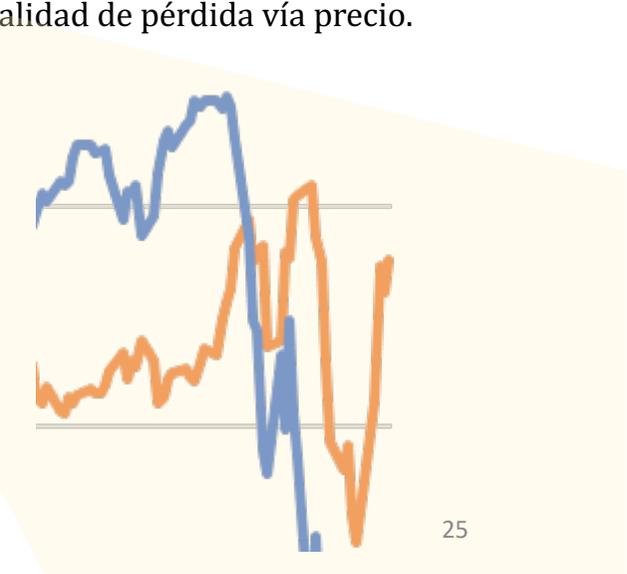
¿Es el oro un mercado refugio en el que invertir?

Evolución del precio del Oro y del S&P500 (en base 100)



Como se ha dicho previamente con el crédito, el oro, más que como un mercado refugio, está actuando como una fuente de liquidez ante la iliquidez de otros activos o las pérdidas del equity.

No obstante, el Oro venía comportándose como un activo de sustitución ante la nula rentabilidad de los activos de crédito, y el riesgo que suponía la compra de estos por su potencialidad de pérdida vía precio.



CLO's (Collateralized Loan Obligation)

¿Qué son? Son paquetes de deuda bancaria concedida a compañías de baja cualificación crediticia y/ prestamos bancarios concedidos a empresas o fondos de inversión para adquirir otras compañías

¿En que se diferencian de los CDO,s? Los CDO o CMO, tan tristemente famosos durante la crisis del 2008, eran igualmente paquetes de deuda privada, en su mayoría hipotecas.

¿Cómo están supervisados o controlados? Supervisados no, controlados, aparentemente si. Realmente en poco o nada, ya que el banco que los concede mientras están en su balance le consumen el correspondiente Capital de Activos Ponderados Por Riesgo (APR), pero al paquetizarlo y venderlo dejan de estar en el mismo.

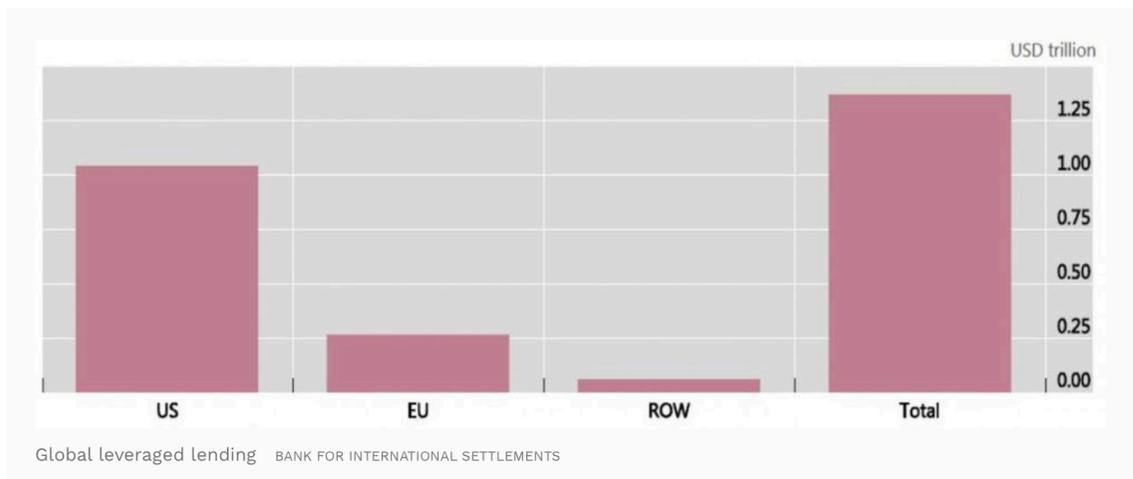
La ley Dodd-Frank, aprobada durante la administración Obama, obligaba a que el que los comercializara se quedará con al menos el 5% para que se hiciera responsable del riesgo, pero la administración Trump la derogo.

¿Pueden suponer un problema para los bancos? Inicialmente no, aunque realmente no se sabe. Depende del volumen real de sus coberturas adicionales, y ese dato no es público.

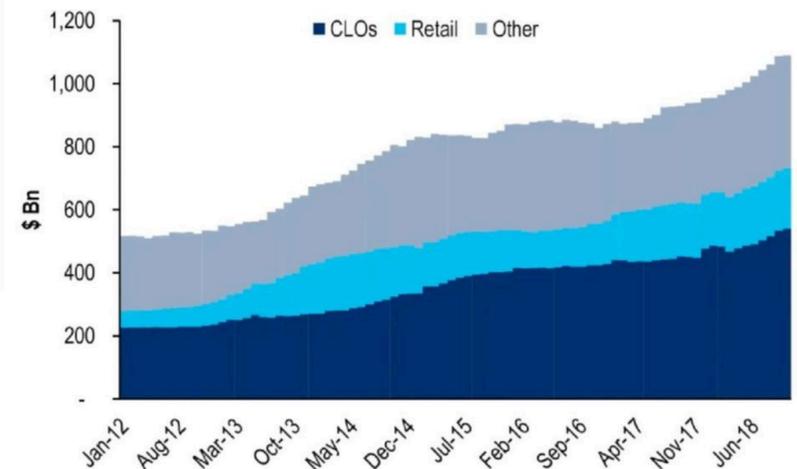
Se supone que los bancos centrales controlan la calidad de los prestamos que hay dentro de ellos. Por ejemplo, suelen pedir una determinada cobertura adicional para los más problemáticos aportada por algún fondo de cobertura. Pero a pesar de todo nadie sabe el riesgo que se esta asumiendo

¿cuánto hay en sus balances?

El Bank of England dijo que el 60% de estos productos los tienen los bancos, y se habla de cifras superiores a los



Más de 1.3T



Fuente: Citibank Research 2018

¿En qué invertir?

Ahora mismo el bien máspreciado es la liquidez o la posibilidad de hacerla. Y lo va a ser por bastante tiempo. Los activos no líquidos como el **Real Estate** o el **Private Equity** están **sufriendo una depreciación gigantesca**, con la problemática de que, al no ser líquidos, **no se evalúan**. Muchísimas empresas no cotizadas van a desaparecer o cuasi desaparecer, generando una pérdida de valor de manera directa o indirecta de este tipo de activos, y esto se vera en la segunda parte de este año.

La Renta Fija ha vivido en una burbuja descomunal, donde la mayoría del crédito daba rendimientos negativos o cuasi negativos, y donde la esperanza de obtener beneficios era vía precio. Algo impropio de un inversor conservador que al comprar este tipo de activos busca la seguridad del cupón. El problema **es que estos activos van a seguir comportándose de igual o parecida manera** por la nueva y masiva intervención de los bancos centrales.

Las commodities como el Oro o el Petróleo tendrán comportamientos diferentes, pero ni van a ser mercados de oportunidad “per se” ni mercados refugio, y cada commodity por una razón diferente.

Pero es el el mercado de Renta Variable, **el mercado del Equity donde se acaba de crear la verdadera oportunidad.**

El recientemente fallecido, ex presidente de General Electric y proclamado “**Gestor del Siglo**” por la revista Fortune, **Jack Welch** dijo:

“No eres líder por el título, lo eres cuando sabes sacar lo mejor de cada persona”.



¿En que invertir?

Ahora es el momento donde hay que identificar las **oportunidades en aquellas empresas y países** donde a sus cabezas tengan esos verdaderos líderes.

El mercado no se ha puesto barato, ni se va a poner más barato, el mercado de equity ha desinflado la burbuja y **se esta poniendo en precio**, y es ahí donde se generan las oportunidades.

No hay que equivocarse y pensar que porque un valor haya caído un 70% es una oportunidad. **La profundidad de la caída** puede estar determinada por muchas cosas, y **no tiene porqué ser significativo de oportunidad de compra**.

Esta crisis va a provocar cambios en la sociedad mundial de manera súbita, ya que ha demostrado debilidades que no pensábamos que tuviéramos.

Entendemos que aquellas empresas que valoren adecuadamente la implementación de políticas de ESG (Environment Social Governance) verán mejorar sus cotizaciones al ser objeto de compra por los grandes fondos de inversión, ya que estos tendrán estas políticas como parte del **“late motiv”** de sus políticas comerciales.

Van a premiarse sectores que protejan el medioambiente, ya que la humanidad empieza a entender que las crisis sanitarias empiezan por crisis medioambientales.



¿Y en qué sectores?



Biosanitario y laboratorios de última generación, especializados en moléculas complejas, pero con un alto componente biotecnológico. (Ej: AMGEN)



Salud. Residencia de cuidados para mayores, pero con altos estándares de calidad implementados ya. (Ej: Orpea)



Ingenierías con alta capacidad de I+D en sectores sanitarios y/o de energías limpias. (Ej: Air Liquide, Air Productos)



Cloud computing con alta penetración en el mercado y SaaS de **alta calidad.** (Cisco, United Internet, Amazon)



Fabricantes de aeronaves, por ser un duopolio, y el avión, el método de viaje más avanzado. y seguro (Ej: Airbus)



Logística, dado que el mercado de entrega a domicilio ha llegado para quedarse y crecer (UPS, FEDEX).

¿Y en qué sectores?



Venta Online con un gran servicio post venta y alta manejabilidad del **Big Data** (Inditex, Amazon).



Entretenimiento. Compañías con capacidad no solo de **distribuir** sino de **generar contenidos** de alta calidad (Ej: Comcast).



Sistemas de pagos electrónicos que permitan las compras on line mediante métodos seguros y verificados (Ej: PayPal o VISA).



Empresas involucradas en alta tecnología que permitan sistemas como los de **telemedicina** o la educación online y el **5G** (Ej: Samsung).



Softwares de alta capacidad de proceso que permita el trabajo colaborativo a distancia (Ej: SAP).



Empresas con control no solo del **Big Data**, sino del manejo del Big data de calidad y del Minority Data (Ej: Facebook).

Miguel Ángel Temprano
CEO y Director de Inversiones

Oficina central

Paseo de la Castellana,
53
Madrid, 28046
info@orfeocapital.com
+34 911 930 021

Oficinas

Londres

Ciudad de Panamá

Ciudad de México

Bogotá

Lima

Logroño

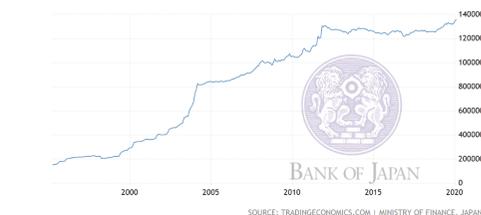


Disclaimer. La información aquí contenida se entrega a modo de material de marketing con el propósito de mostrar el proceso de investigación seguido por el área de análisis de Orfeo Capital SGIIC a la hora de elegir los activos en los que invertir. Representa la interpretación que realiza el área de análisis de Orfeo Capital SGIIC de la situación macroeconómica del momento y no ha sido elaborado de acuerdo a los requerimientos legales necesarios para llevar a cabo un análisis independiente. Ni este documento, ni las conclusiones que se extraigan de él deben ser interpretadas como recomendaciones. Este documento se entrega a los clientes o potenciales clientes. Este documento no puede ser reproducido ni entregado a terceros sin autorización expresa y explícita por parte de Orfeo Capital SGIIC

El verdadero poder de China

Hank Paulson, Secretario del Tesoro con George W. Bush, contaba que, durante la cena de inauguración de los JJOO de Pekín, su homologo chino le dijo que los rusos le habían propuesto hundir la economía americana mediante una venta masiva de bonos soberanos americanos en el mercado. También contaba que su homologo chino le indicó **la vulnerabilidad de la economía americana, al tener tanta deuda en manos extranjeras**. Pues bien, ni la administración Bush, ni la de Obama, ni la de Trump han hecho nada para solventarlo, y hoy en día el Banco Central de China tiene la ingente cantidad de 3.2T de moneda convertible en su balance. Es aquí donde está el verdadero poder chino. Estas son sus “acciones” El BoJ también ha aprovechado la coyuntura y ha incrementado durante la ultima década casi un 40% sus ingentes cantidades de divisas en su balance.

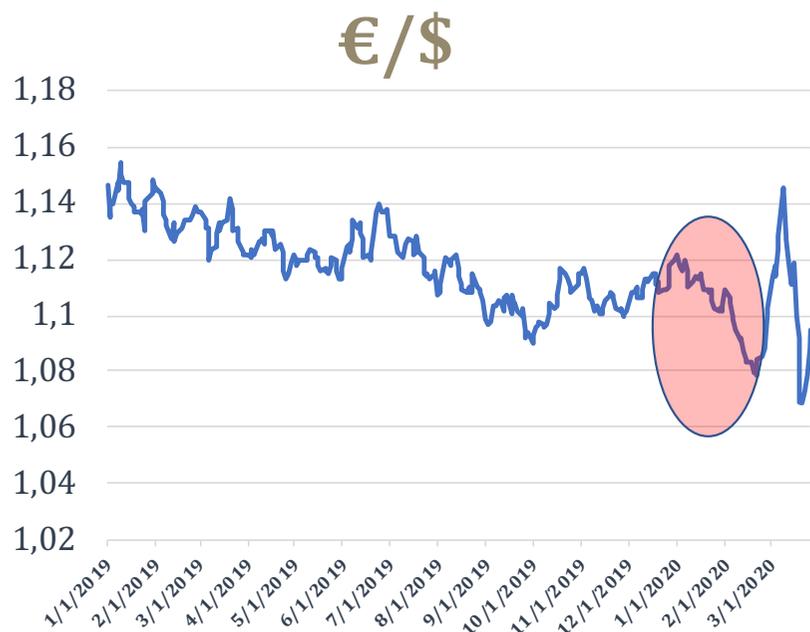
Reservas de divisas extranjeras en el balance del banco central



La Guerra de las divisas

Compartimos la teoría, no ampliamente difundida, de que uno de los motivos principales por el que se creaba dinero *como si no hubiera un mañana* era una guerra de divisas encubierta.

Y, ¿por qué esta guerra de divisas? Porque nadie conseguía poner su economía a una velocidad de crucero saludable. Los americanos, que fueron los únicos en encauzar el barco, habían empezado a reducir tipos y retirar dinero, como se ve en graficas anteriores, pero esto de alguna manera estaba dañando su economía a través de la revaluación de su moneda, cosa que llevó a preguntar a Trump en diciembre si podía él destituir a Jay Powell como Presidente de la FED.



Independientemente del hinchazón de balance artificial para mantener entre otras cosas, su divisa débil los chinos han demostrado ser unos manipuladores de su divisa, utilizándola de manera demostrativa durante la guerra comercial, devaluándola artificialmente para demostrar a Trump que eran capaces de compensar sus aranceles de un plumazo.

Modelo Sanitario Americano

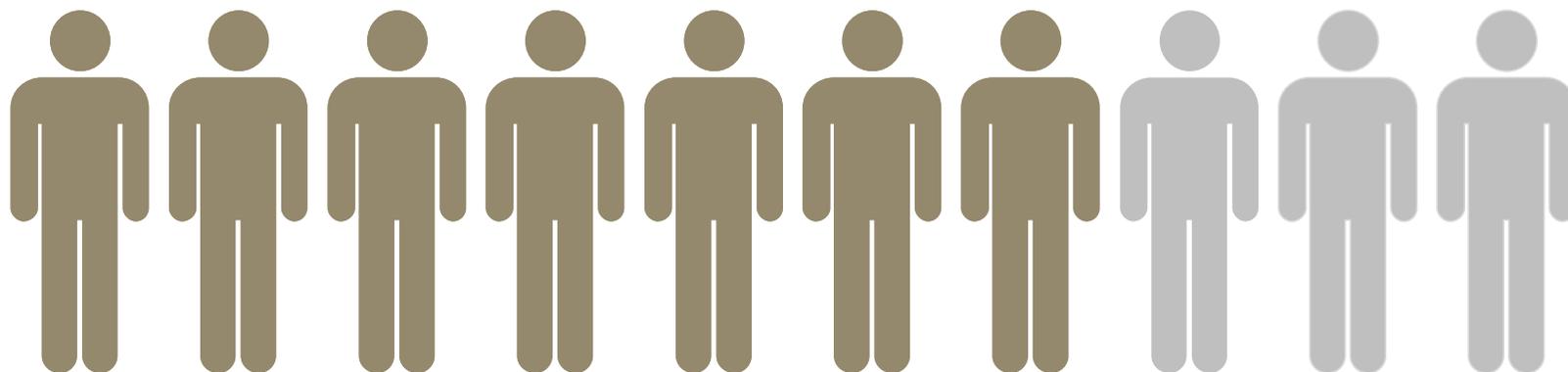
El sistema sanitario público es prácticamente inexistente, dado que los primeros avances de una implementación real del Obama Care han sido paralizados.

Aproximadamente **un tercio de la población americana carece de seguro sanitario**, y el reparto de este tercio es muy uniforme por todos los EEUU.

Esto hace pensar que la propagación de la enfermedad será de acuerdo al modelo matemático realizado por la Universidad de Columbia junto con el periódico The New York Times.

33%
POBLACIÓN

(3 de cada 10 americanos carece de seguro sanitario)

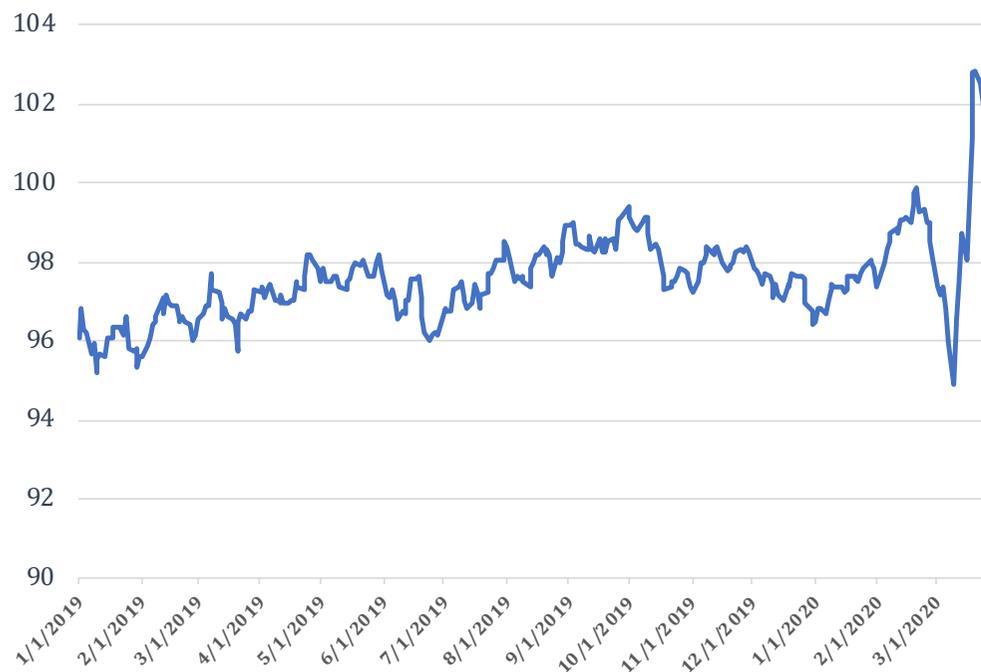


¿Está actuando de moneda refugio el USD?

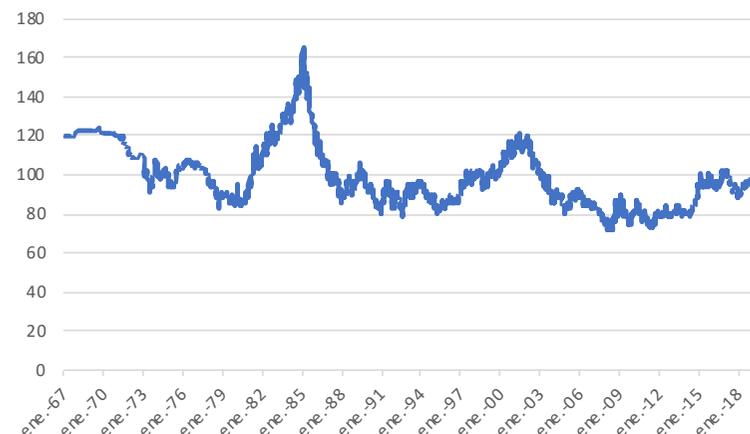
En las ultimas crisis el USD ha actuado sistemáticamente de moneda refugio respecto a las otras principales monedas, pero no está nada claro que lo esté haciendo ni que en esta crisis lo vaya a hacer.

Es más, la debilidad en que esta crisis va la dejar a la economía americana no nos hace estimar grandes revaluaciones de la moneda americana.

ÍNDICE DOLAR

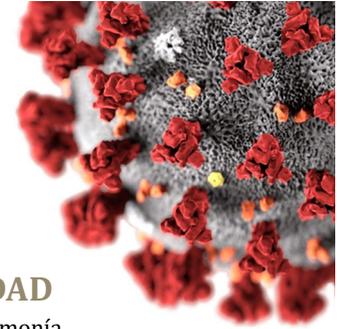


Índice dólar (1967)



El índice dólar es un índice que se crea cuando, a raíz de la guerra de Vietnam y de la necesidad de devaluar su moneda, el Presidente Nixon rompe los acuerdos de Bretton Woods, por el cual el precio del oro estaba anclado al USD. A raíz de eso y para poder interpretar como se movía el USD respecto al resto de las monedas se crea una cesta de cambios con las principales monedas.

COVID 19 – Principales datos



SÍNTOMAS

Los infectados pueden ser asintomáticos o con los síntomas más comunes como fiebre, tos y disnea. Existen otros síntomas como diarrea, estornudos y dolor de garganta pero menos frecuentes.



PRINCIPAL CAUSA DE MORTALIDAD

La mayoría de las muertes son ocasionadas por neumonía donde el 5% de los casos son críticos con un índice de mortalidad de UCI del 50%.

PERIODO DE INCUBACIÓN

El período de incubación suele durar entre 2 y 14 días tal y como demuestran el 98% de los casos, aunque un reciente estudio de investigadores chinos se halló que este puede durar hasta los 24 días.



PRINCIPAL FACTOR DE RIESGO

El principal factor de riesgo es su alto ratio de transmisibilidad (R_0) que se sitúa entre el 30% y el 40%, es decir de 3 a 4 personas por infectado. Además, tener más de 60 años y patologías previas aumenta el factor de riesgo del paciente.

MEDICAMENTOS

El Dr. Ho, la mayor eminencia en la lucha contra el SIDA, y el primer médico considerado como "Hombre del Año" por la revista TIME dirige uno de los estudios más avanzados con Remdesvir utilizado para la lucha contra el SIDA y estima que estos estudios en humanos estén finalizados, esperemos que con éxito, para el verano.



VACUNA

Varios centros coinciden en que hay una vacuna que puede ser muy efectiva conformada por un segmento de un RNA (1273) cuyos test en humanos se están realizando y finalizarán para estas navidades.

INFECTABILIDAD

La característica diferencial de este virus frente a otros es que el pico de más alto de infectabilidad se produce a los 5 días de la infección por lo que existe una alta tasa de transmisión aún cuando aún no existen los primeros síntomas.



INVESTIGACIONES

Se puede afirmar que en la actualidad hay al menos 30 equipos probando fármacos que han demostrado in vitro su éxito.

Infecciones virales (Comparación epidemiológica)

Enfermedad (Patógeno responsable)	Ritmo reproductivo	Tasa de mortalidad	Período de incubación	Tasa de hospitalización	Tasa Infectabilidad (R0)	Infectados al año
SARS 1 SARS 2 SARS CoV 	3-0	9,6-11%	2-7 días	Mayoría de casos	2.0; 3.0	8.098
MERS MERS CoV 	0,3 - 0,8	34,4%	6 días	Mayoría de casos	1.3	420
GRIPE Virus influenza 	1,3	0,05-0,1%	1-4 días	2%	1.3	1.000 M
COVID-19 SARS CoV-2 	2,0 - 2,5	2,5 %	4-14 días	19%	3.0	En curso

¿Qué ha hecho Corea del Sur?

PRINCIPALES DATOS

- **NÚMERO DE CONTAGIADOS - 9583**
- **NÚMERO DE HABITANTES - 51 M**
- **NÚMERO DE FALLECIDOS - 152**
- **EDAD MEDIA - 43,4 AÑOS**
- **ESPERANZA DE VIDA - 82,6 AÑOS**



Los datos de Corea se basan en tres principios que solo ellos han llevado a cabo para contener la difusión de la enfermedad, a pesar de ser el segundo país al que llegó la infección:

- **REACCIÓN TEMPRANA.** El gobierno coreano, ante la alarma sanitaria china reaccionó, con el acopio urgente de test del coronavirus, así como la puesta en práctica del Big Data sobre el geoposicionamiento de toda su población. Ante la aparición de los primeros positivos, el cruce de los datos obtenidos de las compañías telefónicas sobre el movimiento de las personas les permitió averiguar los potenciales enfermos por contagio.
- **ESTRICTO CONFINAMIENTO.** Actuaron como reacción temprana, con un estricto confinamiento de la población para evitar la propagación del virus.
- **TEST MASIVOS.** Se realizaron tanto a enfermos, como a aquellas personas que, gracias al Big Data coleccionado, se sabía que habían tenido contacto con él, aislando a todos.

Escenarios de la expansión del brote en EEUU

Ratio de infección estimada

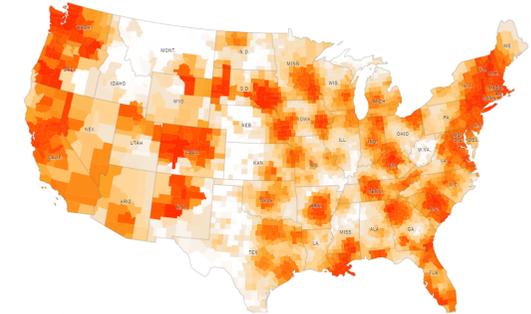
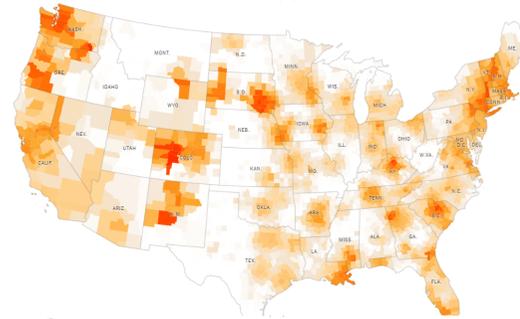
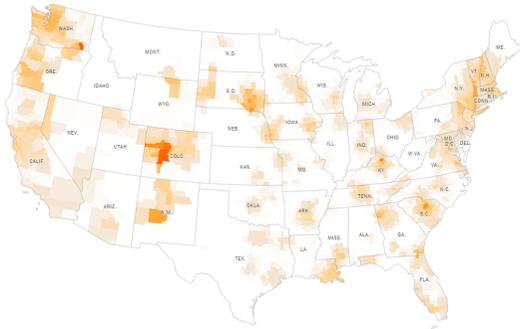


15 de abril

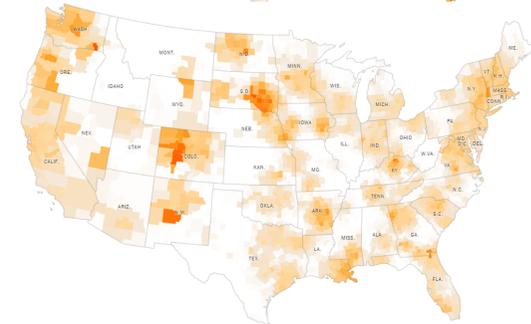
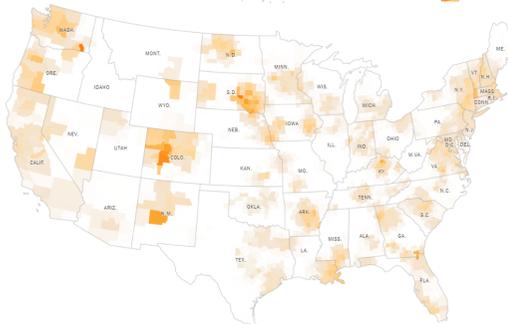
01 de mayo

15 de mayo

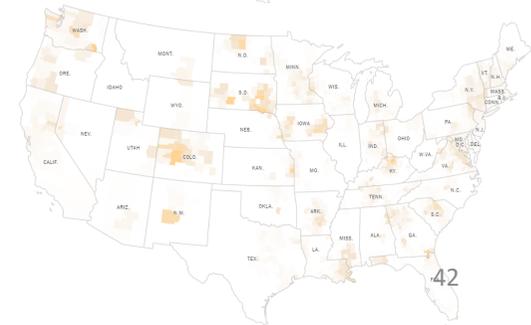
No control measures



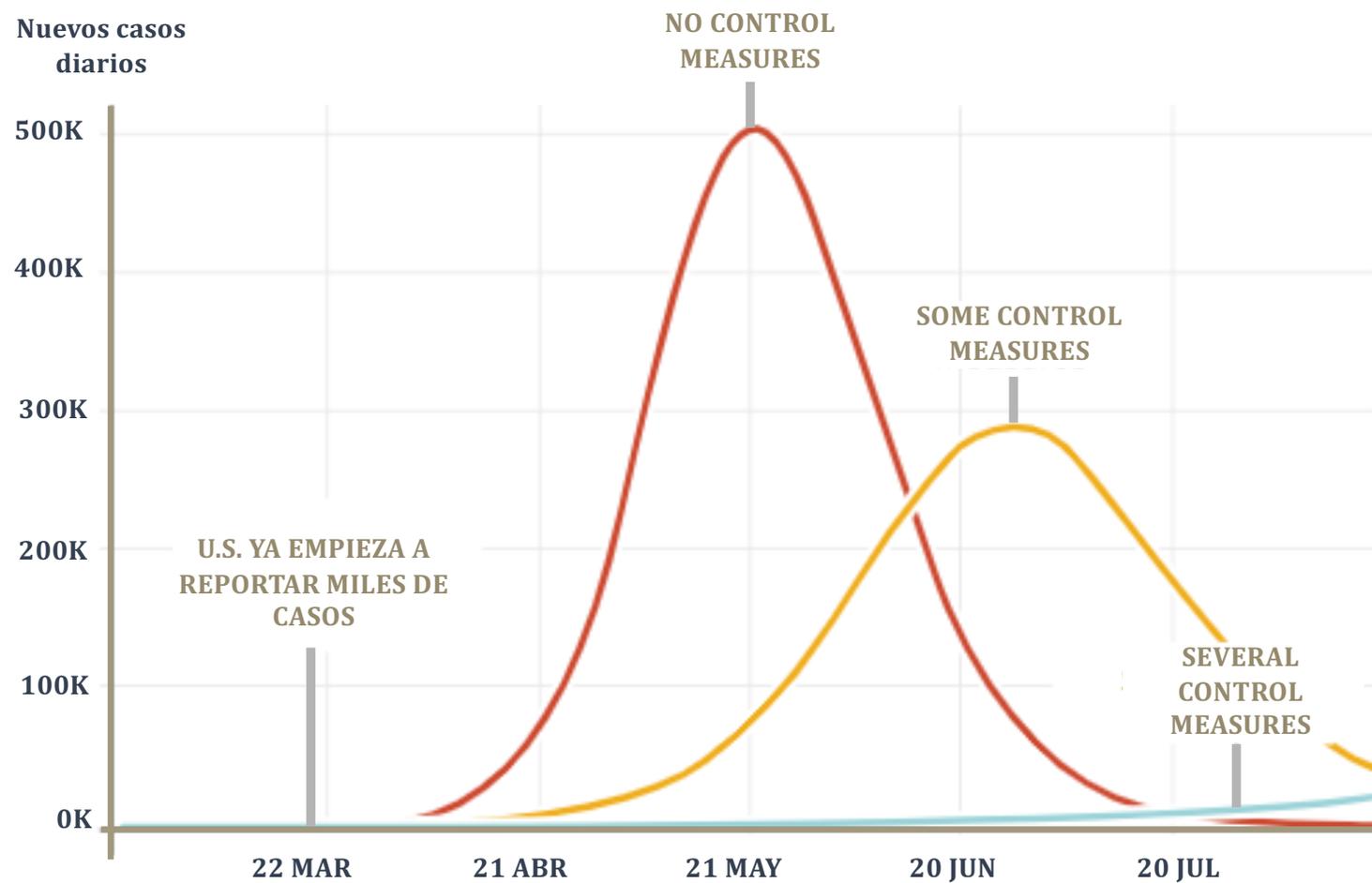
Some control measures



Several control measures



Como las medidas de control pueden frenar el brote



Diferencias y similitudes con anteriores crisis

2008

- Afectó a las economías más desarrolladas.
- Fue una crisis derivada de sobrevaloración de activos de las entidades financieras que provocó su colapso financiero y por ende una crisis de crédito que hundió el consumo y la inversión.
- Su golpe se extendió de manera sistémica, pero por un periodo extendido de unos 13 meses.
- La deuda soberana de los países europeos estaba del entorno del 40% del PIB.
- Los tipos de interés tanto en la UE como en Europa estaban en el entorno del 4%.
- La reactivación consistió en estímulos económicos.
- Conclusión: había poderosas herramientas fiscales y monetarias sin utilizar.

2020

- Esta crisis comparte con la de 2008, única y exclusivamente que afecta a todas las economías desarrolladas.
- Ha colapsado la parte neurálgica de la economía, la producción y el consumo.
- La parálisis de la economía mundial ha sido abrupta y sincronizada. Escasamente 4 semanas.
- Esta vez la mayoría de los países tienen una elevada deuda, que limita claramente los estímulos fiscales a aportar.
- Los tipos de interés están en mínimos históricos.
- La ingente cantidad de masa monetaria en circulación no tiene precedentes.
- Conclusión: no hay herramientas fiscales y monetarias de peso para utilizar.
- La reactivación tendrá un hándicap adicional al económico, el miedo de la población a acudir a sitios con mucha gente: restaurantes, cines, espectáculos, ... y el consumo se resentirá más todavía.

La única herramienta real en esta crisis es la aparición de una cura que mitigue

¿Qué dicen los analistas?



Bloomberg

“No tan rápido. Es probable que los mercados no vean un repunte rápido y duradero incluso con el estímulo masivo. Si es algo así como la última crisis, tomó cuatro meses y el S&P acumuló el 40% de las pérdidas antes de ver los efectos. En promedio, las existencias necesitan 1,5 años para recuperarse.”

Goldman Sachs

“**España caerá un 4% en el trimestre** (no anualizado) y un **11% en el segundo**. Esto es TRES veces lo ocurrido en la crisis del 2008. **En el año será del 9.7%**, Italia del 11.6, Alemania del 8.9, Francia del 7.4 y UK del 7.5.”



“**Casi un millón de canadienses solicitaron solicitudes de desempleo la semana pasada**, lo que representa casi el 5% de la fuerza laboral, según un alto funcionario del gobierno. La velocidad y la extensión del salto no tienen precedentes. **Los estímulos monetarios solo valen para sostener la renta fija**. El mercado de crédito está roto, pero si este no se sostiene nunca lo hará el mercado del equity. **El mercado del crédito está roto por la salida masiva de dinero ante la necesidad de liquidez de los inversores** y su imposibilidad de obtenerlo de sus inversiones no líquidas como el inmobiliario y el private equity, o la asunción psicológica de “materializar pérdidas” de las inversiones de renta variable.”

¿Y los principales bancos americanos?



FEDERAL RESERVE
BANK of ST. LOUIS

El presidente del Banco de la Reserva Federal de St. Louis, James Bullard, predijo el sábado pasado en una entrevista en Bloomberg TV que la **tasa de desempleo** de los EE.UU. podría alcanzar el **30%** en el segundo trimestre del año debido a los cierres para combatir el coronavirus, con una **caída sin precedentes del 50% en el producto interno bruto**.



JPMORGAN
CHASE & CO.

Espera que el **producto interno bruto se reduzca** a una tasa anualizada del **14%** en el período de abril a junio.

WALL ST

Bank of America.



Bank of America Corp. y Oxford Economics
Esperan que la **caída sea del 12%**.

Goldman
Sachs

Goldman Sachs Group Inc. ve una **caída del 24%**.





Estímulos de la economía. Medidas Fiscales

\$2.0 T en ayudas

- \$150bn para uso indiscriminado por los gobiernos estatales y locales
- \$150bn para financiar hospitales
- \$650bn transferencias directas a las familias \$1.1200 por adulto y \$500 por niños, con limite de renta de \$75.000
- \$350bn en garantías y prestamos a PYMES
- \$450bn para rescatar empresas
- \$50bn para ayudar a aerolíneas
- \$200bn para desempleados (\$600 semanales por 4 meses)



Estímulos de la economía. Medidas Fiscales



China

- 100% de exención del pago del IRPF a todos los salarios obtenidos durante los periodos de cuarentena obligatoria.
- 100% de deducibilidad fiscal de las donaciones relacionadas con el el control y prevención de la enfermedad.
- 100% de devolución del IVA a las empresas fabricantes de equipos para el control y prevención de la enfermedad.
- Exención en el 100% del IVA a las empresas de servicios de transporte y entrega de productos a la población.
- Consideración como gasto deducible del 100% de la inversión realizada para ampliar la capacidad para producir equipos y materiales para el control y prevención de la enfermedad.



- Libertad a la hora de incrementar el techo de gasto y eliminación del limite de déficit fijado previamente.
- **Resto de medidas: Sin definir a la hora de emitir este informe**
- Se discute sobre tres posibles vías:
 - Emitir Coronabonos (ver más adelante)
 - Utilización de los €410 millones no utilizados del MEDE (Mecanismo Europeo De Estabilidad), pero solo para gastos sanitarios
 - Utilización del MEDE como garantía crediticia a los Estados miembros

Estímulos de la economía. Medidas Monetarias



“La Fed está preparada para usar todas sus herramientas para apoyar el flujo de crédito a los hogares y las empresas”

Jerome Powell.
Presidente de la FED:



- En Agosto de 2019 la Reserva Federal de los EEUU (FED) redujo los tipos de interés de referencia del 2.25 al 2.00, solo con el mensaje que encontraba debilidad en los mercados internacionales, fundamentalmente Europa, pero que veía el tejido empresarial fuerte.
- El 19 de septiembre, ante la aparente presión del Presidente Trump y de la mayoría de los analistas lo redujo al 1.75, causando una decepción en el mercado por lo exigua de la rebaja.
- El 31 de Octubre de 2019 volvió a reducir otros 0.25 puntos, dejándolo en 1.5%, pero comunicando un alarmante mensaje: “la inversión empresarial y las exportaciones de EE UU han permanecido débiles.” Se supo que no hubo consenso en el comité e incluso en la rueda de prensa el presidente de la FED aclaró que no pensaban bajar más los tipos en el futuro cercano.
- El estallido de la alarma sanitaria en Italia llevó a una inmediata reacción de la FED.
 - El 4 de marzo redujo los tipos al 1.5%.
 - El 16 de marzo en una reunión de urgencia los volvió a reducir, dejándolos esta vez en el 0%, en una clara señal de que consideraba la crisis sanitaria como el catalizador de una crisis económica.
 - La bajada de tipos viene acompañada de dos anuncios prácticamente consecutivos:
 - La compra de \$700.000 Millones en compra de activos, \$500.000 en Bonos del Tesoro y \$200.000 en Títulos Hipotecarios
 - \$300.000 Millones para dar préstamos a empresas y gobiernos locales

Estímulos de la economía. Medidas Monetarias



“Exploraremos todas las opciones y todas las contingencias para apoyar a la economía”

Christine Lagarde
Presidente del BCE



En estos días hay que recordar al hombre que con sus palabras hacia que se abrieran los océanos, el expresidente Mario Draghi, cuando dijo: "Haré lo que haya que hacer, y créanme, será suficiente". En el 2011 estas palabras fueron suficientes para salvar una moneda que en ese momento estaba en peligro.

El problema de todos los dirigentes es que quieren dejar su impronta en los cargos que ocupan, y por lo tanto la primera medida que todos evitan tomar son las mismas medidas que ha tomado su antecesor, y es aquí donde la recientemente nombrada Christine Lagarde cometió su primer error. Error imperdonable en una persona de su trayectoria. Fue ministra de Finanzas en el gobierno francés de Sarkozy, durante la crisis del 2008, y hasta hace muy poco Directora Ejecutiva del FMI.

La primera medida de Lagarde, una vez desatada la alarma en Italia el 12 de marzo fue interpretada claramente como exigua: Anunciar la compra de bonos por valor de €120.000 Millones hasta diciembre y nuevas inyecciones de liquidez sin indicar forma o cuantía.

7 días después, el 19 de marzo, en una reunión de emergencia se el Consejo del BCE se ve obligado a lanzar **un Plan de Emergencia**, con el que pretende comprar activos públicos y privados (inicialmente bonos soberanos y de empresas) por valor **de 750.000 Millones** al menos hasta diciembre de 2020.



Estímulos de la economía. Medidas Fiscales.

200.000 Millones de euros en apoyos fiscales que no son tales

Las medidas anunciadas por el Gobierno español consideramos que son poco claras y claramente contradictorias

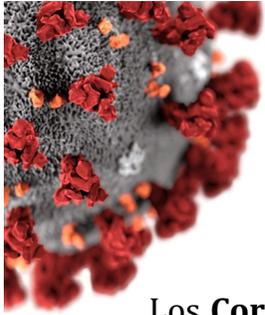
1. Medidas monetarias:

- 80.000 millones para coberturas de riesgo y moratorias fiscales.
- 100.000 millones para avales públicos para prestamos a empresas.

2. Medidas Fiscales

- 18.000 millones para reforzar la sanidad, apoyar la investigación de una vacuna y ayudar a familias vulnerables.
- Los ERTes express conferían ventajas adicionales sobre la ley que los regula en tres facetas:
 - No necesitaban periodo previo de consultas con los representantes de los trabajadores.
 - Las empresas podían no pagar la parte empresarial de la contribución a la Seguridad Social.
- Las ventajas de dichos ERTes express se mitigaron cuando solo se podían acoger a los mismos las empresas con menos de 50 trabajadores y con la obligatoriedad de mantener el empleo durante los 6 meses posteriores a la finalización del mismo.
- El Gobierno ha empeorado la situación al impedir despidos por causas objetivas durante el periodo de alarma
- No hay ni siquiera una demora en el pago de impuestos de los autónomos.

Entendemos que las medidas relacionados con los ERTes son perjudiciales para la economía, que no suponen apoyo alguno a los empresarios y que van a suponer una alta destrucción de empleo con la consiguiente caída de PIB

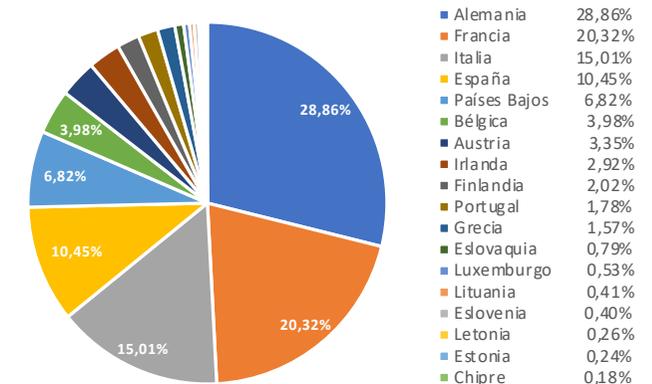


¿Qué son los CoronaBonos?

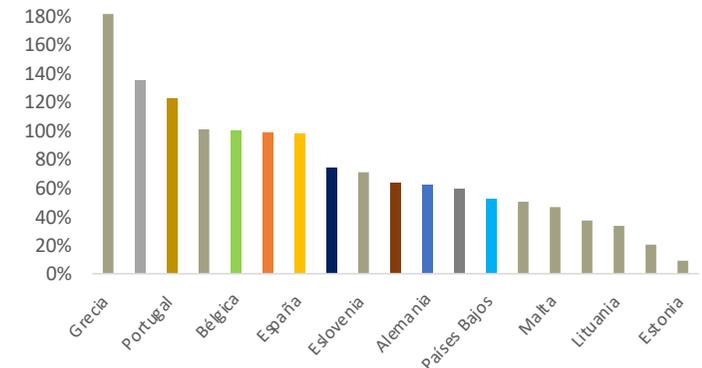
Los **CoronaBonos** son bonos emitidos por la UE con garantía de esta. Es decir, son la emisión de **deuda mutualizada**.

1. **¿Por qué no los quieren los alemanes y otros países?.** Al ser bonos del colectivo de países que forman la UE no cuentan como deuda efectiva de ninguno de los mismos, lo que te permite gastarte dinero sin que te compute directamente.
2. 12 países (11 pequeños más Alemania) todos ellos **con una deuda sobre PIB inferior al 80%, acumulan solo el 46.6% del PIB** de la Eurozona. El resto, entre ellos Francia, España e Italia suman más PIB agregado, pero no se pueden endeudar mas porque su ratio de Deuda sobre PIB supera el 100%. Así pues, **12 países estarían respaldando la nueva deuda de los otros 7.**
3. **Los países que se oponen exigen ajustes presupuestarios de rigor a los solicitantes;** ajustes cuyos gobiernos no quieren hacer. No podemos olvidar que el presupuesto que el gobierno (PSOE-Podemos) de España estaba preparando era un presupuesto expansivo, con un incremento real del gasto público recurrente (subvenciones, pensiones, ayudas, ..) y unos ingresos inciertos, que todos entendíamos que iba a generar un déficit mayor que el estimado por ellos.

% en el PIB de EuroZona por países. Año 2019



Deuda países EuroZona (%PIB). Año 2019

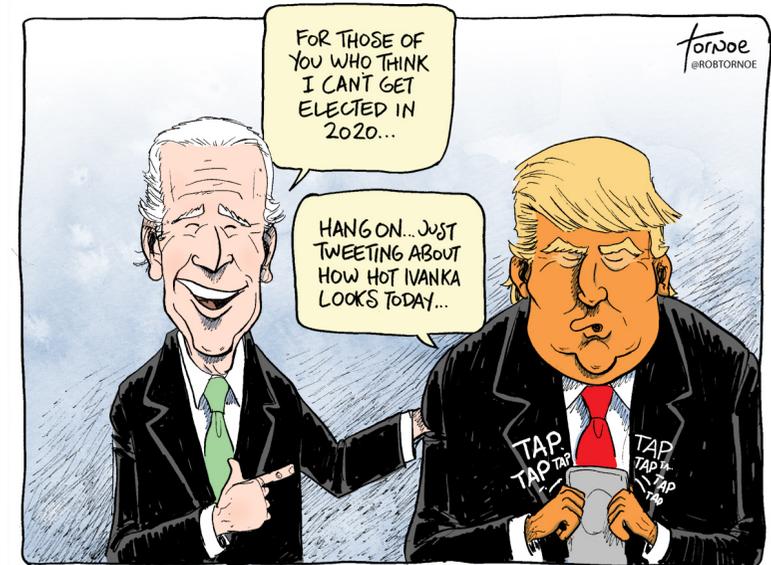


Año electoral en USA. La elección del “Sheriff of the world”. O, ¿ya no?

- A pesar de lo que dice constantemente la prensa, en ningún momento las encuestas han dado por vencedor a Trump para un segundo mandato. De hecho, el análisis de las elecciones de mitad de mandato de noviembre de 2018 ya anticipaba una pérdida de Trump si el candidato demócrata era un moderado como Joe Biden.

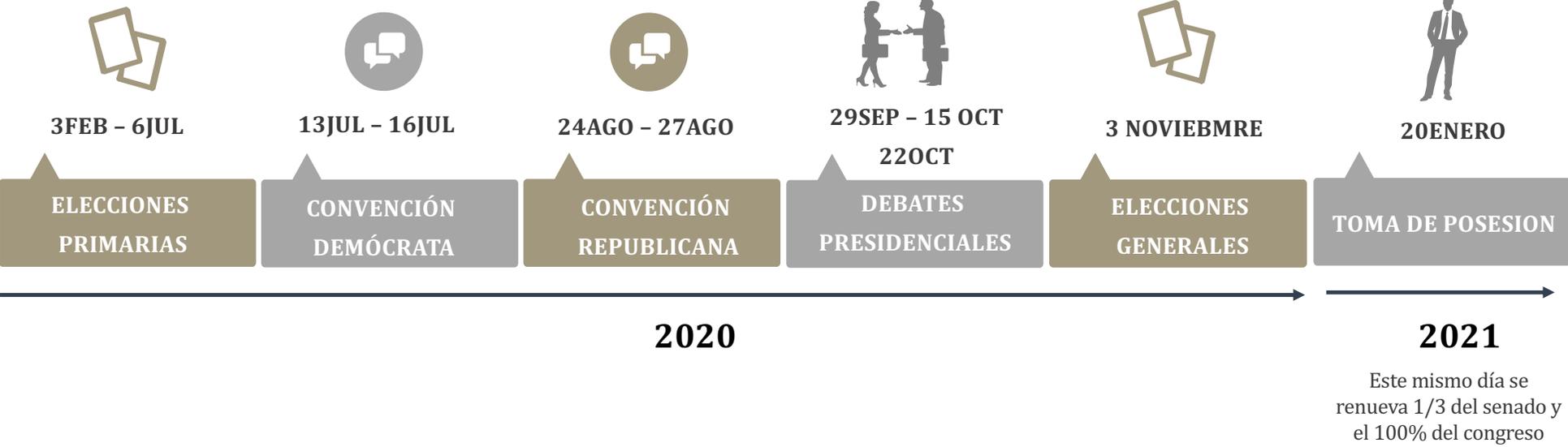
[Video Analisis elecciones de mitad de mandato en clave electoral.](#)

- Trump venció a Hilary Clinton en 2016 por una exigua minoría. Hoy por hoy, las encuestas, cuyo [informe de actualización](#) pueden ver todos los lunes en nuestra web, indica que las posibilidades de que Biden gane las presidenciales son elevadísimas.



- Creemos que la política de selección natural que quiere implementar a cambio de salvar la economía, a partir del 12 de abril, no la podrá implementar por el desarrollo de la enfermedad a esa fecha, pero si la llega a implementar, los muertos que va a provocar será su tumba política, y perderá las elecciones por abrumadora mayoría.
- También las encuestas dicen que el mandato de quién gane de los dos, Trump o Biden no será cómodo, ya que el Congreso, que el mismo día de las elecciones presidenciales se renueva al 100%, seguirá en manos demócratas, y el Senado, cuya renovación es de 1/3, seguirá en manos republicanas.

Elecciones presidenciales USA

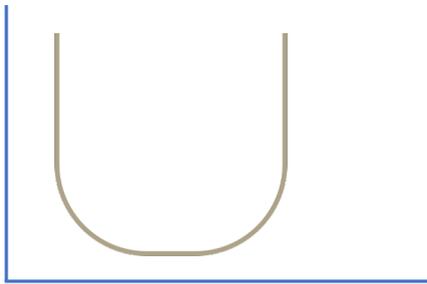


Estimamos en casi un 100% que Joe Biden sea el candidato demócrata que se enfrente a Trump. A pesar de lo que dicen los periodistas de manera reiterada, las principales encuestas celebradas hasta el momento indican que el ganador será el candidato demócrata y más si este es Joe Biden. Para ganar a Trump solo necesita mantener los estados en los que ganó Clinton y ganar dos estados en los que Hilary perdió por menos de 1.5%.

¿Cómo será la recuperación de los mercados?

RENTA VARIABLE

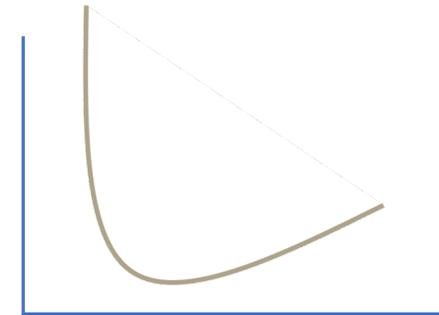
Una vez que el mercado toque suelo la recuperación puede ser en U, en V o el L.



En U significaría que ha habido una sobre-reacción, pero que ha dejado un miedo en el mercado que se recuperara nada mas ver que la economía real no ha sufrido tanto como se ha anticipado.



En V significaría que el mercado ha sobre reaccionado a una crisis que realmente no se ha producido.



En L significaría que el mercado ha reaccionado correctamente y que a puesto en precio una situación macroeconómica pésima.

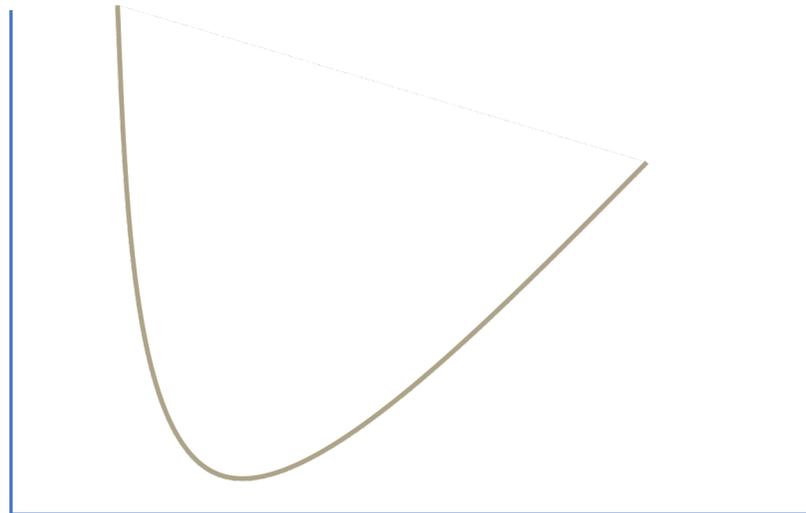
“ Creemos que la situación estará más próxima a la L que a la U, pero que en ningún caso debemos esperar una V. Creemos que el mercado del equity tardará en recuperarse al menos 1.5 años, y que, en cualquier caso, cifras de 3.300 en el S&P500 o de 3700 en el EuroStoxx deberán pasar al menos 2 años para que las volvamos a ver. ”

¿Cómo será la recuperación de los mercados?

RENTA FIJA

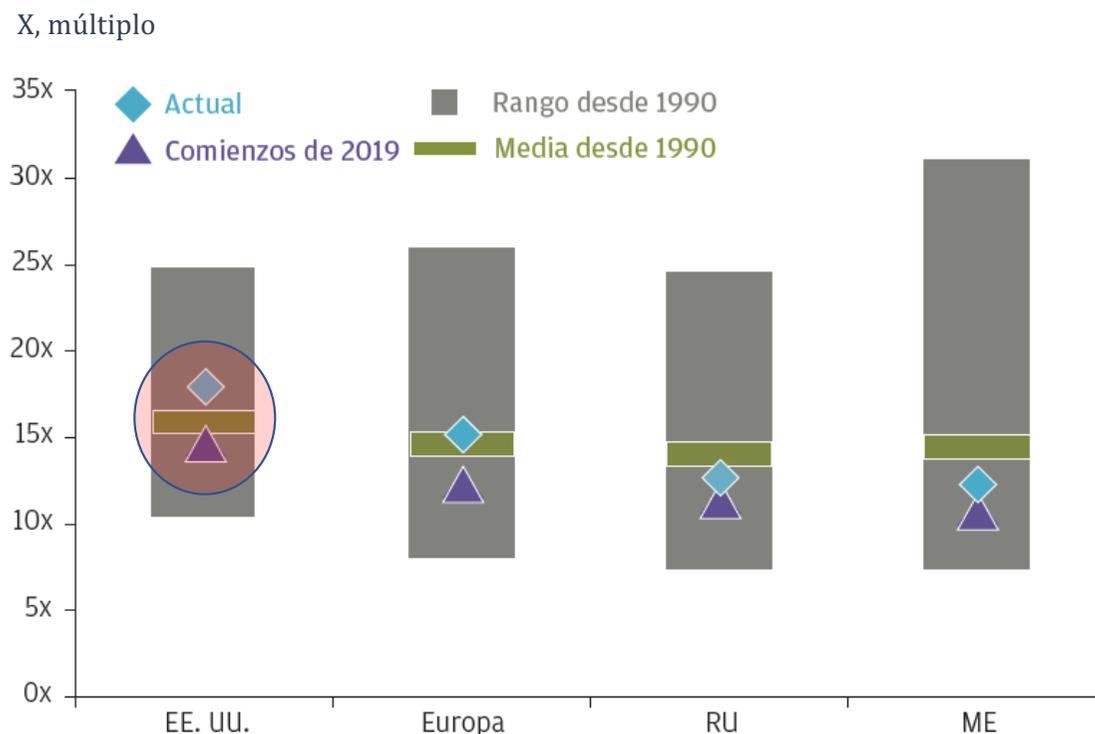
En el **mercado del crédito vemos una recuperación mucho más rápida** derivada de la nueva masiva intervención de los bancos centrales, mediante inyecciones de liquidez, que se traducirán en compra masiva de bonos en el mercado secundario, lo que ayudará a recuperar los precios pre-crisis.

No obstante, **esperamos default en varias empresas con categoría crediticia High Yield**, derivados de la complicada situación económica en la que se encontrarán durante la recesión. La caída de alguna de estas compañías hará que el precio del resto de empresas de igual rating caiga, generando pérdidas por precio en aquellos tenedores de bonos de compañías High Yield.



Valoraciones de los mercados de renta variable antes de la crisis en Italia.

Ratios globales de precios/precios a plazo



Antes de que la crisis se manifestase en Italia en febrero veíamos una sobrecompra tanto en EEUU como en Europa, más demostrada en USA, donde sus valoraciones en cálculos de PER estaban por encima de comienzos de 2019 e incluso de medias del periodo.

Fuente: (izquierda) IBES, MSCI, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Los índices MSCI se emplean para todos los países/regiones, excepto para Estados Unidos, representado por el índice S&P 500; (derecha) Bloomberg Barclays, BofA/Merrill Lynch, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Economic Research, J.P. Morgan Asset Management. GI Europa: Bloomberg Barclays Euro Agg. - Corporate; GI EE. UU.: Bloomberg Barclays US Agg. Corporate - Investment Grade; GI RU: Bloomberg Barclays Sterling Agg. - Corporate; alta rentabilidad Europa: BofA/Merrill Lynch Euro Non-Financial High Yield Constrained; alta rentabilidad EE. UU.: BofA/Merrill Lynch US High Yield Constrained; soberana ME (USD): J.P. Morgan EMBI Global. *Bandas y medias desde comienzos de 1990, salvo en los casos del GI de Europa y la alta rentabilidad de EE. UU., que son de noviembre de 1998 y enero de 2000, respectivamente. La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de resultados actuales y futuros. Guía de los mercados: Europa. Datos a 25 de noviembre de 2019.



Evolucion índices Chino y Japonés vs S&P500

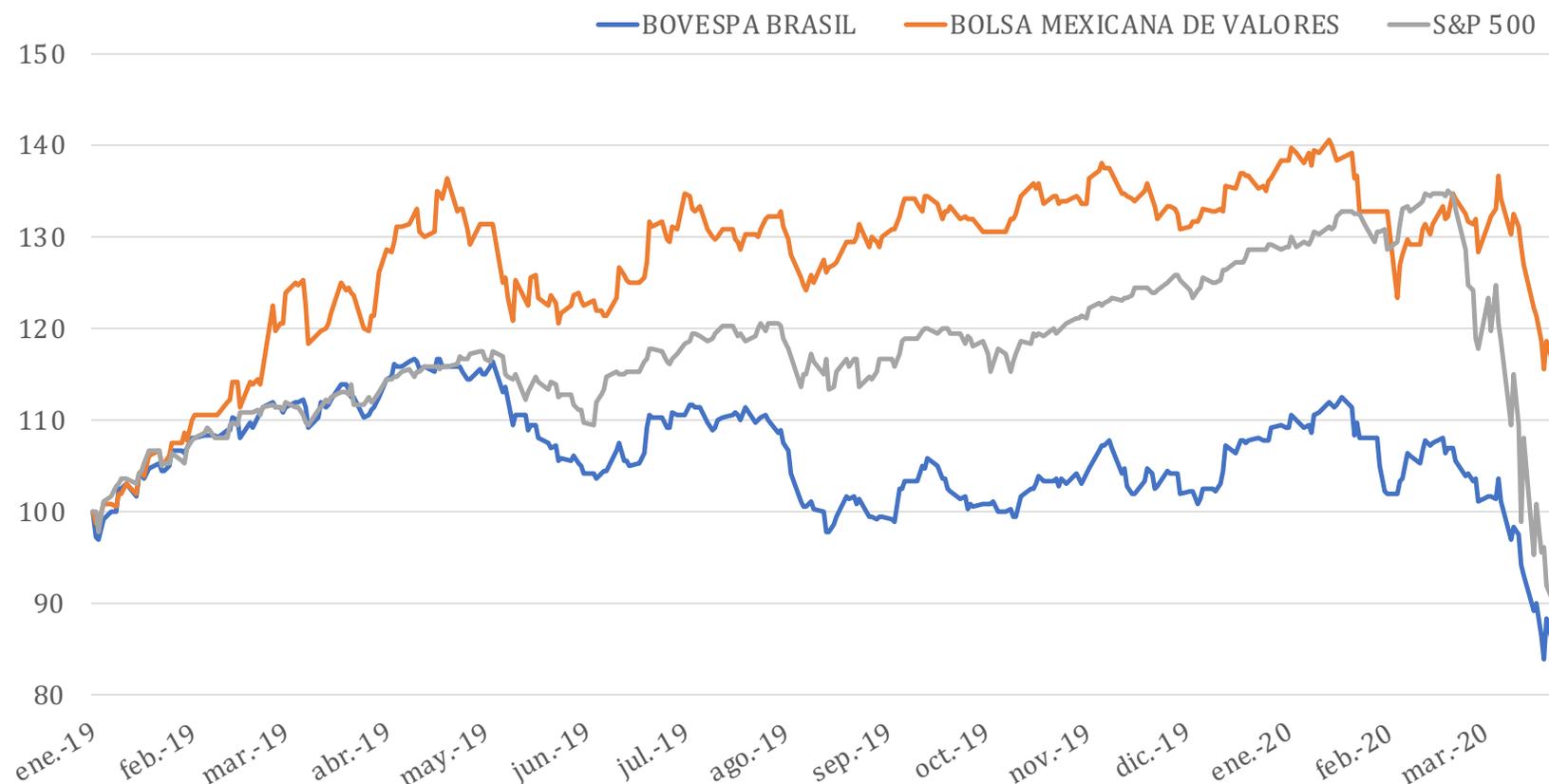
2019 - 2020 (BASE 100)



Las caídas de los mercados de valores chinos y japonés han sido mucho menores que las del S&P500 derivado de los inversores descontaban una menor sobrecompra que en USA y una mejor estrategia de sus gobiernos para atacar la crisis y salvar la economía productiva del país.



Evolución índices Latam vs S&P500 2019 - 2020 (BASE 100)



Escaleta de pérdida de valor para el accionista y acreedor de un banco

Ante la posibilidad de default de un banco lo primero que pierde valor es el pico de la pirámide, las acciones.

Detrás de ello, viene la conversión en acciones de la deuda subordinada, la conocida como CoCo (Colateral Convertible). Esta deuda es emitida con rango TIER2 por los bancos, por lo que ofrece una mayor rentabilidad, ya que en el caso que las acciones perdieran un determinado rango de valor, el emisor puede convertirla en acciones. Si se llega a tal necesidad, significará implícitamente que las acciones han caído muchísimo, por lo que el tenedor de dichos bonos perderá una gran parte del principal del valor que pago por el bono.

Así pues, habrá que limitarse a tener deuda subordinada de bancos con un altísimo nivel de capitalización, ya que solo estos soportarán.

