



**JVR INVEST**  
GET HIGHER

**MAYO 2020**

# Newsletter





## Mensaje del CEO

Estimados lectores,

Estamos pasando por acontecimientos históricos, nuestra generación nunca podría haber imaginado que esto sucedería con tal velocidad. La violencia de la conmoción económica es equivalente al período de las guerras mundiales. La oferta y la demanda han sido barridas en la mayoría de los países y el COVID 19 nos ha mostrado la fragilidad de ciertos modelos de crecimiento económico.

No fue el cisne negro de Nassim Taleb el que apareció, no, el cisne negro es impredecible. Algunos países de Asia se enfrentaron al brote de SARS en 2003. Estados Unidos tenía hasta 2018 un equipo especializado de respuesta a la pandemia que fue efectivamente desmantelado, con las consecuencias que conocemos hoy en día.

Si nos fijamos con frialdad en las cifras de los países que ya han experimentado una epidemia (Taiwán, Singapur, Corea del Sur) y los que han tenido gobiernos especialmente cautelosos, han logrado excelentes resultados en la contención de COVID 19.

La vida humana es un valor sagrado y su defensa, a cualquier edad, debe ser la única prioridad de los gobiernos y los organismos internacionales. En algunos países, los intereses políticos (y personales) de los gobiernos y sus actitudes en tiempos de confinamiento nos han mostrado algunas imágenes de autoritarismo que creíamos desaparecidas de nuestras democracias.

Esto no es, como algunos predicen, el fin del capitalismo, pero probablemente hay muchas preguntas que hacer sobre la gobernanza, la independencia en la producción de sectores estratégicos y la solidaridad entre nuestras generaciones.

Una crisis sanitaria debe tener una solución sanitaria: tratamiento y/o vacuna. El esfuerzo mundial para encontrarlo y los ensayos clínicos ya en marcha en Israel o el Reino Unido nos hacen ser optimistas para el otoño de 2020.

Esperamos que este boletín de noticias les encuentre a todos sanos y esperamos poder conversar con ustedes pronto.

Joaquín Vispe Roman

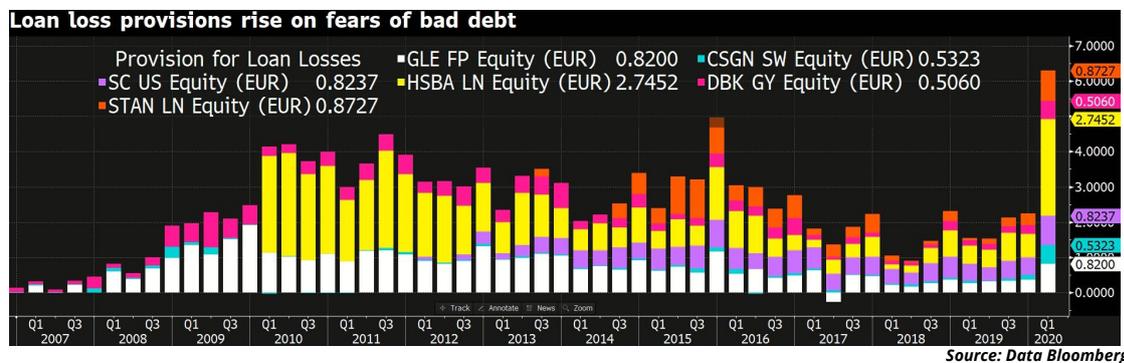


## I - Punto Macroeconómico

Vivimos en un tiempo sin precedentes, tanto en términos de salud como de economía. Los traumas causados por Covid-19 en la mente de los ciudadanos del mundo permanecerán para siempre y seguramente provocarán cambios en el comportamiento del consumo. Las fases de confinamiento generalizadas puestas en marcha por los gobiernos han ayudado a frenar la propagación del virus, pero también a parar la economía mundial.

Cada país tiende a vivir como puede la situación actual asumiendo sus propios problemas actuales, ya sea a nivel económico, político o social. Los modelos económicos que tengan más o menos propensión a depender de un sector de la economía como el turismo o la energía también debe gestionar el deterioro de su principal contribución a su PIB. Si a esto le añadimos la fuerte caída de la demanda mundial, la gestión del post-confinamiento se convertirá en una tarea cada vez más difícil para los gobiernos, y en Europa la Sra. Lagarde no podrá ayudarles. Sin una reforma fiscal sostenida, los países no podrán salir de la crisis en la que se hundan debido a la falta de medidas de estímulo eficaces.

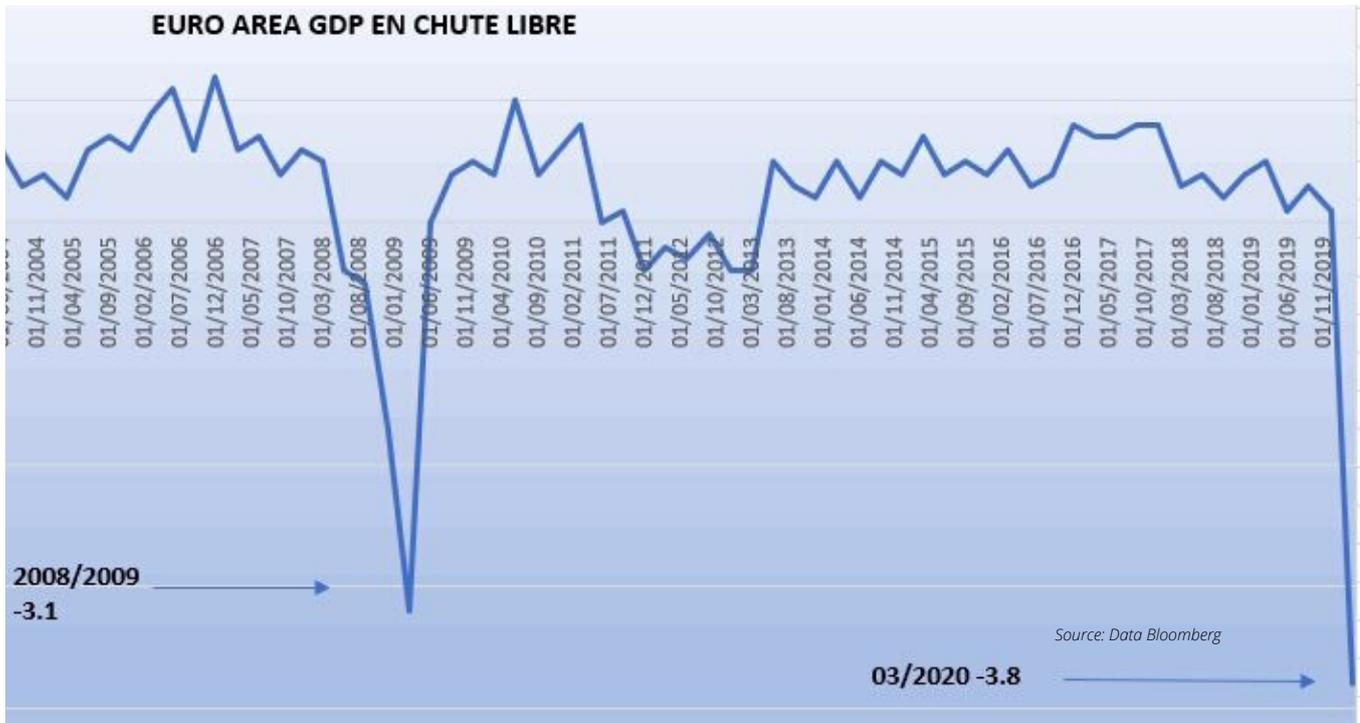
Se espera que las tasas de desempleo sigan aumentando rápidamente y algunas empresas pueden utilizar la situación actual para reducir su capacidad de producción y, por lo tanto, de personal. La luz al final del túnel todavía parece estar muy lejos, y aunque los bancos están mejor capitalizados que hace 10 años, las tasas de morosidad de los negocios y los hogares deberían obligarlos a constituir provisiones de manera creciente. El persistente entorno de tipos de interés bajos y la recesión que se avecina no van a mejorar las cosas para los Bancos que ya estaban luchando por ajustar su balance (Activo-Pasivo) antes de la pandemia.



En términos de riesgo país, los peores alumnos del cuarto trimestre de 2019 perseveran y registran la peor puntuación de riesgo al 30 de marzo de 2020. Con España e Italia a la cabeza, seguidos de cerca por Francia. Es cierto que con la cifra de -3,8 % para el crecimiento de la Eurozona, la clasificación se realiza rápidamente entre los alumnos buenos y los malos. Puede apreciar estas diferencias en los gráficos de la página 4.

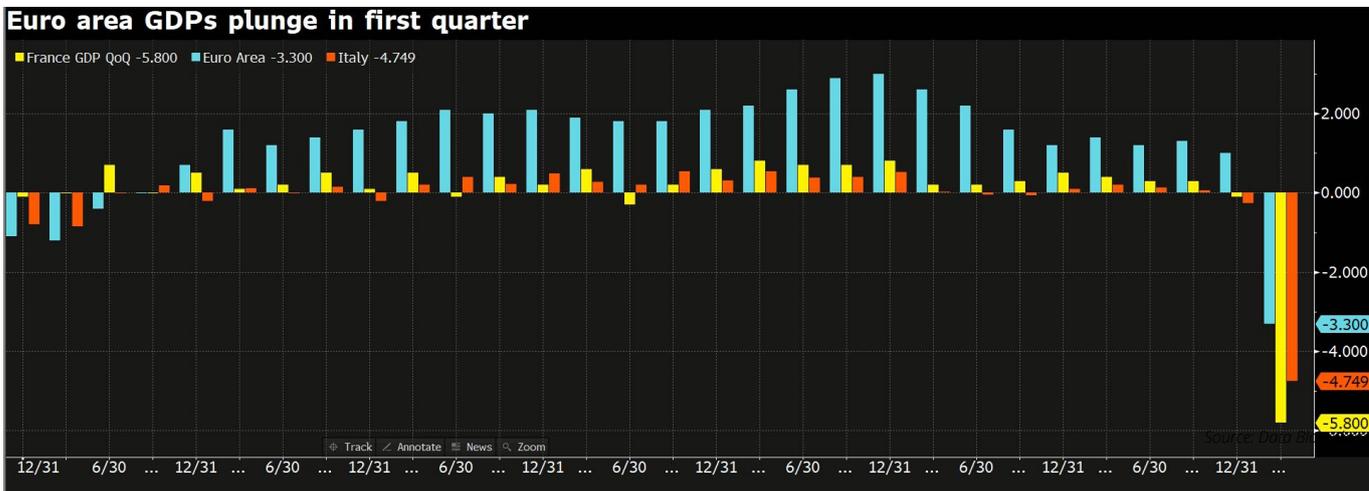


**JVR INVEST**  
GET HIGHER



Source: Data Bloomberg

## EURO AREA GDP/ France/ Italy



Source: Data Bloomberg

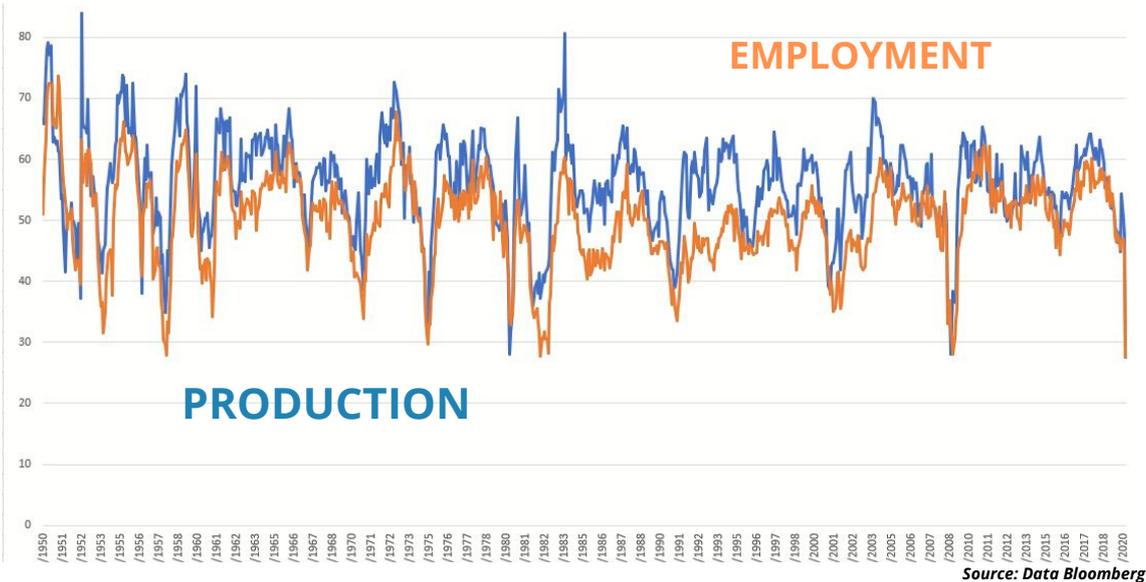
### Best & Worst Performing Countries By Risk Score





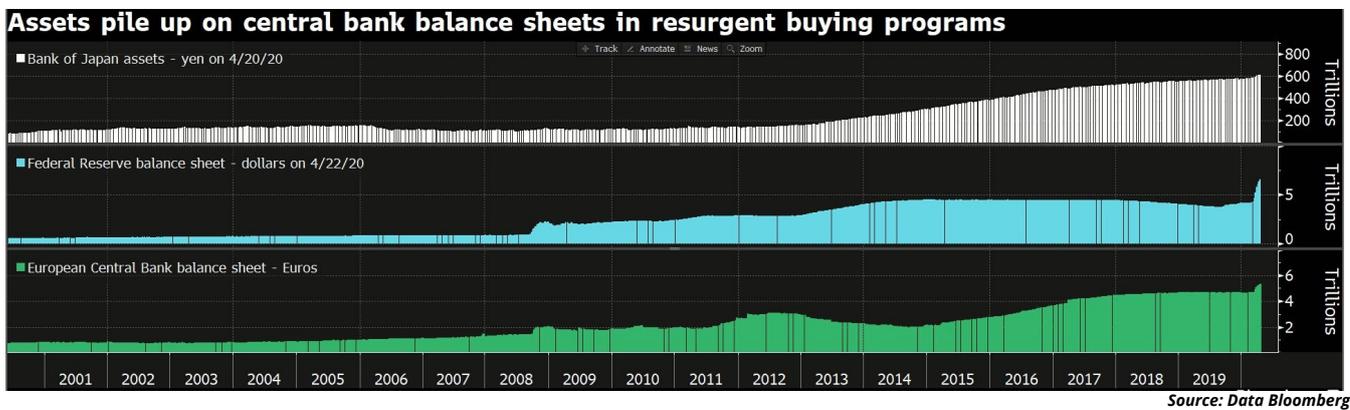
Al otro lado del Atlántico, el brote de Coronavirus llegó más tarde, pero eso no impidió que Estados Unidos publicara uno de sus peores NAPM índices de producción (ISM) en su historia. Era necesario volver al 30 de junio de 1949 para presenciar tal caída. El índice empleo sigue estando muy correlacionado con este último y lo sigue a un nivel récord. La última vez que apareció este tipo de configuración, costó al menos 3 trimestres volver a la normalidad, lo que augura una recuperación en forma de U en lugar de una recuperación en forma de V.

### ISM PRODUCTION /EMPLOYEMENT



La fase de recesión que está experimentando Estados Unidos no tiene precedentes y su violencia es tal que incluso la Fed tuvo que activar rápidamente la imprenta de billetes. La Fed supervisa de cerca la evolución de la economía estadounidense para que no falte liquidez y que no se produzca escasez en un momento dado.

En esta situación de emergencia extrema, los bancos centrales actuaron prácticamente todos de manera sincronizada. Los programas de apoyo a través de la compra de deuda pública e incluso a empresas ayudaron a calmar la "crisis de liquidez" en el crédito en abril. Como resultado, los balances del banco central se están moviendo en una zona de récord con billones de dólares, yenes y euros adicionales. Desde 2008, los bancos centrales casi han triplicado su participación en activos, como se muestra en los gráficos siguientes.



La verdadera pregunta es: ¿seremos capaces de ver unos mercados financieros libres para reaccionar de forma independiente sin un hiperintervencionismo por parte de los bancos centrales?

## II - Renta Fija.

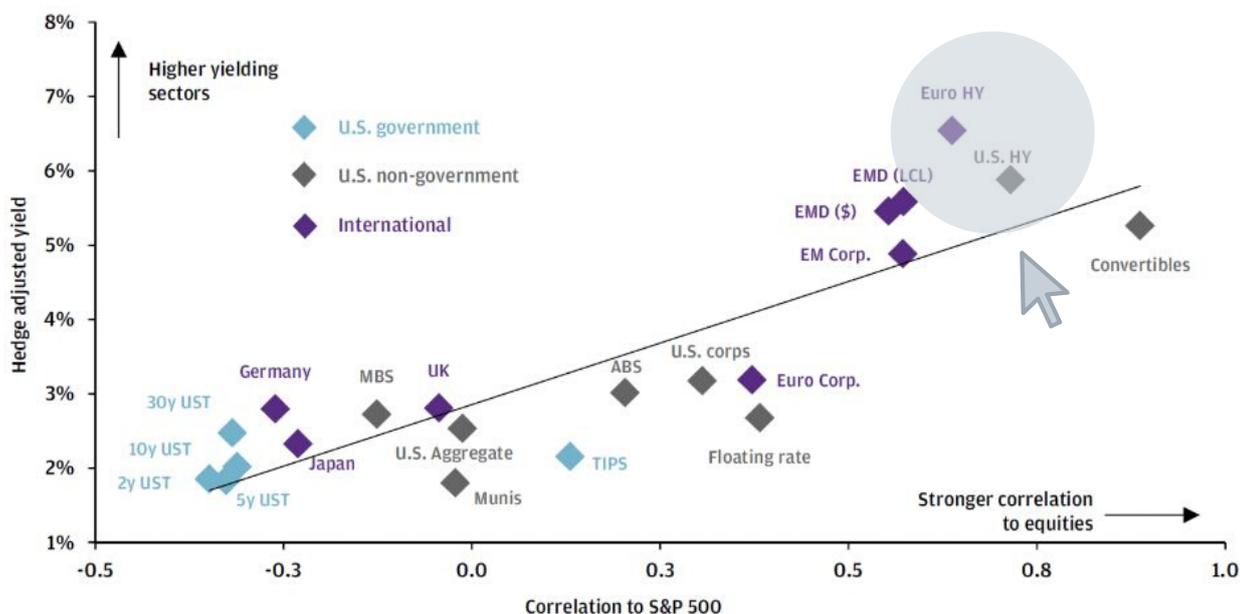
La rápida aplicación de una política monetaria global y sincronizada en respuesta al Covid-19 ayudó a calmar el cataclismo que experimentó el mercado de la deuda a finales de marzo/principios de abril. La economía sigue en cuarentena con las consecuencias que estamos experimentando ahora en el mercado de la deuda.

Seguimos favoreciendo a emisores de muy buena calidad y a empresas líderes en su sector. Siempre es importante no correr detrás de los bonos de alto rendimiento (HY) al final del ciclo económico, especialmente en una situación como la actual, porque el apalancamiento financiero de las empresas se vuelve insostenible, lo que tiene como consecuencia caídas de rating en cascada por parte de las agencias de valoración.

Recuerden que el problema principal ya no es si el desconfinamiento tendrá lugar o no y cuándo, sino para estimar cuándo volveremos al nivel diario de actividad anterior a la crisis. Especialmente en los Estados Unidos donde el consumidor estadounidense no sólo tiene papel clave en el PIB de los Estados Unidos, sino también en el PIB global. El riesgo es que los bonos High Yield, para algunos sectores, nunca vuelva al nivel de demanda anterior a la crisis y que las tasas de morosidad hagan que las calificaciones se acerquen a los bonos basura.

Sabemos que el compartimiento de alto rendimiento está altamente correlacionado con los mercados de renta variable, especialmente las clasificaciones BB, que tienen una mayor probabilidad de incumplimiento. Los sectores que sobreponderamos hoy en día son los servicios públicos utilities, la tecnología y el consumo no discrecional.

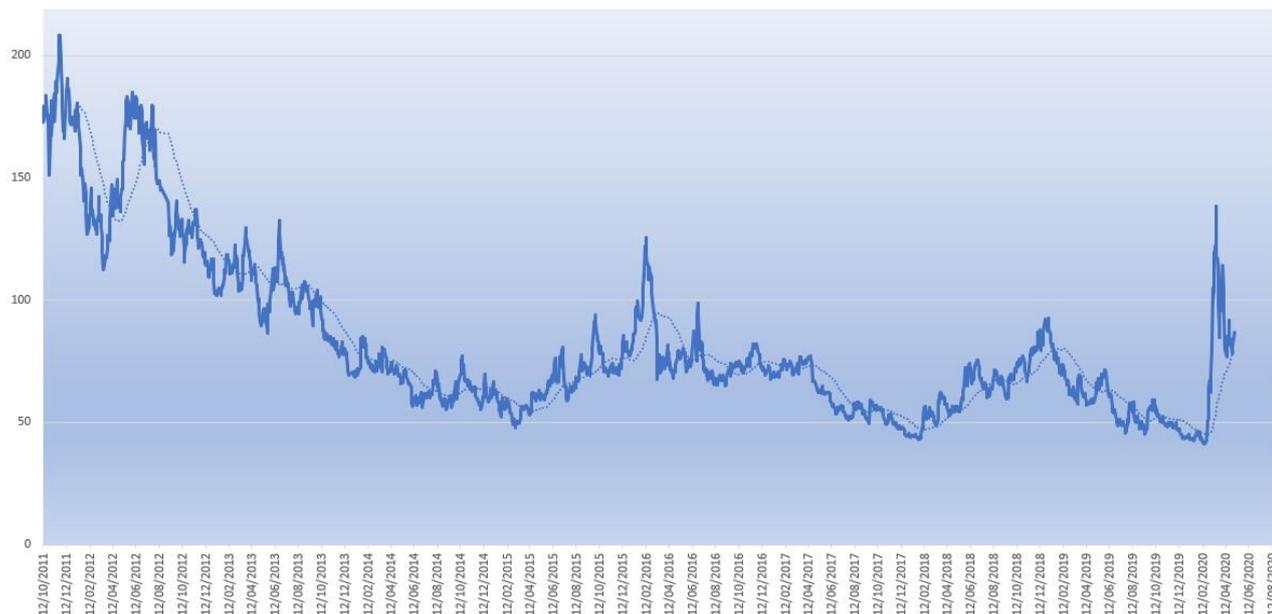
EXHIBIT 2: Correlation of fixed income sector vs. S&P 500 and yields





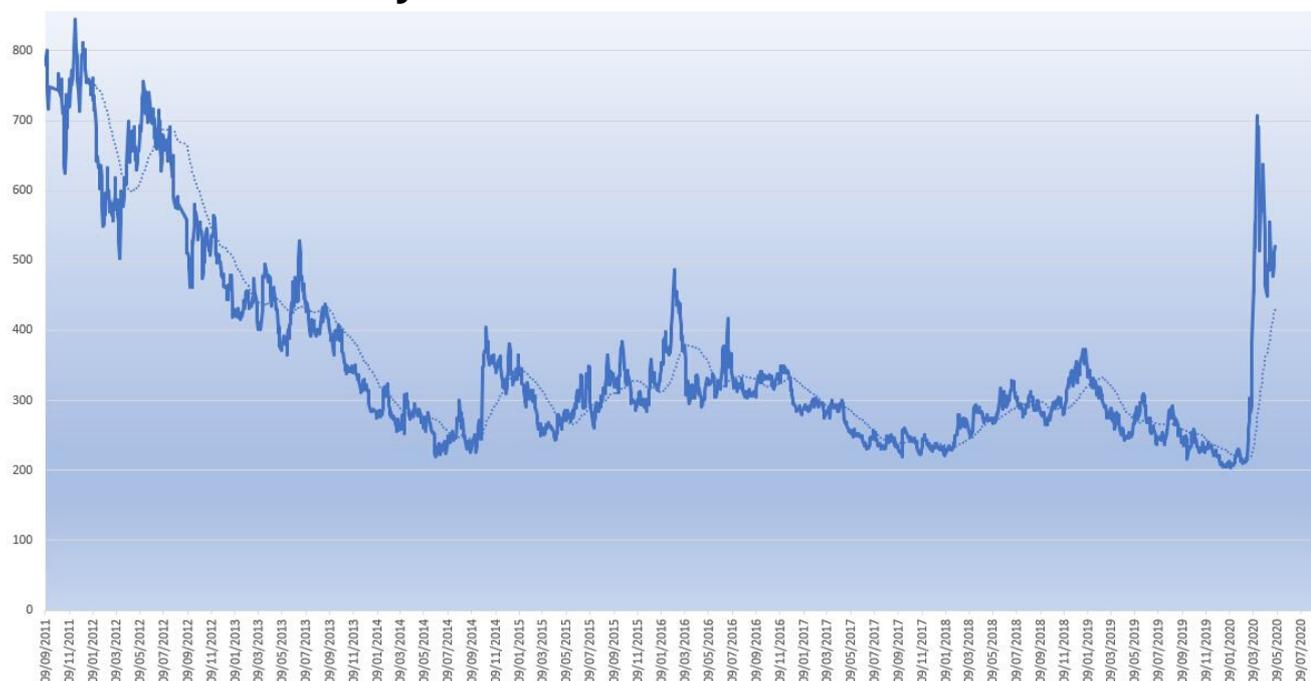
**JVR INVEST**  
GET HIGHER

## Itraxx Main EUR 5y



La disposición de los gestores a recurrir al Investment Grade IG se refleja claramente en el Itraxx Main 5y (gráfico anterior) que confirma nuestro escenario de asignación. Por otro lado, el Xover 5y Euro se ha ajustado pero no con la misma amplitud ya que este último se mantiene por encima de su alcance de los últimos 5 años reflejando la aversión de los inversores al riesgo en este tipo de segmentos, prueba de que el compartimento de alto rendimiento HY tendrá una recuperación mucho más larga que la del grado de inversión IG.

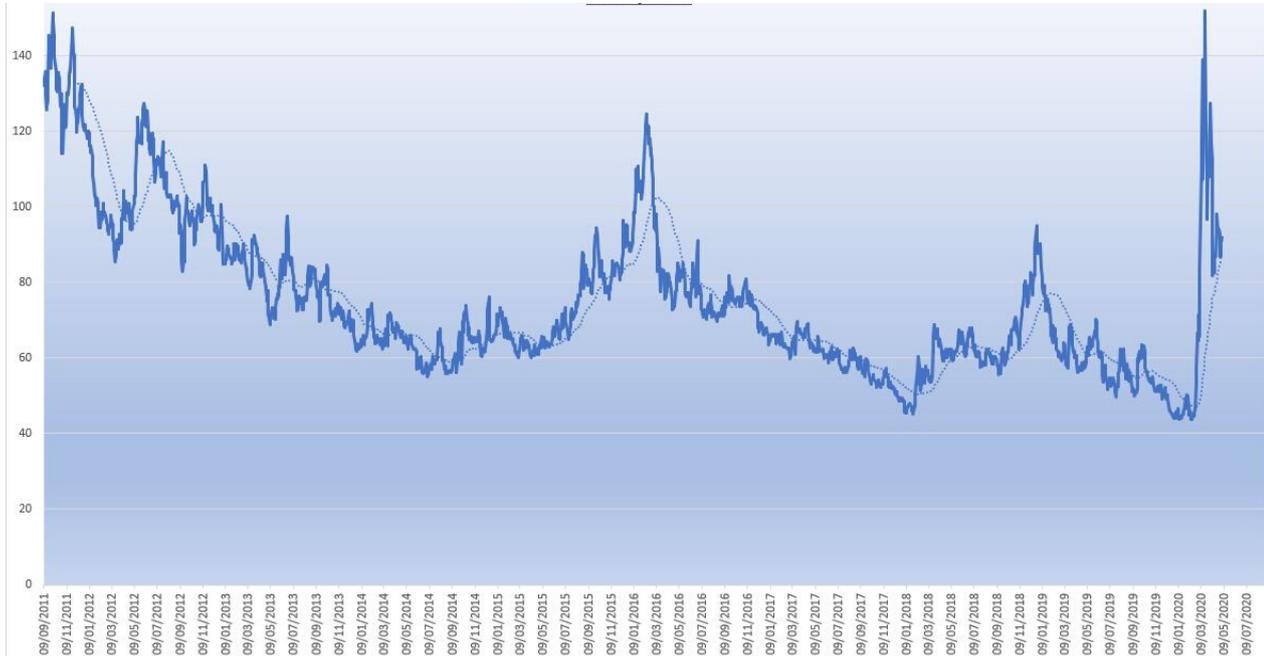
## Itraxx XOVER EUR 5y





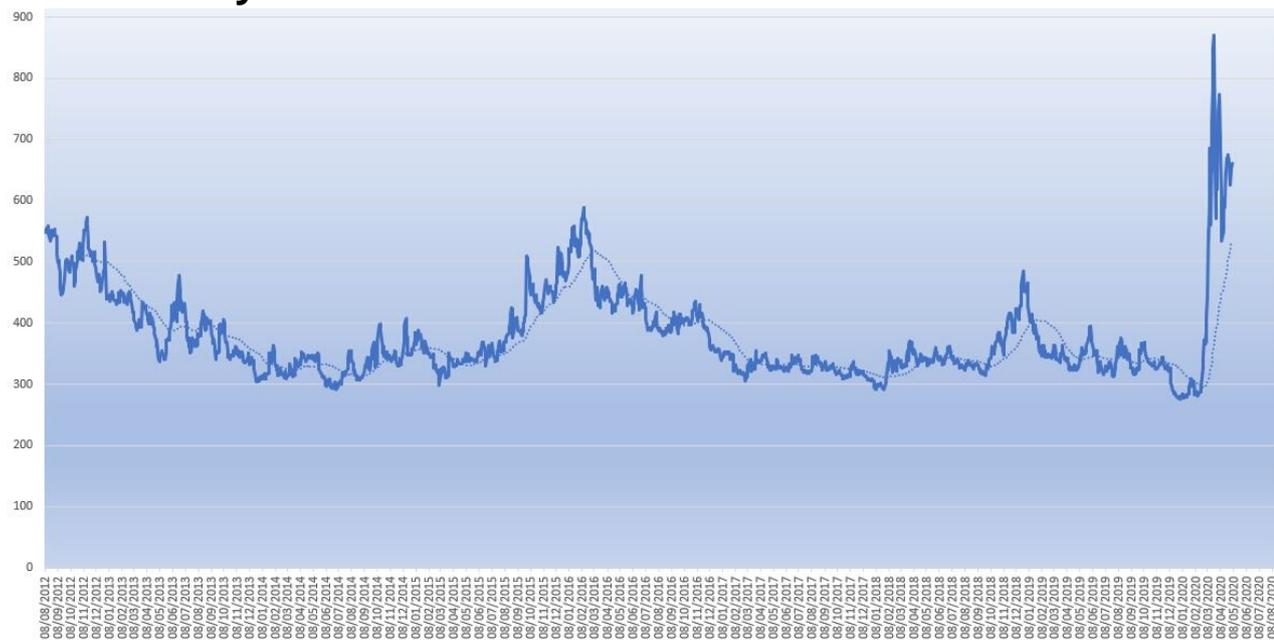
**JVR INVEST**  
GET HIGHER

## US CDX Main 5y



Un escenario similar es identificable al otro lado del Atlántico con un CDX Main5y que ha caído cerca de sus niveles de septiembre de 2019, mientras que la categoría de HY sigue bajo presión a pesar de la reciente intervención de la Fed.

## US CDX HY 5y



### III- Energía

Las consecuencias de la situación histórica que estamos experimentando actualmente son totalmente desconocidas. Descubrimos algunas de ellas a lo largo de estos últimos días, como la entrada en territorio negativo del WTI (índice de petróleo de Texas) en su roll mensual. De hecho, el "super contango" generó apetencia entre los comerciantes físicos que se apresuraron a comprar barriles baratos para almacenarlos y revenderlos en junio. Desafortunadamente, las capacidades de almacenamiento ya estaban saturadas y los comerciantes no tuvieron más remedio que revender urgentemente sus compras de contratos con lo que vimos el precio del petróleo por debajo de 0 por unos momentos.



No se espera que la situación que estamos experimentando continúe con el tiempo y mantenemos nuestra opinión neutral/positiva sobre el oro negro a medio plazo con un objetivo entre \$30/35 para Brent y 25/30 para WTI. De hecho, China, que estaba confinada mucho antes de Europa y Estados Unidos, está empezando a aumentar de nuevo su capacidad de refino, a diferencia de su contraparte estadounidense, que se encuentra en un mínimo casi histórico.

#### China Shandong refinery utilization



#### U.S. refinery utilization

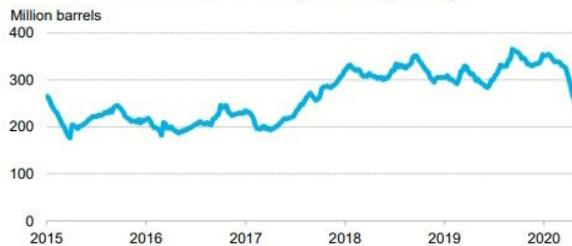




**JVR INVEST**  
GET HIGHER

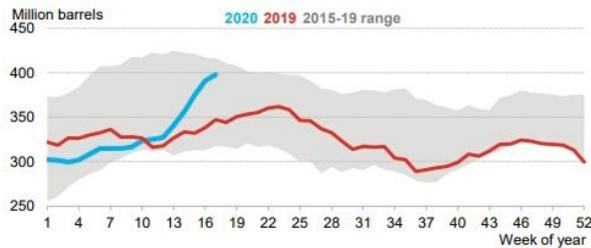
Por lo tanto, se espera que la capacidad de almacenamiento comience a disminuir también después de alcanzar un récord a mediados de abril. Está muy claro que la curva de almacenamiento está demasiado empinada en relación con su curva de estacionalidad.

### U.S. crude oil stocks: spare capacity



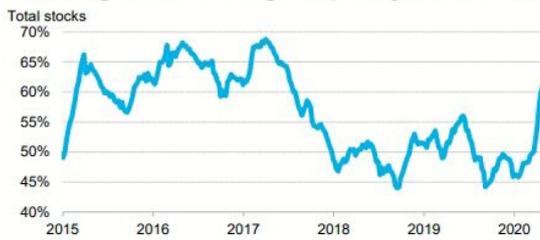
Source: EIA

### U.S. crude oil stocks: seasonal



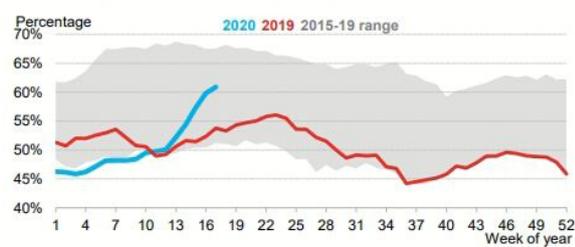
Source: EIA

### Working crude storage capacity filled: historical



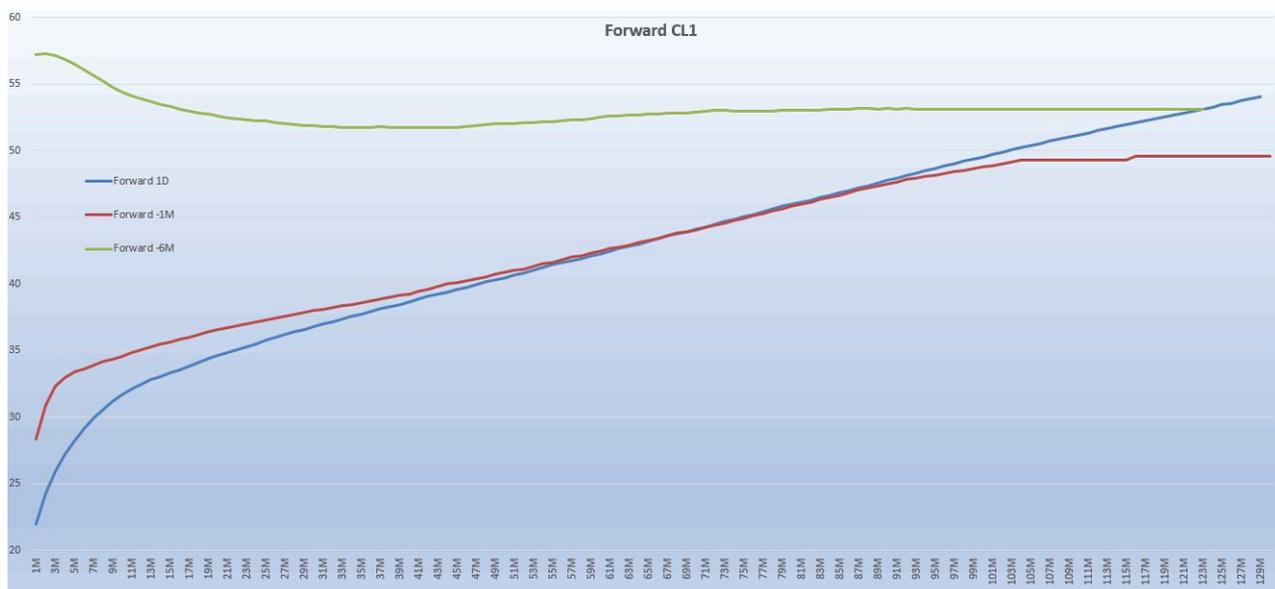
Source: EIA

### Working crude storage capacity filled: seasonal



Source: EIA

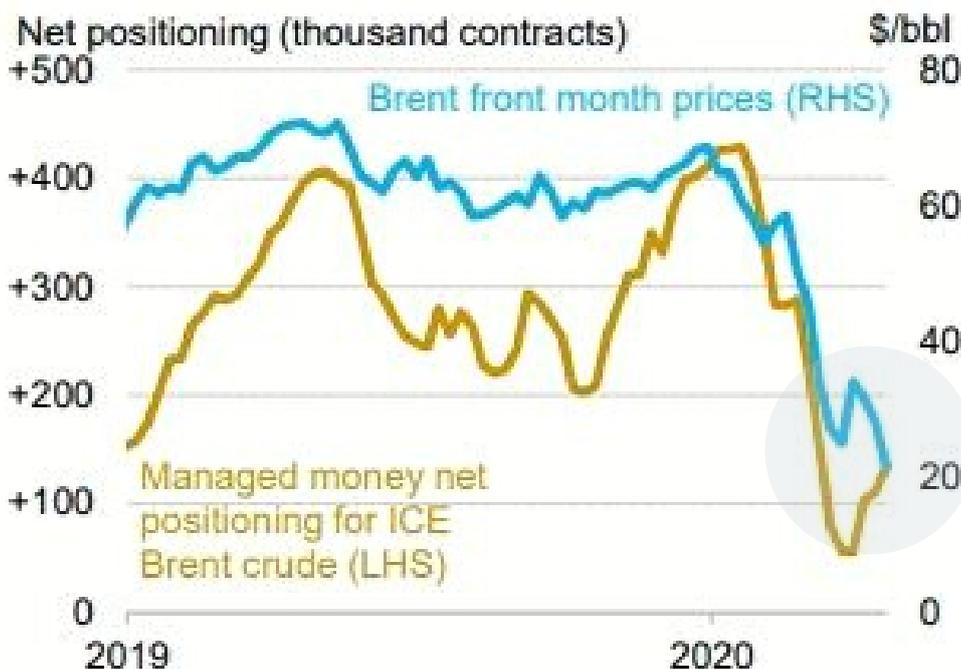
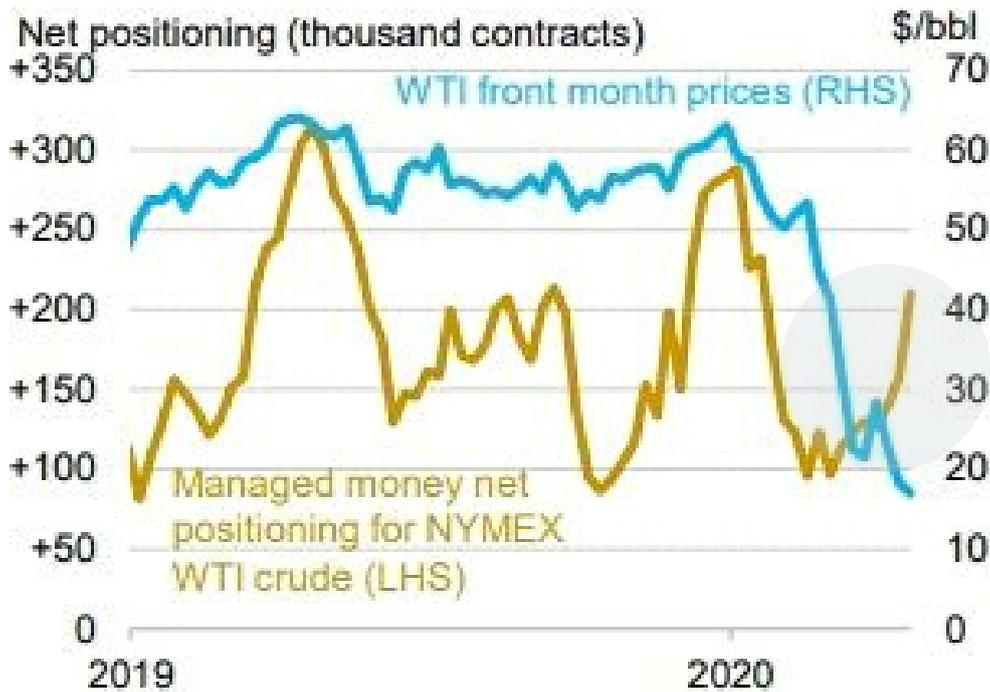
Dada la situación actual, los próximos plazos de mayo a junio podrían experimentar la misma configuración que en abril con una caída por debajo de 0 menos probable durante el lanzamiento de la próxima fecha límite. El Contango presente en los vencimientos de 3/5 meses sigue siendo muy empinado como se muestra en el gráfico de abajo.





**JVR INVEST**  
GET HIGHER

Pero no son sólo los comerciantes físicos los que piensan que el petróleo aumentará. Los gestores de dinero también se están posicionando para comprar a los precios actuales con una señal alcista bastante grande en el corto plazo como se muestra en los dos gráficos a continuación, uno en WTI y el otro en Brent

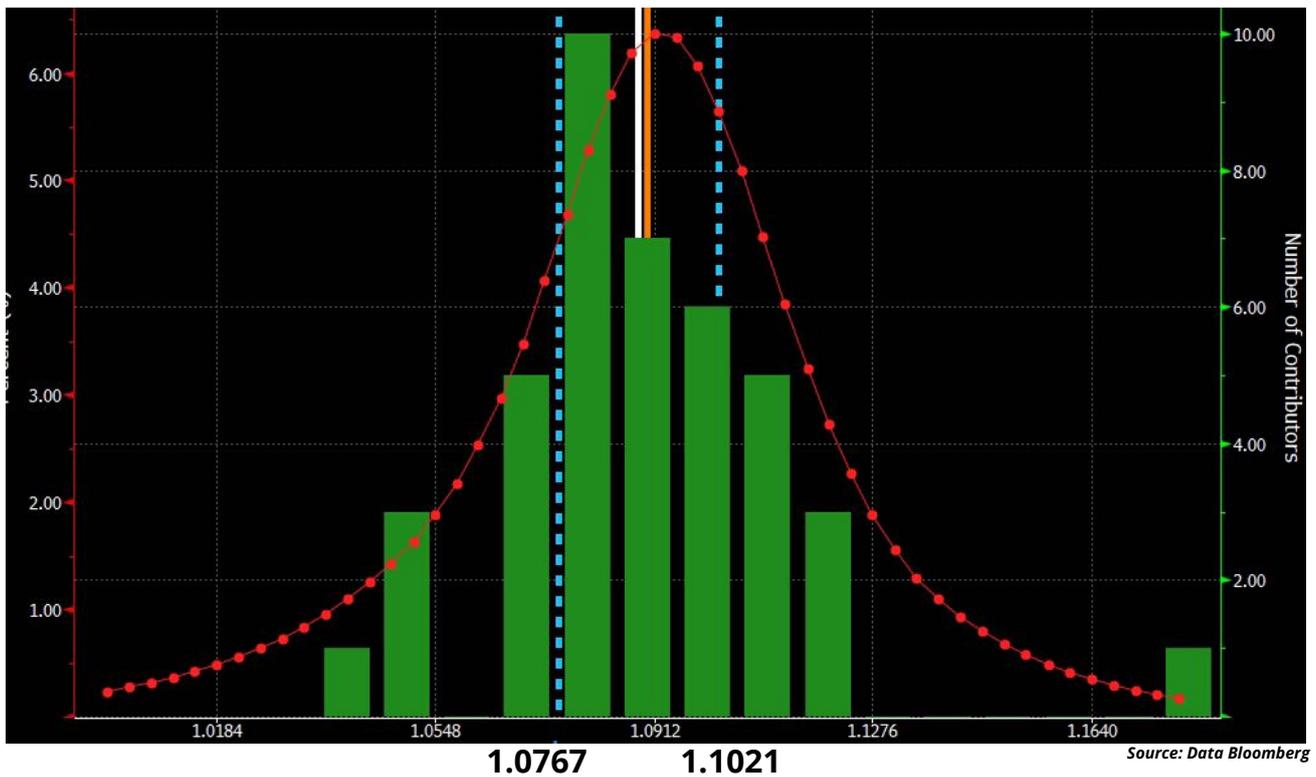




JVR INVEST  
GET HIGHER

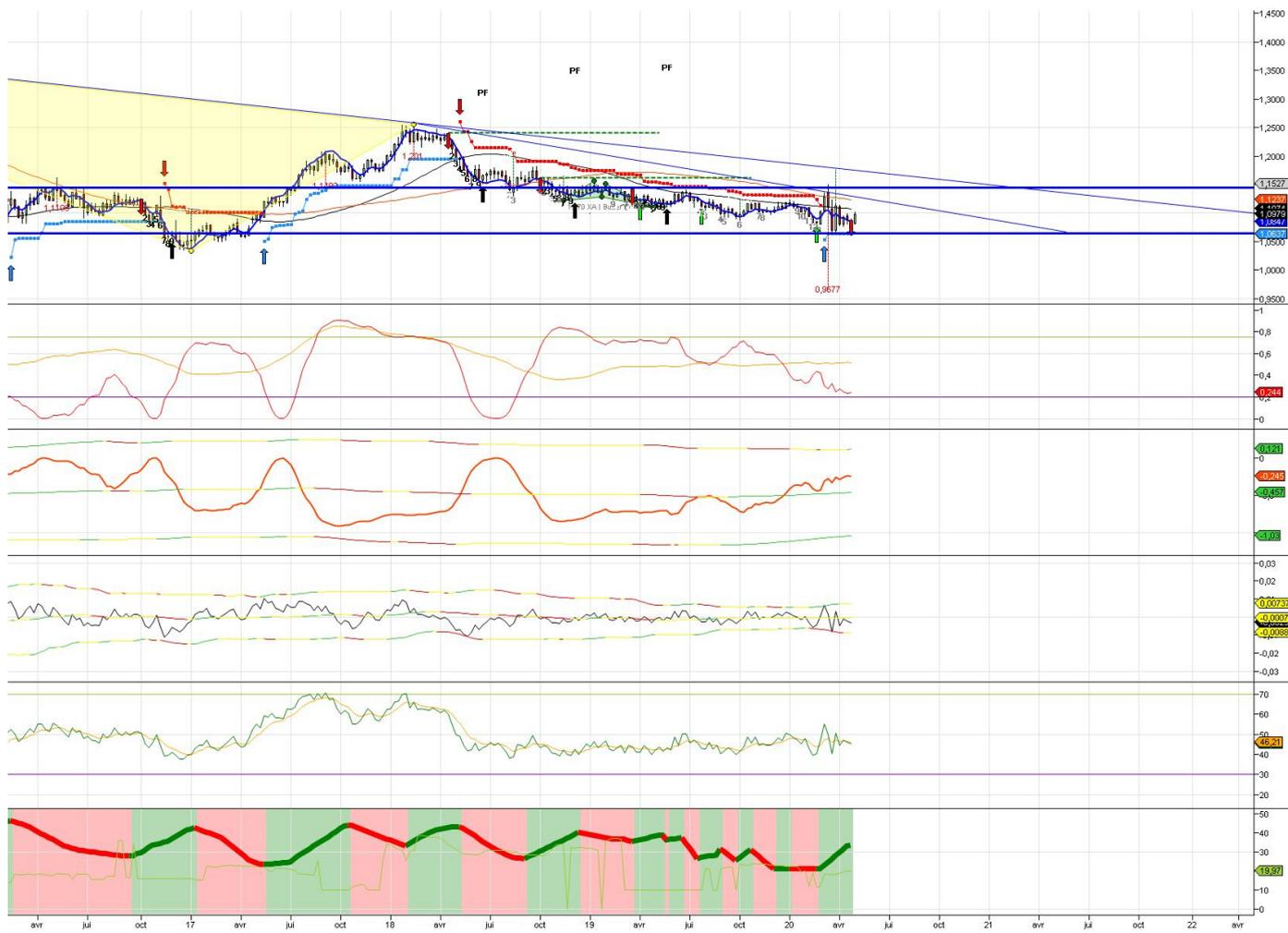
## IV - Forex

El EURUSD ha estado experimentando una volatilidad bastante significativa durante los últimos dos meses. Los grandes movimientos se producen al ritmo de las acciones de los bancos centrales y con los anuncios de estadísticas económicas nunca antes vistos. En este contexto, se espera que el dólar continúe fortaleciéndose a corto plazo con un objetivo inicial de 1.0767 en las próximas semanas. Las consecuencias de las sucesivos confinamientos deberían penalizar el crecimiento de los países confinados, así como los resultados de las empresas. Si las estadísticas del primer trimestre son terribles, creemos que las del segundo trimestre definitivamente podrían romper récords..





Así que seguimos siendo positivos con el dólar con un punto de inflexión en 1.1065 que invalidaría nuestro escenario a corto plazo



## Disclaimer

Esta Newsletter está dirigida a inversores cualificados, no constituye una propuesta comercial o un incentivo para comprar los productos mencionados. El objetivo de la Newsletter es informativo y poder ayudar a los inversores a tomar sus propias decisiones. Esta carta no puede ser reproducida y divulgada sin el permiso de © JVRINVEST

Nuestra asignación táctica para la primera parte de 2020 ha sido modificada:

Clase de activos	Negativo	Neutral	Positivo
Acciones EE.UU.			
Acciones Europa			
Acciones Emergentes			
Bonos			
Oro			
Petróleo			
Real Estate			