

Estimados clientes,

Le enviamos nuestra Newsletter de marzo de 2020,

I Punto Macroeconómico.

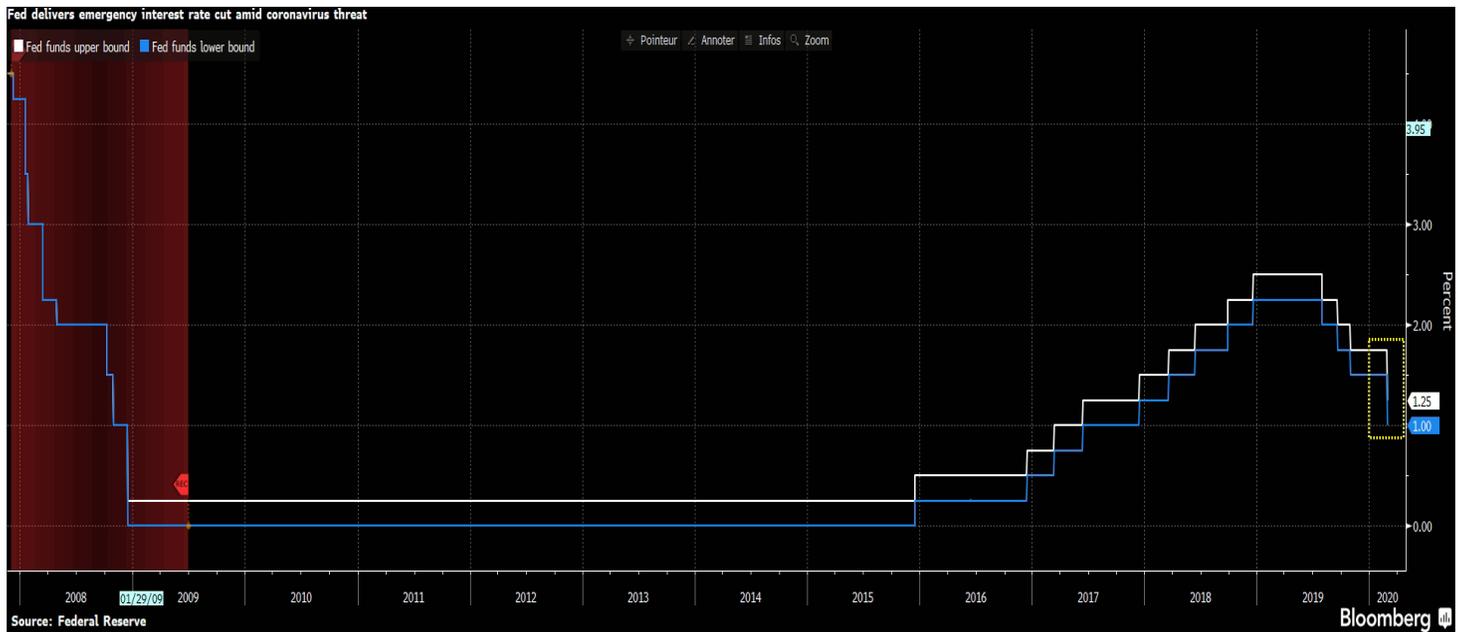
Este mes de febrero de 2020 pasará a la historia de los mercados financieros como el que dio más escalofríos a los inversores y también a los gestores de las instituciones bancarias. La fase de reducción de apalancamiento de la última semana de febrero fue de una intensidad rara vez vista. Hay que remontarse a 2008 para presenciar tal debacle con este nivel de persistencia. Ni siquiera el oro resistió, ya que cedió el 3% el viernes 28 de febrero. Algunos analistas achacan la disminución del precio de los metales preciosos a una venta forzada para hacer frente a importantes "margin calls".

El crédito también fue atacado principalmente por el lado del Alto Rendimiento (BB/CCC-) con diferenciales violentos tan rápido que era difícil encontrar un Market-Maker que estuviera dispuesto a comprar papel o al menos que ofreciera alguna oferta. Esta crisis de liquidez ha ayudado a crear brechas significativas en la bajada retroalimentando los movimientos de ventas. Por otra parte, el Itraxx Xover puede dar fe de esto con un aumento de casi 80bps en la semana. El Investment Grade sufrió menos, pero también experimentó algunas bajadas, el Itraxx Main va de 45bps a 66bps.

Esta ola de pánico de una semana ha comprimido obviamente la parte larga de la curva en Estados Unidos y Europa. Con el fin de aliviar un poco la presión a la baja, los bancos centrales deben actuar de nuevo para tranquilizar a los mercados y restaurar la liquidez. Los próximos discursos serán decisivos y podrían ser las claves para el próximo trimestre.

El status-quo de la Fed, a principios de año previsto por todos los analistas, ha sido completamente revisado ya que en el momento en que se redacta este texto la Fed aplica, en modo de "emergencia", una bajada de tipos de 50 bps a 1.25%.

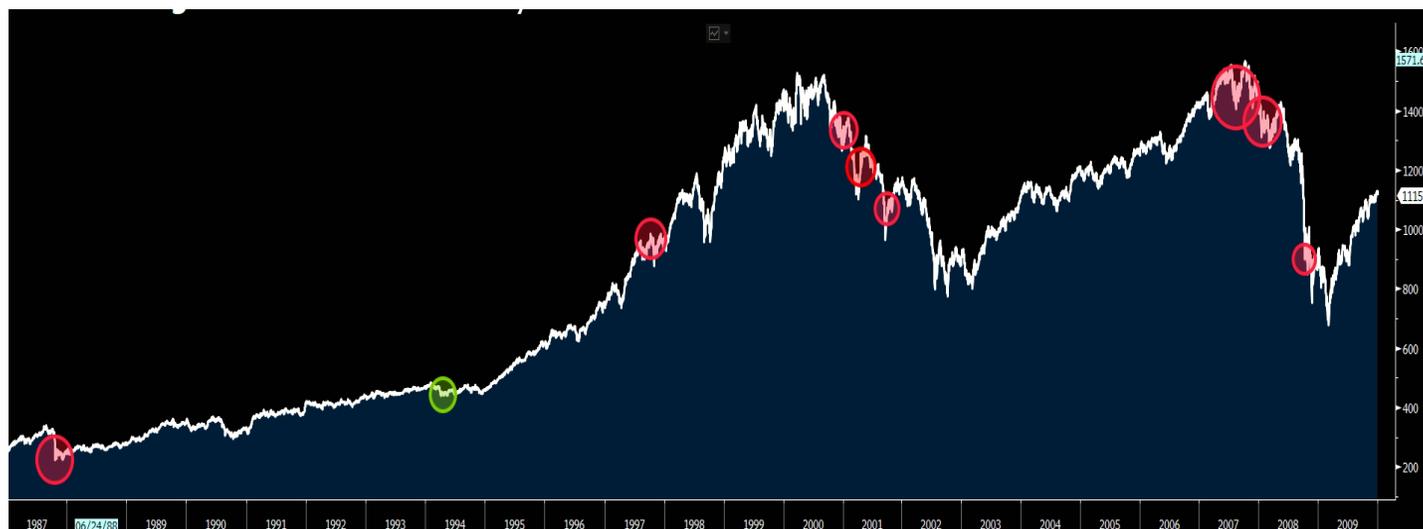
1





JVR INVEST
GET HIGHER

Este recorte de tasa es el mayor recorte de tasa desde 2008 y el noveno recorte de tipos de emergencia en la historia.

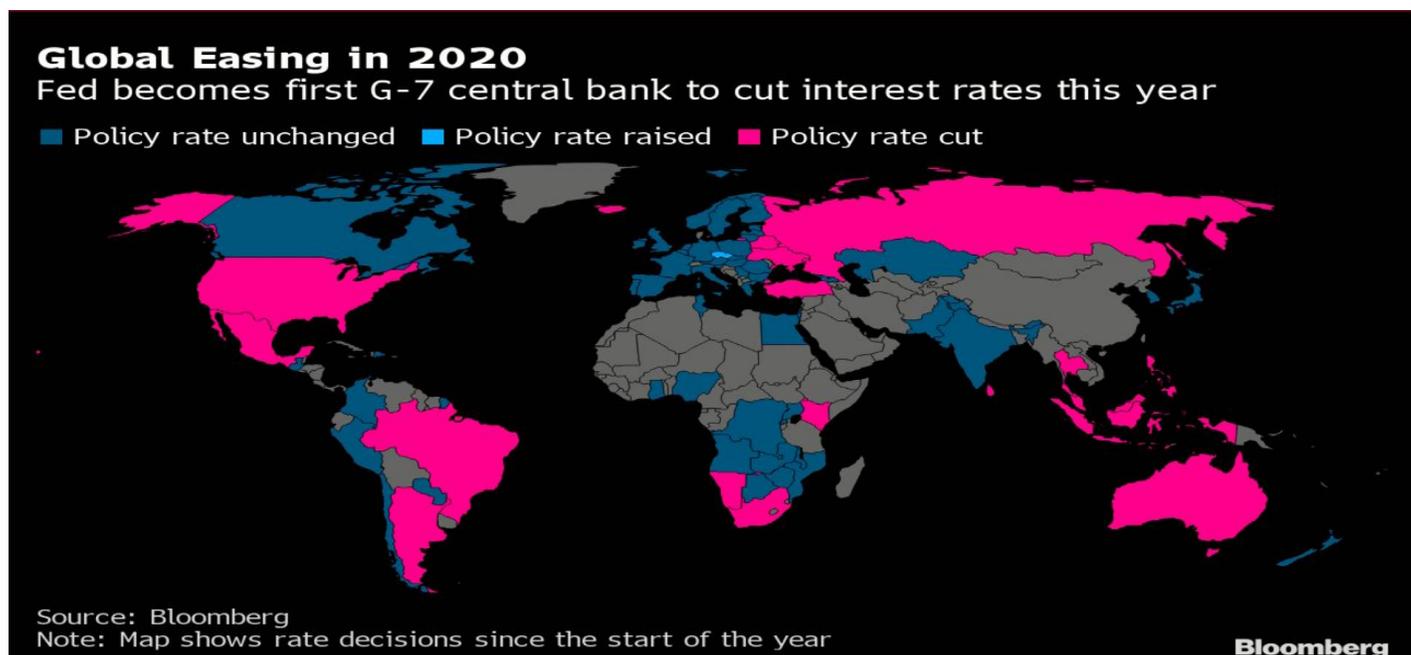


Durante la crisis de la TMT (Tecnología, Medios de Comunicación, Telecomunicaciones), la Fed ya había intervenido para permitir que los mercados se recuperaran, pero cada vez el rebote alcista era efímero y los tipos de interés eran mucho más altos. Un escenario similar es identificable en 2007/2008 (Bear Stearn y Lehman Brothers).

Pero hoy en día con las tasas que convergen a niveles extremadamente bajos se puede cuestionar la eficacia de una maniobra de este tipo.

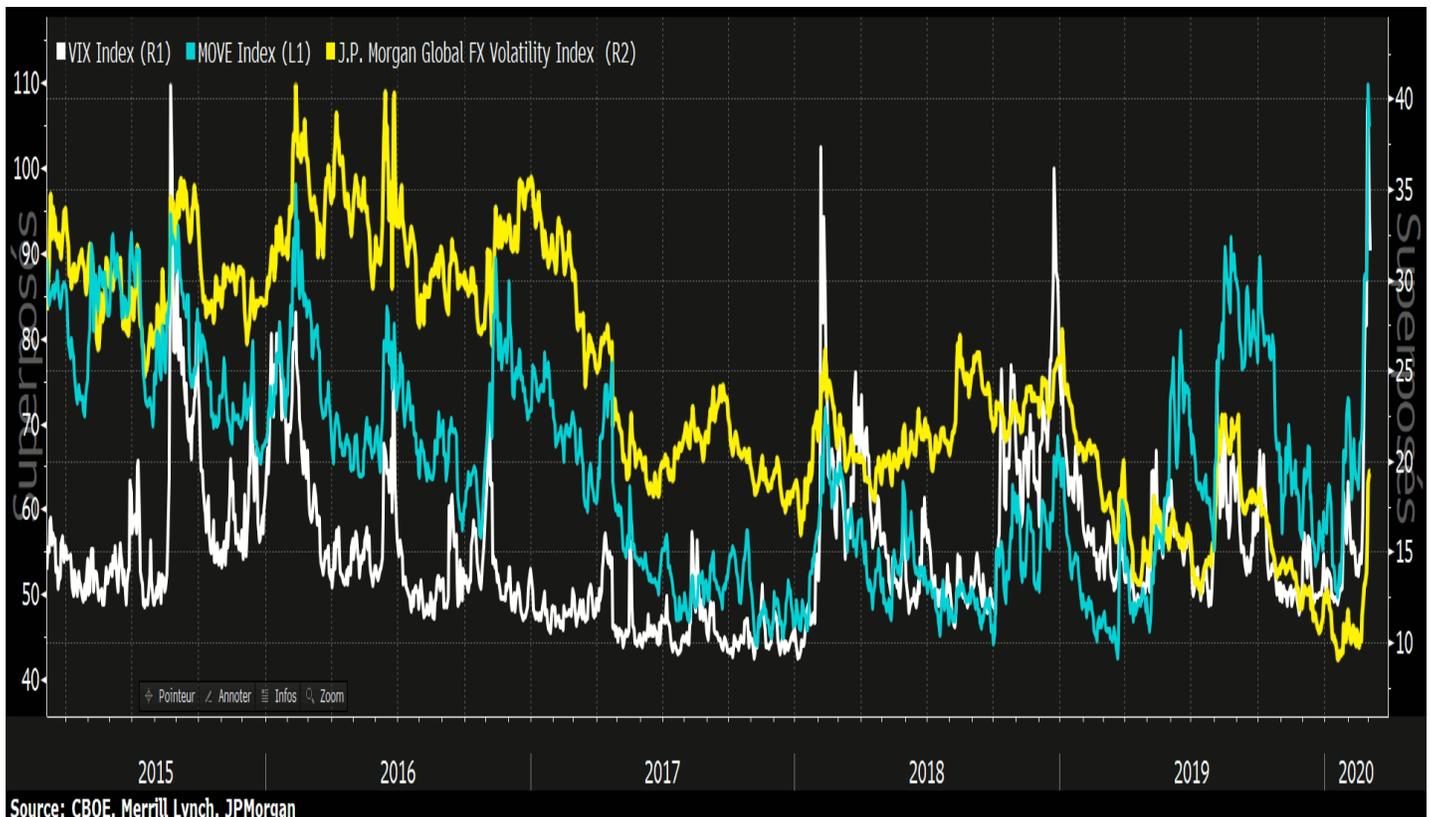
Si bien el G-7 todavía no está de acuerdo en las medidas que deben tomarse, como de costumbre, la Fed ha logrado causar un electrochoque en los mercados, mientras que otros bancos centrales ya habían actuado como el banco central sudafricano o del banco central Australiano.

2





La volatilidad, como el Coronavirus, se está extendiendo gradualmente a todas las clases de activos, como se muestra en el gráfico siguiente. La persistencia de alta volatilidad (VIX 21) refleja claramente una preocupación más profunda que sólo la expansión de Coronavirus. Creemos que sólo un retorno por debajo del umbral de 21 en el VIX daría lugar a una nueva fase de compras en los mercados.





II Renta Fija

Durante esta “Semana Negra” de finales de febrero, las ventas para evitar el riesgo han sido tan brutales que el rendimiento de los 10 años Estados Unidos nunca había alcanzado los niveles cercanos al 1,07%. Podría muy bien caer por debajo del umbral psicológico del 1% a corto plazo, mientras persista la incertidumbre sobre coronavirus y su impacto en la economía global.



4

El sector High Yield, que tiende a reaccionar como las acciones, ha caído también durante la semana ofreciendo para algunos una fase de la caza de gangas. El índice Itraxx Over cayó 82bps en 5 días. El cruce de la media a largo plazo a 200 días a 242 días sugiere una reversión de la tendencia para el alto rendimiento europeo.



Lo mismo ocurre con los bonos de alto rendimiento al otro lado del Atlántico, el CDX HY 5y, que sufrió importantes ventas con un diferencial superior a 380bps el 28 de febrero.



5

III - Sector Energético

Mencionábamos en nuestra carta anterior que un shock más pronunciado en la demanda podría conducir a una rápida disminución en el precio del oro negro. WTI ha tocado un máximo de \$44.76 el 28 de febrero de 2020. Desde entonces, se ha producido un salto "técnico" sin volver a poner en marcha la actual tendencia a la baja.

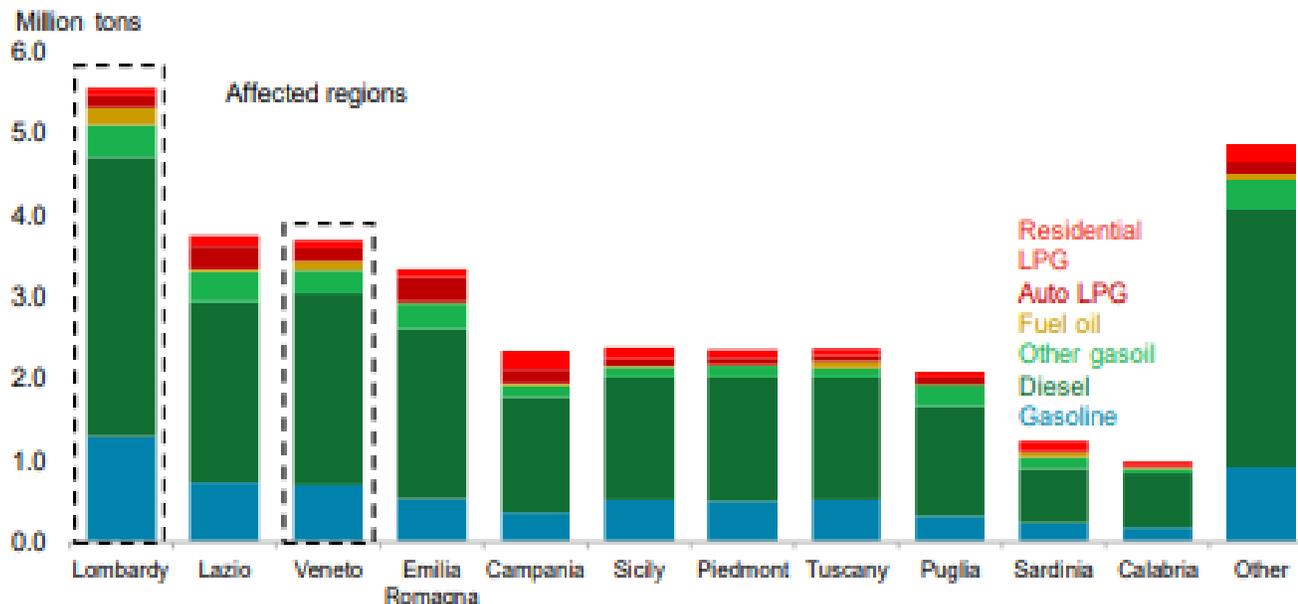
La esperada reunión de la Opec el jueves 5 y el viernes 6 de marzo en Viena puede ser anunciadora un cambio de tendencia. Si en la reunión, los mayores productores lograrán llegar a un acuerdo para un nuevo recorte de producción de 600.000 barriles a 1 millón de barriles para el segundo trimestre, la tendencia debería cambiar en los índices energéticos.

En ese caso, el oro negro podría repuntar de manera más sostenible hacia \$55 y luego \$60 para el final del año. Goldman Sachs espera que el petróleo se mantenga en 45 dólares en abril comenzando una progresiva revaluación hasta final del año.

Por otra parte, en Italia, la expansión local del virus está paralizando la demanda de petróleo. Con un consumo de 1,3 millones de barriles al día con las 2 grandes regiones de Lombardía y Véneto que consumen tanto como Austria, se espera que la cuarentena de algunas ciudades de estas regiones tenga un impacto significativo en la demanda interna. Eni SpA sería uno de los mayores afectados si se extendieran las restricciones.



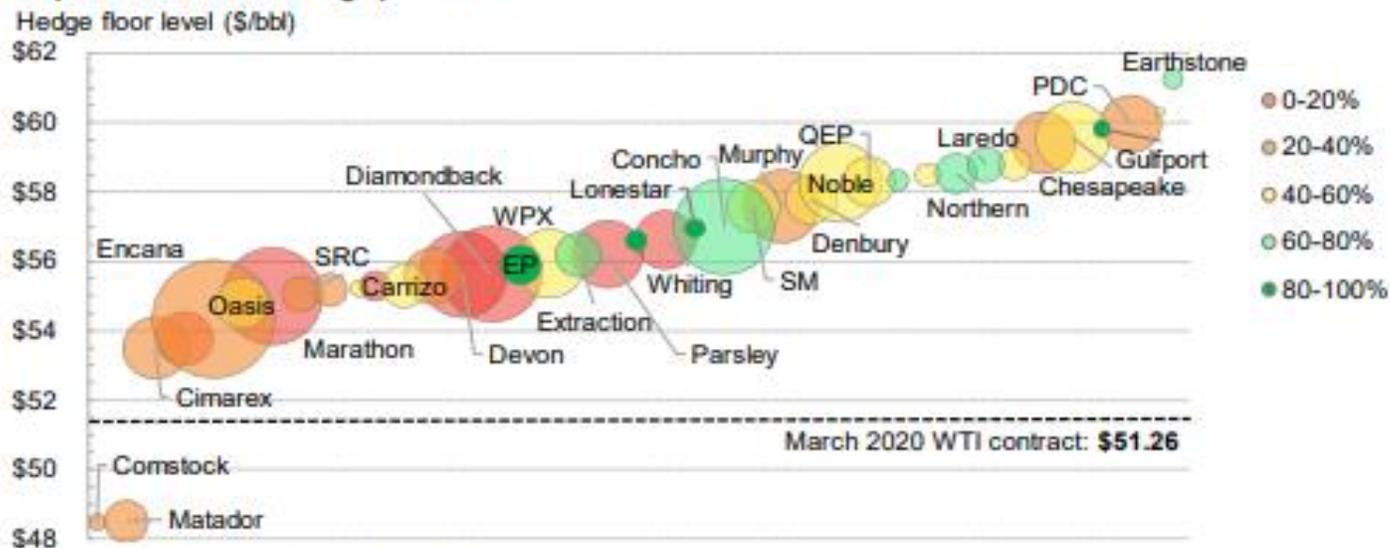
Italian oil consumption for selected products by region



Source: BloombergNEF, Ministero dello Sviluppo Economico

La fuerte caída del crudo a finales de febrero puso de relieve los niveles de cobertura de los productores, como se muestra en el gráfico siguiente.

Oil producer 1Q 2020 hedge positions



Source: BloombergNEF, company filings



JVR INVEST
GET HIGHER

Desde un punto de vista técnico, sólo el cruce de los \$52.5 podría invertir la tendencia a la baja iniciada desde principios de año. Siempre y cuando estemos por debajo de este nivel, el umbral de \$40 podría ser un nivel clave para los vendedores de contratos.



7



IV- Forex

En nuestra Newsletter de febrero, mencionamos el posicionamiento de los traders en el Euro /Usd con la posibilidad de alcanzar el nivel de 1.0650. Pero también decíamos que sólo un cambio radical en la política monetaria de Estados Unidos podría crear un cambio de tendencia. Nos encontramos con la sorpresa de la bajada de la Fed de 50 bps el martes pasado. Desde el anuncio, el \$ ha sufrido ventas significativas contra las principales monedas. El euro comenzó un rally alcista de 1.0790 a 1.1152 en 4 días. Al alcanzar el nivel de 1.1100 el euro-dólar ha confirmado un cambio de tendencia y creemos que el dólar debería debilitarse gradualmente frente al euro.



8

Se espera que el Dollar Sport Index se debilite hacia 93.3 o su apoyo a largo plazo. Sólo la ruptura de este nivel podría acelerar la corriente de venta hacia el 80, un nivel que no ha visto desde 2014.



Nuestro escenario está confirmado en el ADXY (JP Morgan Dollar Asian Dollar Index)



9

El punto de inflexión realizado por los banqueros centrales después de la debacle de la semana pasada sugiere una situación posiblemente favorable para los mercados de renta variable de Estados Unidos y sobre todo el Real Estate USA. Seguimos siendo positivos en el mercado del crédito en moneda local (mercados emergentes) o en dólares al favorecer el Investment Grade sobre el High Yield.



JVR INVEST
GET HIGHER

Nuestra asignación táctica para la primera parte de 2020 se modifica:

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