



Diaphanum  
*sociedad de valores*

Crisis COVID-19

14 de abril de 2020

# Índice

## Crisis COVID-19

1   ¿Qué ha pasado?	5
2   Expectativas	12
3   Recomendaciones	26



# RECOMENDACIÓN

1. Es muy probable que sigamos afrontando mercados muy volátiles.
2. Nuestra recomendación de mantener las posiciones han sido acertadas, las carteras han recuperado parte de la caída.
3. Mandamos un mensaje de tranquilidad, la incertidumbre hace que los mercados sean irracionales temporalmente.
4. **Con precaución ya empezamos a mover las carteras, la bajada de volatilidad lo permite.**
5. **Manténgase en contacto con su asesor para cualquier duda o de decisión.**



# SUMARIO

1. A corto plazo se va a producir una **fuerte reducción de la actividad económica**. La intensidad de la caída no se puede anticipar, pero al menos van a haber tres trimestres duros.
2. Las autoridades económicas han adoptado **medidas de estímulos** muy excepcionales **que ayudarán a la recuperación**.
3. **Los bonos gubernamentales mantendrán sus rentabilidades** muy bajas por las compras de los Bancos Centrales.
4. Los **bonos corporativos** han experimentado un aumento de **diferenciales** excesivo que **tenderá a normalizarse**.
5. Las bolsas han descontado una evolución de los resultados muy negativas con una visión a medio plazo.
6. Compramos bonos *investment grade*, introducimos *cat bonds* y cambiamos bolsa española por más EE.UU..



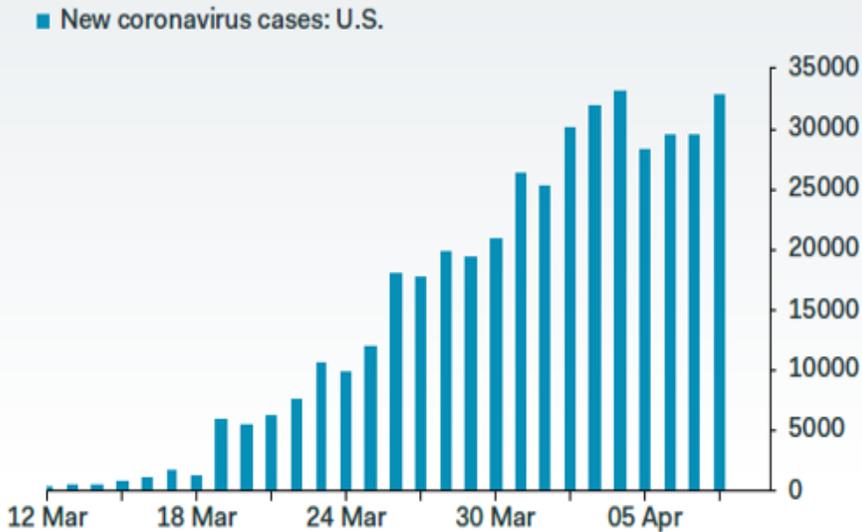


# 1 | COVID-19: ¿Qué ha pasado?

# 1 | COVID-19: ¿qué ha pasado?

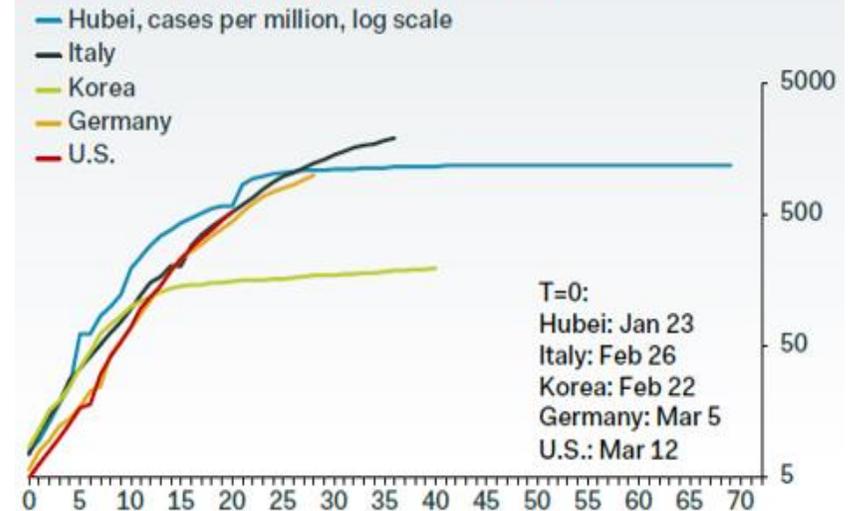
- El coronavirus se ha extendiendo por todo el mundo llevando:
- al confinamiento de más de un tercio de la población.
  - a la paralización de la mayor parte de la economía.

## 1. THE NUMBER OF NEW U.S. CASES PROBABLY HAS PEAKED



Fuente: Pantheon

## THE U.S. LOOKS LIKE ITALY TWO WEEKS AGO



Fuente: Pantheon

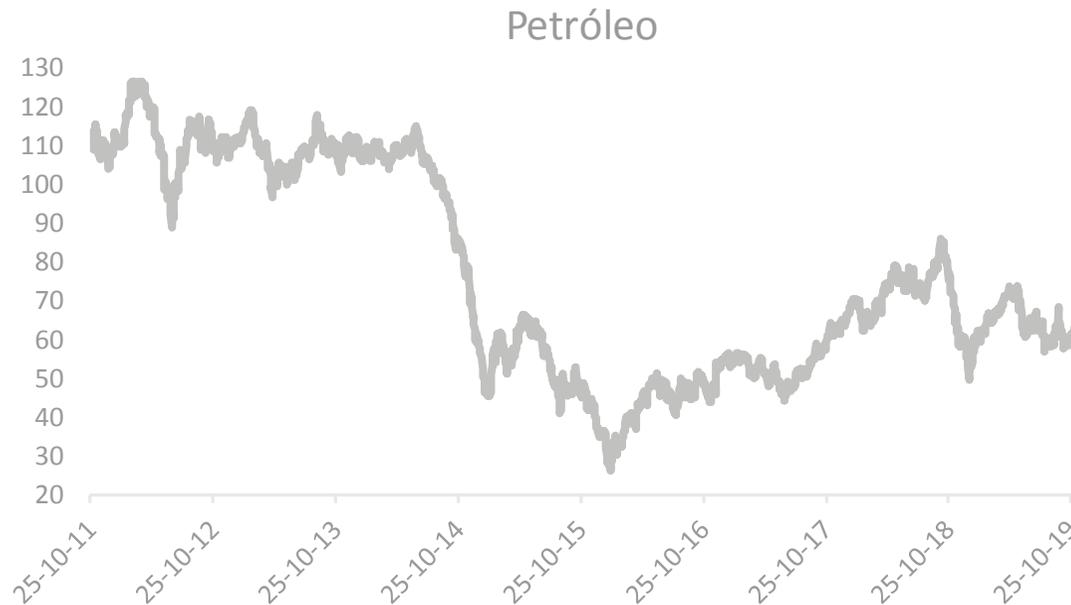
→ Se ha extendiendo secuencialmente

**1** **ASIA**  
Está bastante controlado

**2** **EUROPA**  
Se ha pasado el máximo

**3** **EE.UU. y R.U.**  
Se está alcanzando

- Se ha unido un colapso en el precio del petróleo, la OPEP propone una reducción de la producción, Rusia no acepta: Respuesta aumento de producción.



Fuente: Bloomberg

- Lo que en condiciones normales sería bueno para el crecimiento, pone en peligro la viabilidad de las empresas de *fraking*, muy endeudadas, afectando al mercado de bonos.

## DETERIORO DE EXPECTATIVAS ECONÓMICAS



Reducción de las perspectivas de crecimiento



Reducción de las perspectivas de inflación



Aumento de la prima de riesgo  
huida a la calidad

Se adoptan medidas de estímulos  
Monetarios y Fiscales históricas

# 1 | COVID-19: ¿qué ha pasado?

→ Huida a la calidad

## Sólo en refugios tradicionales

Alemania	09-abr-20	mes p.b.	año p.b.
2 Años	-0,62%	31,2	-1,9
5 Años	-0,56%	31,0	-8,7
10 Años	-0,35%	39,4	-16,2
30 Años	0,06%	48,1	-28,6

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

EE.UU.	09-abr-20	mes p.b.	año p.b.
2 Años	0,23%	-38,4	-136,7
5 Años	0,44%	-30,5	-127,1
10 Años	0,74%	-19,1	-118,4
30 Años	1,35%	-11,1	-103,8

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Mínimos  
históricos

## Bonos periféricos y corporativos

España	09-abr-20	mes p.b.	año p.b.
2 Años	-0,01%	30,0	38,2
5 Años	0,33%	32,0	39,1
10 Años	0,80%	34,7	31,7
30 Años	1,58%	46,6	24,3

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

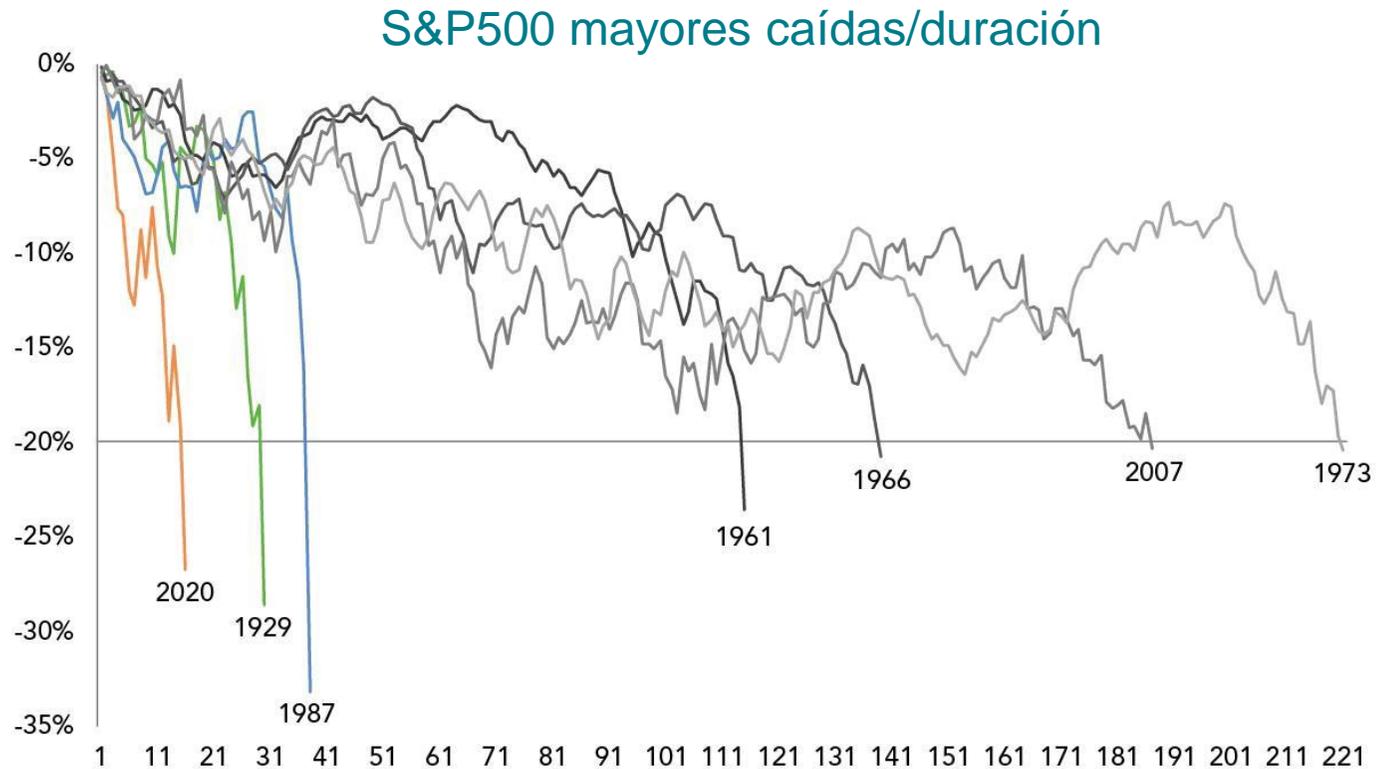
Dif. 5 a	09-abr-20	mes p.b.	año p.b.
AA	88	31,2	66,9
A	110	42,2	82,4
BBB	179	79,9	125,4

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Aumento  
diferenciales

# 1 | COVID-19: ¿qué ha pasado?

## → Huida a la calidad



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

- ✓ Se produjo la caída más rápida de la historia y la tercera de mayor intensidad.



# 1 | COVID-19: ¿qué ha pasado?

## → Movimientos en divisas

Divisa	09-abr-20	12-mar-20	31-dic-19
Eur/Dólar	1,093	1,119	1,121
Eur/Yen	118,6	117,0	121,8
Eur/Libra	0,88	0,89	0,85
Eur/CHF	1,06	1,06	1,09

Fuente: Bloomberg

- ✓ **Fortalecimiento puntual del euro** frente al dólar y la libra esterlina, **posteriormente se debilitó**.
- ✓ **Monedas refugio:** yen y franco suizo poca fluctuación, +3% aprox.

## → Movimientos del oro

	09-abr-20	mes	año
Oro	1.683,7	6,8%	11,0%

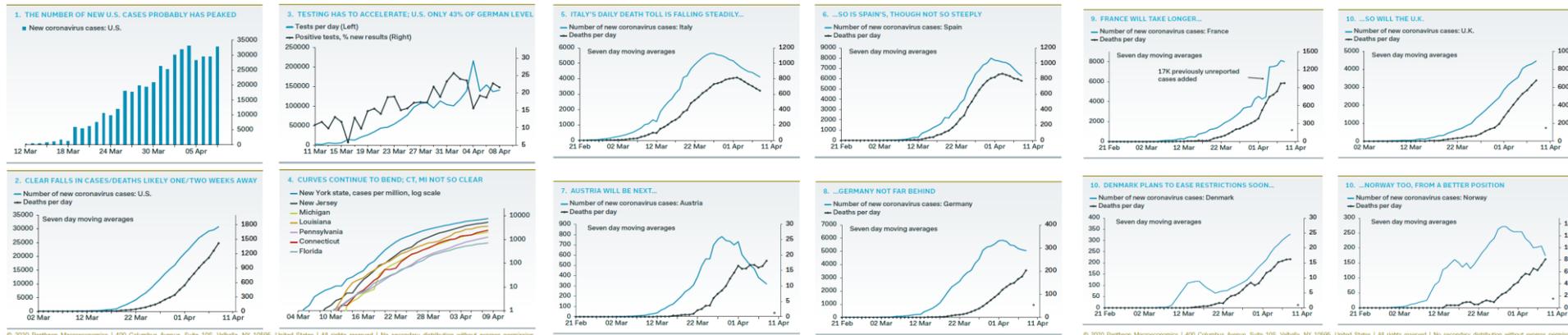
- ✓ Se debilitó al ser usado para hacer liquidez, **posteriormente se fortaleció fuertemente**.





## 2 | COVID-19: Expectativas

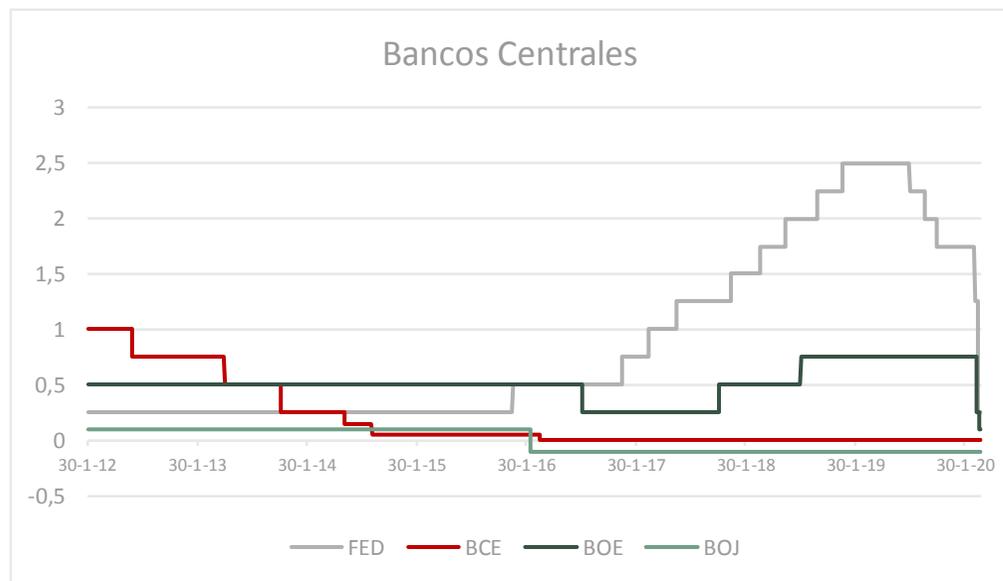
# CHINA Y COREA CONTROLADO, OCCIDENTE EN EL PICO



Fuente: Pantheon

- ✓ En Corea del Sur no se paró la economía, en China se está reabriendo y se encuentra en el 75% de su capacidad.
- ✓ En Europa, Alemania, Austria y otros países del centro están normalizando la economía escalonadamente.
- ✓ En EE.UU. y RU lo peor está por llegar.

# AUMENTO ESTÍMULOS BANCOS CENTRALES

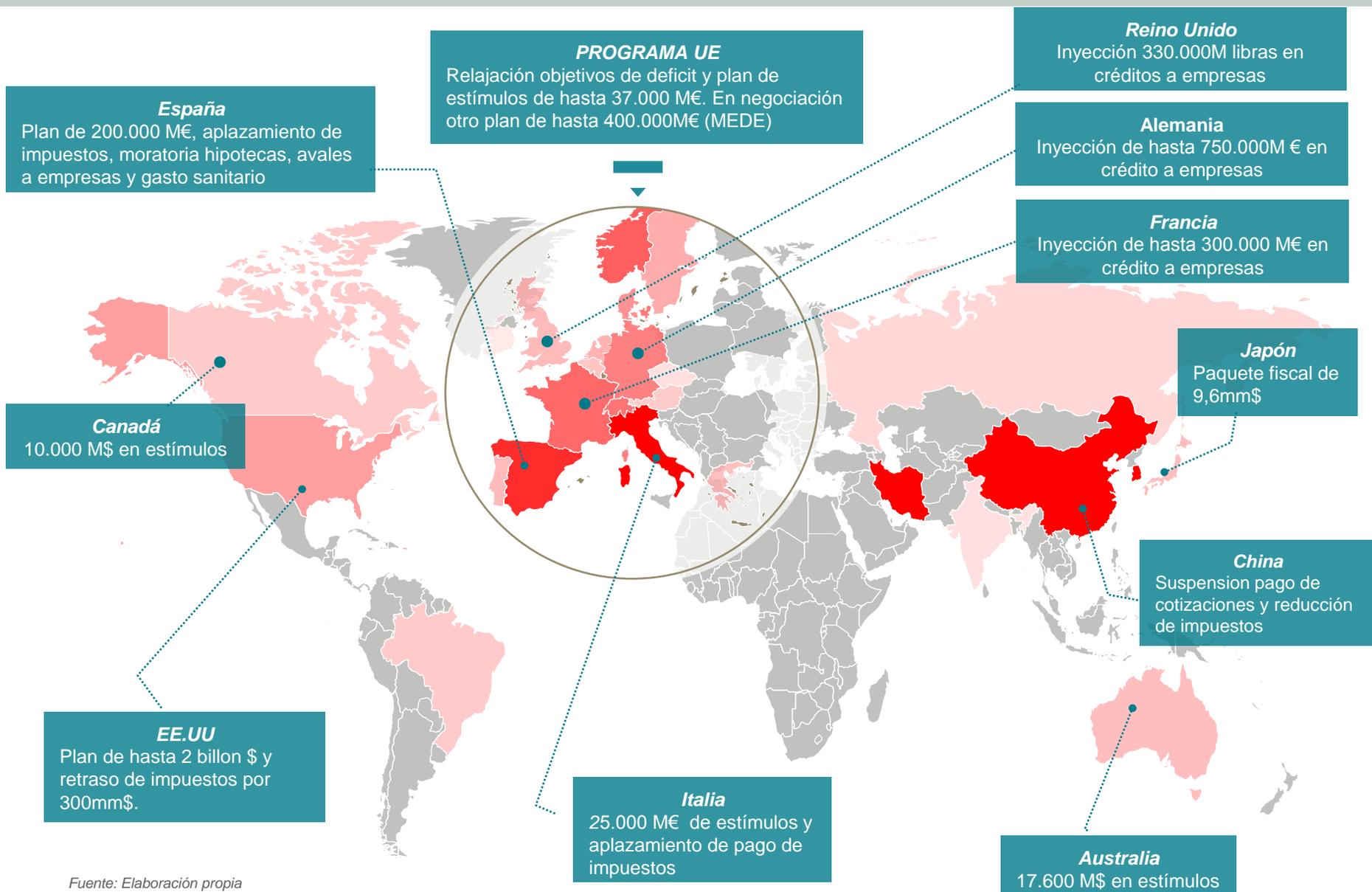


Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Incremento de compra de bonos y fuertes inyecciones de liquidez

- ✓ En todas las economías se han bajado los tipos a mínimos históricos.
- ✓ Se han aprobado los mayores programas de compras de bonos de la historia, se ha bajado la calidad de los bonos comprables y flexibilizado los plazos.
- ✓ Se han canalizado préstamos de ayudas a empresas.

## 2 | COVID-19: expectativas



Fuente: Elaboración propia

Evolución precio petróleo WTI



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

### *SHOCK* DEMANDA

La demanda de crudo podría caer >20mbd en abril por el **impacto del coronavirus**.

### *SHOCK* OFERTA

Ruptura de la OPEP+ que lleva a una guerra de precios por ganar cuota de mercado. **Saturación de inventarios**.

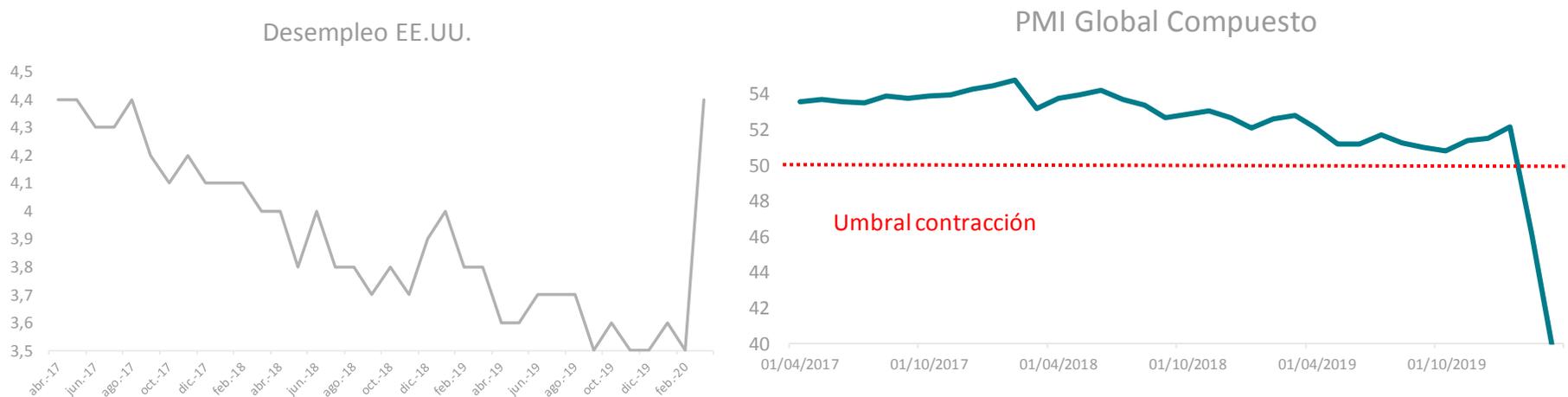
## CONSECUENCIAS

**Impacto muy negativo en el precio, fracking de EE.UU.** no rentable (los Estados más afectados son votantes de Trump y es año electoral), **inestabilidad del crédito HY** americano y **debilidad países exportadores** (venta de fondos soberanos).

## EXPECTATIVAS

Principio de acuerdo entre 20 países para recortar producción en 10mbd que irá reduciéndose gradualmente hasta los 6mbd en 2021-2022 para estabilizar los precios y agravar su caída en un escenario de recesión mundial.

# LOS DATOS EMPEORARÁN GRAVEMENTE

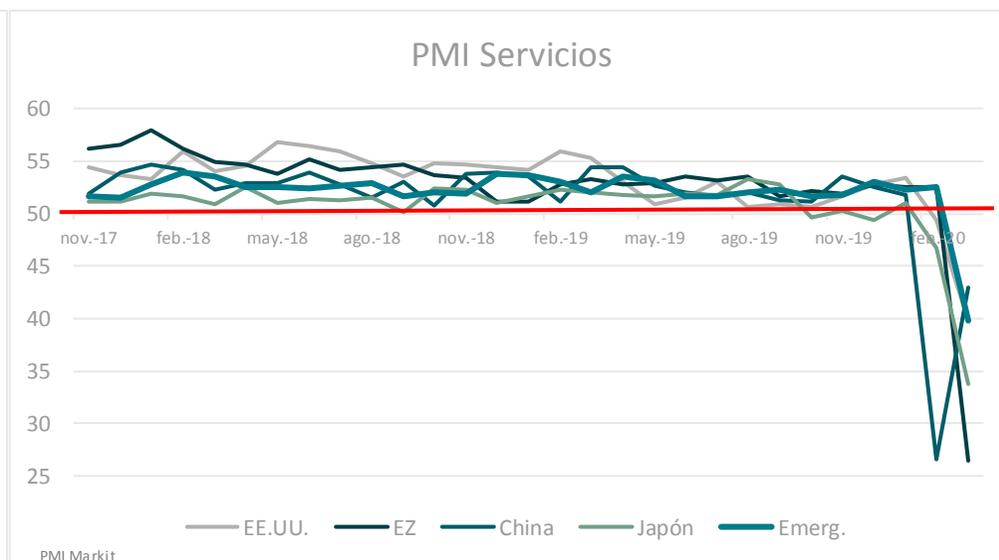
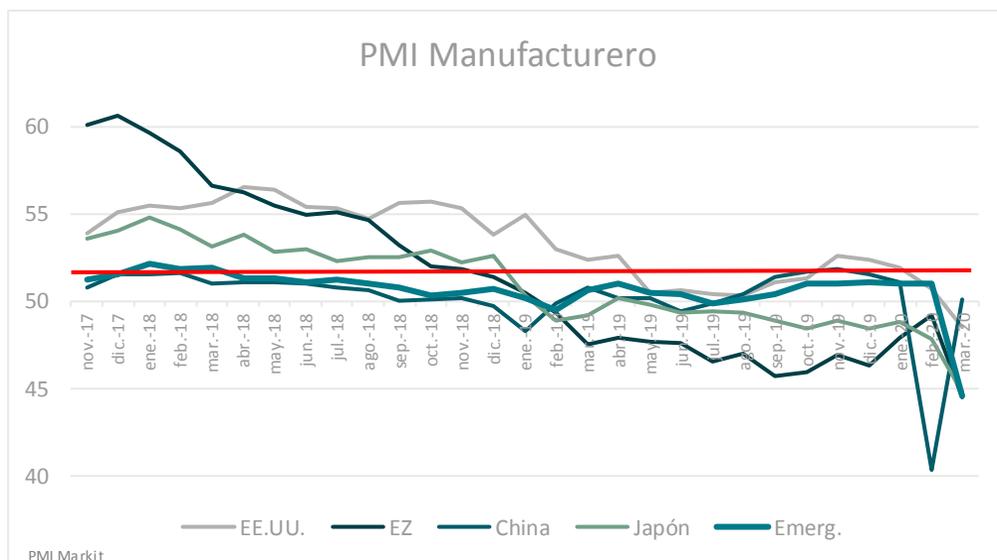


Fuente: Bloomberg, elaboración propia

- ✓ Todavía no ha dado tiempo a que los datos reflejen el deterioro de la economía.
- ✓ La gran incógnita es si la recuperación será rápida.



# CONFIANZA DE LOS EMPRESARIOS



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

- ✓ La confianza de los empresarios se ha ido a mínimos históricos sobre todo en el sector servicios, ya que es el más afectado.
- ✓ En China se ha producido una fuerte recuperación con la “reapertura” de la economía, aunque todavía está en zona de contracción.

- La profundidad de la recesión dependerá de la duración de la pandemia y las medidas de confinamiento.
- El *shock* será temporal, pero habrá sectores que saldrán reforzados y otros que tardarán en recuperarse.
- La recuperación económica será gradual y se verá amortiguada por estímulos monetarios y fiscales.



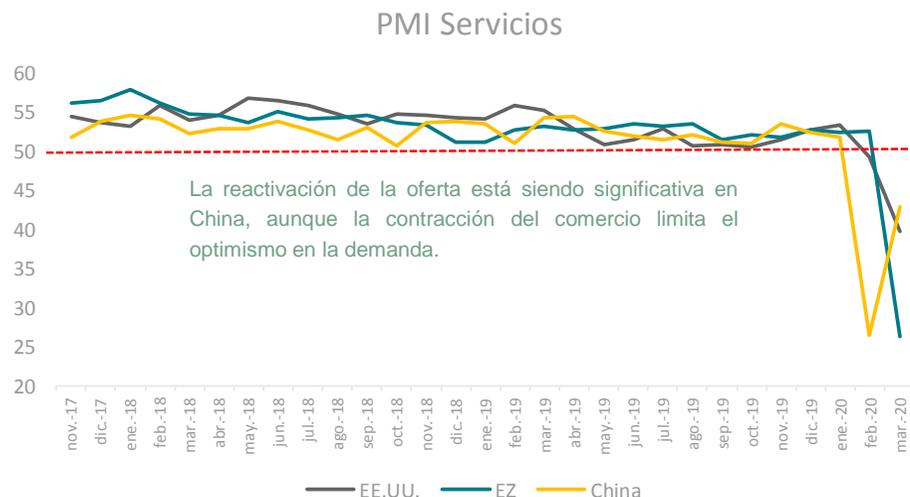
¿China marcará el rumbo de la recuperación futura de la actividad económica mundial?

Impacto divergente por sectores

¿First In First Out?

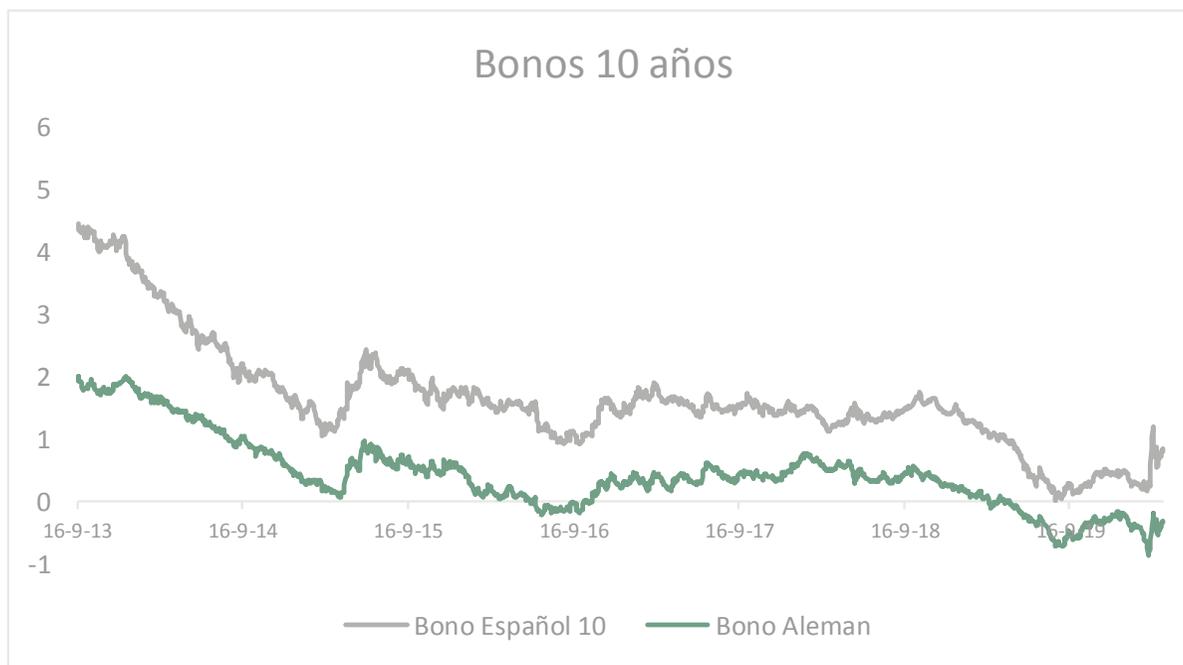
El transporte, ocio, consumo no cíclico o el turismo son sectores que tardarán más en recuperarse, frente a la **tecnología** y **farmacéuticas** que saldrá reforzada.

Las empresas de calidad serán las **menos afectadas**, por la fortaleza de sus balances.



## BONOS DEL GOBIERNO

→ **Muy probable que las rentabilidades sigan a estos niveles**



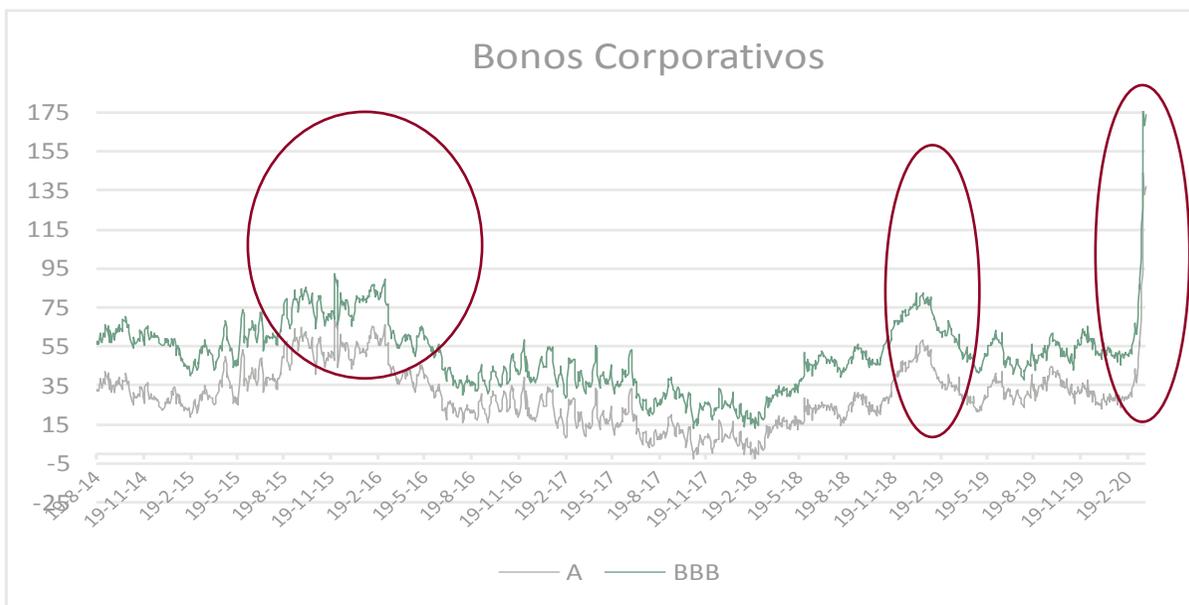
Fuente: Bloomberg, elaboración propia

- ✓ Se van a realizar compras por los Bancos Centrales, BCE casi 1 billón de Euros en los próximos meses.

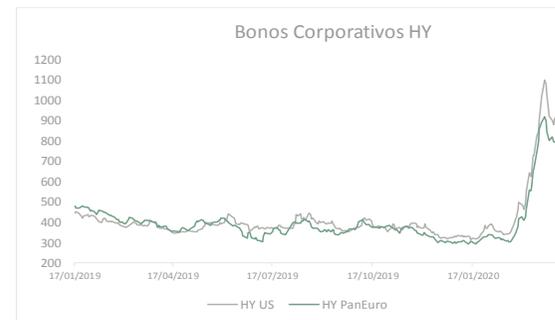


# BONOS CORPORATIVOS

→ Los diferenciales bajarán, oportunidad de compra



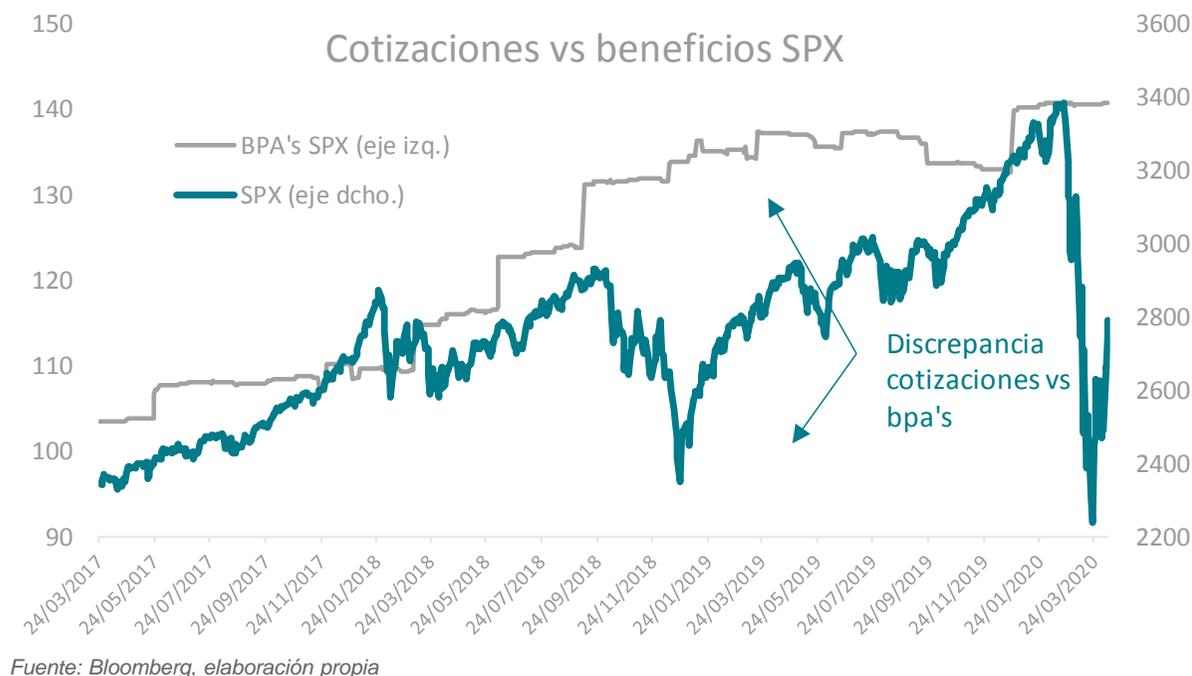
Fuente: Bloomberg



- ✓ Están descontando un nivel “default” muy alto, los Estados no lo van a permitir.
- ✓ Otra vez la liquidez está siendo un problema, mercado muy estrecho.
- ✓ Los Bancos Centrales están comprando, reforzando la demanda.

# RENTA VARIABLE

→ La correlación Rdos./Cotizaciones rota, pero menos que antes.



- ✓ A corto plazo la bajada de actividad económica repercutirá en los resultados.
- ✓ Descontada una reducción de resultados que a medio plazo es improbable.

# RENTA VARIABLE

→ **2020 resultados revisados a la baja, 2021 cerca de normalización, Yield alta**

09/04/2020	Indice	Crecimiento BPA		PER20	PER21	EV/EBITDA	Rent. Divid.
		2021	2022				
<b>Mundo</b>	MSCI World	17,9%	12,6%	16,5	14,0	10,9	2,8
<b>EE.UU.</b>	S & P 500	19,2%	12,9%	19,1	16,0	12,6	2,2
<b>Europa</b>	MSCI Europe	20,9%	12,3%	15,3	12,6	9,2	4,2
<b>Euro</b>	Eurostoxx-50	24,4%	12,1%	14,9	12,0	8,5	4,2
<b>Japón</b>	Topix	11,8%	7,8%	12,5	11,2	7,9	2,7
<b>España</b>	IBEX-35	41,8%	7,9%	14,6	10,3	8,4	5,6
<b>Alemania</b>	DAX	30,7%	14,2%	14,8	11,3	7,6	3,8
<b>Francia</b>	CAC-40	28,8%	13,2%	15,9	12,4	8,9	4,0
<b>Italia</b>	FTSE MIB	21,4%	18,1%	12,2	10,0	7,3	5,6
<b>Reino Unido</b>	FTSE-100	17,7%	12,9%	13,7	11,6	8,1	5,4
<b>China</b>	MSCI China	17,2%	14,2%	12,5	10,7	12,3	2,1
<b>Hong Kong</b>	MSCI Hong Kong	15,7%	8,1%	15,0	13,0	11,6	3,5
<b>India</b>	MSCI India	22,6%	1,7%	15,1	12,3	10,1	1,8
<b>Rusia</b>	MSCI Rusia	13,0%	15,2%	7,4	6,6	4,8	8,6
<b>Brasil</b>	MSCI Brasil	24,5%	16,4%	12,7	10,2	7,0	4,4
<b>Méjico</b>	México	26,6%	7,3%	13,6	10,7	7,8	4,1

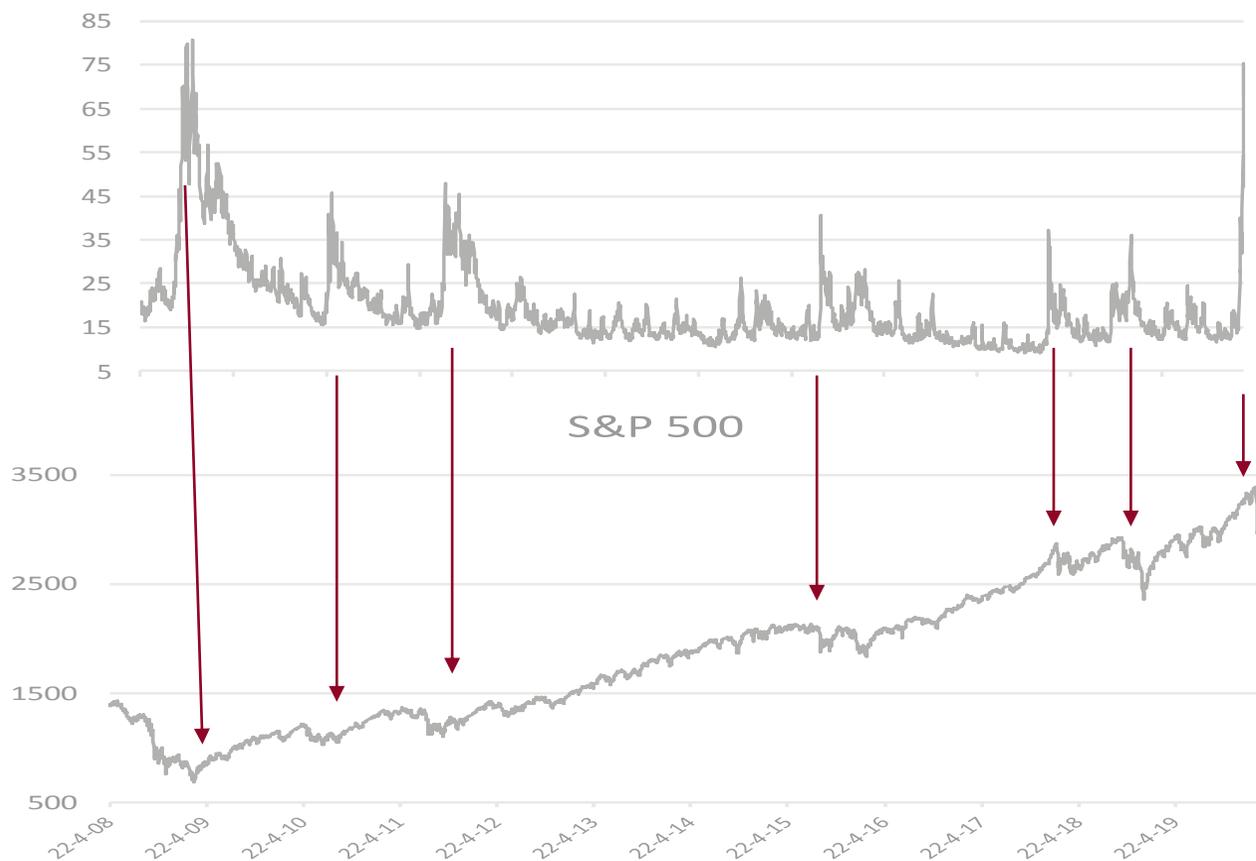
Fuente: Bloomberg, elaboración propia

- ✓ 1 y 2 Tr20 se está produciendo una fuerte revisión a la baja de los resultados, 3Tr comenzaría la mejora.
- ✓ 2021 mejora por capacidad productiva con pocos daños y fuertes estímulos.
- ✓ Rentabilidad por dividendos baja en 2020 por eliminación de dividendos, para mejorar en 2021.

# RENTA VARIABLE

→ Volatilidad en máximos

VIX



Siempre que se normaliza la volatilidad se producen subidas de las bolsas

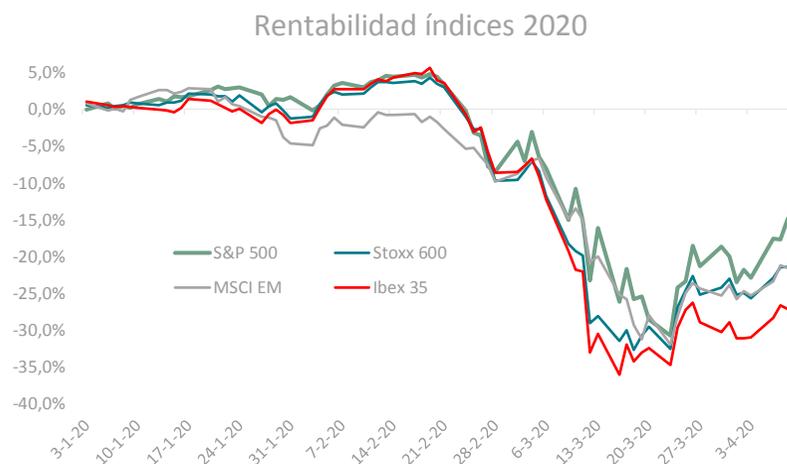


Índice	Cierre 2019	Max. 2020	Cierre marzo	Mínimos marzo	9 de abril	YTD	% máximos a mínimos	% desde mínimos	
Mundo	MSCI ACWI*	79	82	62	54	66	-17,9%	-33,5%	21,9%
Emergentes	MSCI EM*	45	46	34	31	35	-21,2%	-33,9%	15,5%
EE.UU.	S&P 500	3.230	3.386	2.630	2.237	2.790	-13,6%	-33,9%	24,7%
Europa	Stoxx 600	416	434	321	280	332	-20,2%	-35,5%	18,5%
Eurozona	Eurostoxx 50	3.745	3.865	2.847	2.485	2.893	-22,8%	-35,7%	16,4%
España	Ibex 35	9.549	10.083	6.777	6.230	7.071	-26,0%	-38,2%	13,5%
Alemania	Dax	13.249	13.789	9.632	8.741	10.565	-20,3%	-36,6%	20,9%
Italia	FTSE MIB	23.506	25.477	16.822	15.559	17.622	-25,0%	-38,9%	13,3%
Reino Unido	FTSE 100	7.542	7.674	5.510	4.993	5.843	-22,5%	-34,9%	17,0%
Francia	CAC 40	5.978	6.111	4.351	3.914	4.507	-24,6%	-36,0%	15,1%
Japón	Toppix	1.721	1.744	1.459	1.292	1.417	-17,7%	-25,9%	9,7%
China	MSCI China*	64,09	67,78	55,86	52,78	58,39	-8,9%	-22,1%	10,6%
India	MSCI India*	19,23	19,77	13,20	11,47	13,98	-27,3%	-42,0%	21,9%
<b>VIX**</b>		<b>14</b>	<b>12</b>	<b>66</b>	<b>83</b>	<b>42</b>	<b>202%</b>	<b>591,7%</b>	<b>-49,8%</b>

\* Datos a partir de ETF's

\*\*Max 2020 corresponde al mínimo de VIX de mediados de enero y el VIX máximo (83) es a 18 de marzo.

Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg



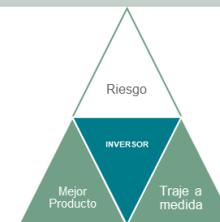


### 3 | COVID-19: Recomendaciones

# 3 | COVID-19: recomendaciones

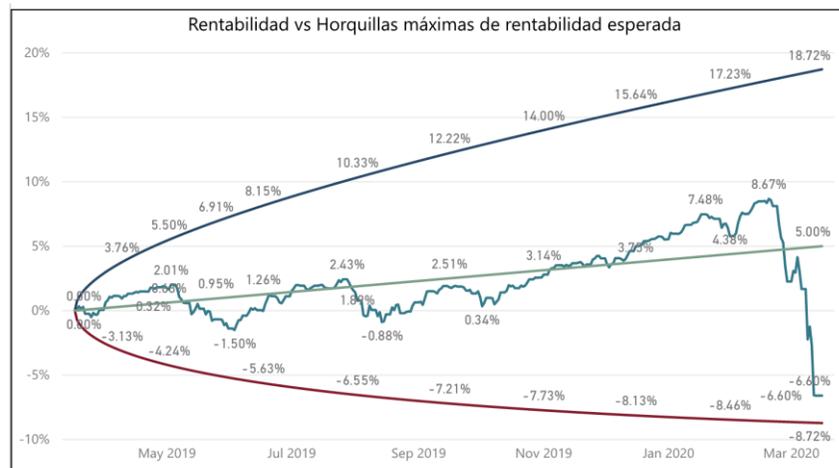
## Riesgo vs Rentabilidad

## Control de riesgos



Volatilidad 12m	Conservador	Moderado	Equilibrado	Agresivo
Máximo	3,0%	6,0%	9,0%	18,0%
Mínimo	0,0%	0,0%	2,0%	6,0%
Objetivo	2,0%	4,0%	6,0%	12,0%

VaR 12m	Conservador	Moderado	Equilibrado	Agresivo
95% Confianza: 1,65 Vol Objetivo	-3,3%	-6,6%	-9,9%	-19,8%
99% Confianza: 2,33 Vol Objetivo	-4,7%	-9,3%	-14,0%	-28,0%
95% Confianza: 1,65 Vol Máximo	-5,0%	-9,9%	-14,9%	-29,7%
99% Confianza: 2,33 Vol Máximo	-7,0%	-14,0%	-21,0%	-41,9%



# Introducir **investment grade**, oportunidad histórica

→ Perfil **conservador** contra **tesorería**:

- ✓ **5%** en BGF Euro Corporate Bond Fund D2 | ISIN LU0368266499
- ✓ **5%** en M&G euro Corporate C | ISIN LU1670629895

→ Perfil **moderado y equilibrado** contra **tesorería**:

- ✓ **4%** en BGF Euro Corporate Bond Fund D2 | ISIN LU0368266499
- ✓ **Posteriormente se aumentará un 3%** contra **alternativos**, ya que creemos que a corto plazo éstos tienen mayor potencial de revalorización.

*Fuente: Bloomberg, elaboración propia*



## Introducir los **cat bond** contra liquidez

- Primera entrada en un activo completamente descorrelacionado del mercado:
- ✓ **1%** en el perfil **conservador**
  - ✓ **2%** en el perfil **moderado**
  - ✓ **2%** en el perfil **equilibrado**

## Cambiar el fondo de Magallanes por el **Vontobel US equity**

- ✓ **Compra** de Vontobel US Equity "HI" (EURHDG) | ISIN LU0368557038
- ✓ **Venta** de Magallanes Iberian Equity FI Clase P | ISIN ES0159201021
  - ✓ **3%** en el perfil **equilibrado**.
  - ✓ **4%** en el perfil **agresivo**.



# Aviso Legal

*Este documento ha sido preparado por DIAPHANUM VALORES, S.V., S.A.U. (en adelante, “DIAPHANUM”). Todos los comentarios y estimaciones que se incluyen en el presente documento constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo, pudiendo ser modificada sin previo aviso. La información que en él se incluye se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables. Si bien se ha procurado un cuidado razonable para garantizar que la información no sea incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no puede garantizarse que la misma pueda considerarse como totalmente exacta o completa, por lo que DIAPHANUM excluye expresamente toda responsabilidad por errores u omisiones en dicha información.*

*DIAPHANUM advierte a sus clientes sobre las características y los riesgos generales de valores y/o instrumentos financieros con el documento denominado “Información general sobre la Entidad y los servicios que presta” que DIAPHANUM les proporciona al inicio de la relación comercial con la firma del Contrato Marco Global. Dicha información se complementa con la específica de cada producto o servicio de inversión que se facilita con carácter previo a su contratación.*

*En el supuesto de que el receptor del presente documento no haya efectuado test de idoneidad ni de conveniencia con DIAPHANUM, la recomendación específica sobre servicio/s y/o producto/s y, en su caso, la contratación de cualesquiera de los productos y servicios financieros incluidos en este documento por parte del receptor de la misma puede conllevar que, en cumplimiento de la normativa vigente aplicable, el receptor deba confeccionar el denominado test de idoneidad y/o el de conveniencia con carácter previo a la suscripción o contratación del/de los productos/s y/o servicio/s a través de DIAPHANUM. El objetivo de dichos tests es permitir a DIAPHANUM poder evaluar la situación financiera, experiencia y conocimientos sobre los productos y servicios financieros, así como los objetivos de inversión del receptor y/o la adecuación al mismo de los productos y/o servicios de inversión correspondientes.*

*En cualquier caso, antes de decidir sobre cualquier inversión, el receptor debe comprender adecuadamente las características y los riesgos que puede conllevar la contratación del/de los servicio/s y/o producto/s contenido/s en este documento y tomar en consideración sus circunstancias personales, económicas y fiscales. En caso de no comprender adecuadamente dichos riesgos y/o características o de tener dudas, DIAPHANUM le recomienda que no lleve a cabo la contratación.*

*El valor de las inversiones puede subir o bajar, circunstancia que el receptor debe asumir al invertir, incluso debe valorarse el riesgo de no recuperar el importe invertido, en parte o en su totalidad. Ni DIAPHANUM ni ninguna sociedad o persona de su Grupo aceptan ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes que puedan derivarse del uso del presente documento o de cualquier parte de su contenido.*

*Cualquier decisión de compra por parte del receptor sobre un valor o instrumento financiero debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre dicho valor o instrumento financiero y, en caso de que exista, atendiendo al contenido del folleto sobre dicho valor o instrumento que haya sido registrado en el organismo supervisor correspondiente, disponible tanto en dicho organismo (en España la Comisión Nacional del Mercado de Valores), como en el mercado donde pudiera estar admitido a negociación dicho valor o instrumento, en caso de estarlo, como a través de la sociedad emisora del mismo.*

*Este documento es privado y confidencial y está únicamente destinado al receptor, quien, al recibirlo asume que no podrá ser utilizado, reproducido, distribuido ni publicado, salvo que medie el consentimiento expreso de DIAPHANUM, que se reserva el derecho a ejercitar las acciones legales oportunas en caso de incumplimiento de esta obligación.*





Diaphanum  
*sociedad de valores*

Gracias