

Go! Global Outlook

2n Trimestre 2020

Benvinguts a la visió de mercats

La visió de mercats és un document essencial per a la presa de decisions de les persones interessades en el món de les inversions i les finances. Aquest document li permetrà trobar els indicis que fonamenten la nostra opinió corporativa sobre els mercats i les perspectives per al següent trimestre.

Oferir una visió de mercats acreditada és essencial per al client i per a la bona gestió, per això ens nodrim de diferents fonts, des de la més que coneixem Bloomberg, passant pels últims informes dels bancs centrals, fins a les informacions diàries i hi afegim la supervisió constant del mercat.

A més, si en aquestes pàgines no troba resposta a les seves preguntes, no dubti a trucar-nos. En el nostre equip trobarà la millor combinació de perfils heterogenis amb experiències i visions transversals dels diversos mercats amb un expertise multidisciplinari.

Estarem encantats d'atendre'l.

Outlook

pàg. 3

Renda Variable

pàg. 12

Renda Fixa

pàg. 14

Tel. +376 750 760

Correu electrònic:
vallbanc@vallbanc.ad

Av. Carlemany, 119
AD700 Escaldes-Engordany
Andorra

Outlook

El nostre escenari base per 2020, on preveiem una acceleració del creixement un cop assegurades les bases per un acord comercial entre la Xina i els Estats Units, ha saltat pels aires producte de l'aparició del virus COVID-19 que va camí de paralitzar l'economia del planeta producte de l'aturada de totes aquelles activitats considerades com a no essencials. Si al desembre quan elaboràvem el nostre Outlook 2020 haguéssim llegit el llibre de Dean Koontz titulat "The eyes of Darkness" publicat l'any 1981 possiblement la nostra visió positiva no ho hauria estat tant. A banda de la treva comercial, les condicions monetàries laxes eren un altre factor que ens feia ser optimistes per encarar l'onzè any consecutiu d'expansió de l'economia dels Estats Units. Ara ens trobem en una situació totalment diferent, la paràlisi de la Xina va provocar el trencament de les cadenes de subministrament i això ja va tenir un impacte en els nivells d'activitat a Occident. Posteriorment la pandèmia s'ha desplaçat d'Est a Oest des de la Xina. Ara l'epicentre és Europa. Espanya i

Itàlia son de moment els països més afectats perquè es on el brot va arribar abans, a banda del cost en vides humanes el cost econòmic és enorme, Itàlia ha decretat l'aturada de totes les activitats no essencials, mentre Espanya prorroga l'estat d'alarma 15 dies més fins al 11 d'abril, sense descartar d'altres mesures si el COVID-19 continua propagant-se. França en els propers dies veurà un increment dels contagis i morts. Europa està aturada. En el seu trànsit cap al Oest estarem molt atents al impacte de COVID-19 als Estats Units. Fins al moment s'han tancat les fronteres amb el Canadà i Mèxic, alguns estats han decretat el confinament, tanmateix aquestes mesures només s'apliquen a un 20% de la població, així que en les properes setmanes a mesura que els contagis i les víctimes mortals creixin s'hauran d'adoptar mesures com les que han pres precedentment la Xina i Itàlia. Dies enrere l'OCDE va rebaixar les estimacions de creixement global per aquest 2020 del 2,9% fins al 2,4%.

Estimació del creixement mundial (PIB)

País	PIB			
	2018	2019		2020
		Previ	Consens	
Món	3,70%	3,00%		2,50%
EUA	2,90%	2,30%	2,30%	1,20%
Zona euro	1,20%	1,00%	1,20%	-0,10%
Alemanya	0,60%	0,40%	0,60%	0,10%
Espanya	2,10%	1,80%	2,00%	1,30%
Xina	6,40%	6,00%	6,10%	4,00%
Brasil	1,07%	1,67%	1,10%	0,30%
Mèxic	1,42%	-0,49%	0,00%	-2,00%
Rússia	2,70%	1,70%	1,30%	1,10%

Estimació de l'inflació mundial (IPC)

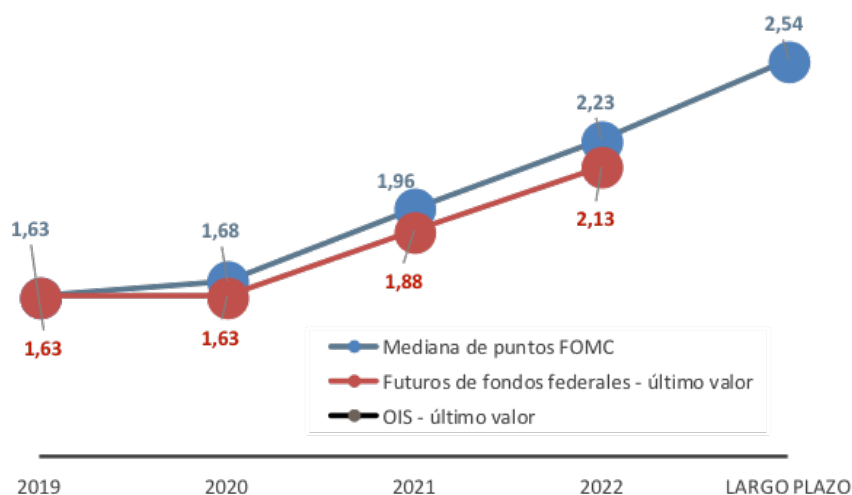
País	IPC			
	2018	2019		2020
		Previ	Consens	
Món	5,10%	4,90%	3,00%	2,80%
EUA	1,90%	2,30%	1,80%	1,80%
Zona euro	1,50%	1,20%	1,20%	1,00%
Alemanya	1,60%	1,70%	1,40%	1,30%
Espanya	1,20%	0,10%	0,80%	0,90%
Xina	1,90%	5,20%	2,90%	3,30%
Brasil	3,75%	4,01%	3,70%	3,50%
Mèxic	4,73%	3,70%	3,60%	3,50%
Rússia	4,30%	2,30%	4,50%	3,10%

A la vista de la situació actual aquests nivells són molt optimistes i esperem noves rebaixes que acabin portant les estimacions a nivells d'estancament. El que sí sembla clar és que la majoria d'economies del vell continent entrin en recessió tècnica, és a dir acumularan dos trimestres consecutius de contracció, ja que la crisi sanitària està a cavall entre el primer trimestre i el segon. Després, caldrà estar molt atents a com evolucionarà la situació als Estats Units, si ho fa de manera favorable podríem veure una represa global durant la segona meitat del any. Si aquesta represa es produeix, serà de forma intensa ja que les actuacions coordinades dels bancs centrals i dels governs busquen mantenir unes condicions de liquiditat òptimes. Així, als Estats Units la Reserva Federal ha rebaixat el preu del diner dos cops en sengles reunions d'emergència. La primera, 50 punts bàsics el passat dia 3 de març i la segona de 100 punts bàsics el dia 15 de març. Amb aquestes baixades el preu del diner queda en el rang 0%/0,25%.

Tipus de intervenció

Atres variables		
	2019	2020
País		
Tipus d'intervenció		
EEUU	1,50%	0%
Zona Euro	1,75%	0,25%
TIR 10 anys	0,00%	0,00%
TIR 10 anys		
EEUU	2,68%	0,74%
Alemanya	0,24%	-0,65%
Espanya	1,42%	0,33%
Japó	0,00%	-0,02%

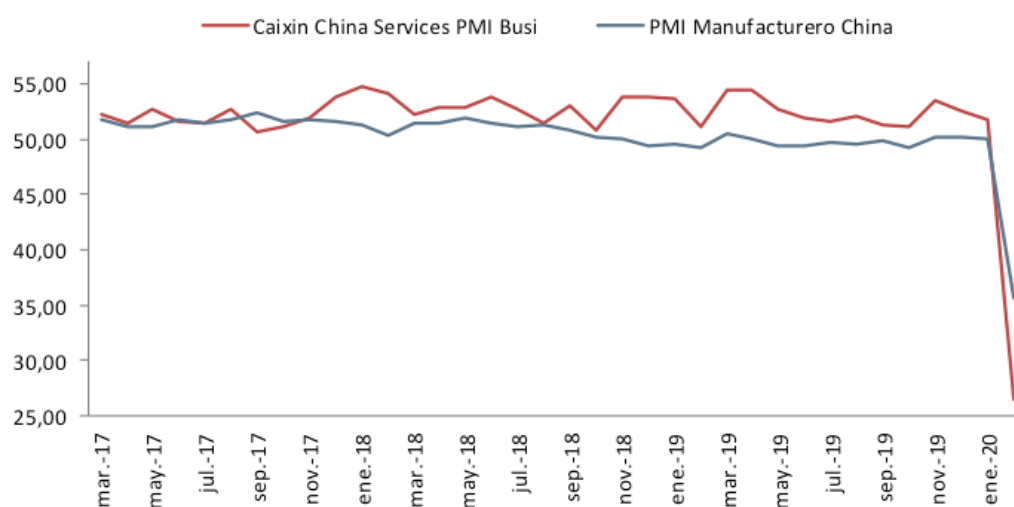
FED Funds



També va decidir incrementar el seu balanç mitjançant la compra d'actius per valor de 700.000 milions de dòlars. Demòcrates i Republicans han trobat un acord per engegar un paquet de mesures per valor de 2 bilions de dòlars per pal·liar els efectes del COVID-19. A Europa, el Banc Central Europeu a les mesures inicials d'injectar 120.000 milions d'euros (12 de març) s'ha decidit crear el Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) per valor de 750.000 milions d'euros (15 de març) per evitar un eixamplament dels spreads del deute de govern un cop els diferents estats membres han decidit saltar-se el pacte d'estabilitat per tal de proveir d'assistència al teixit productiu. Alemanya campiona de l'austeritat incrementarà el seu deute en 350.000 milions d'euros amb l'objectiu, d'una banda, limitar l'expansió del COVID-19, de l'altra, proveir de liquiditat a les companyies o fins i tot adquirint participacions en aquestes. A la perifèria, Espanya injectarà fins a 200.000 milions d'euros, mentre que Itàlia posarà sobre la taula fins a 350.000 milions d'euros equivalent al 20% del seu PIB. França ha desbloquejat 45.000 milions d'euros per donar suport immediat a empreses i treballadors, i oferirà garanties a préstecs per valor de 300.000 milions d'euros. Al Regne Unit, el Bank of England va rebaixar el preu del diner en 50 punts bàsics fins al 0,25%, tot reduït les exigències de capital per les entitats financeres per a que aquestes puguin

incrementar el crèdit. També s'injectaran fins a 300.000 milions de lliures en l'economia real. El Japó de la seva banda destinarà fins al equivalent de 190.000 milions de dòlars a la compra d'ETF. Molts altres països han adoptat mesures similars per contrarestar els efectes de la pandèmia. Un cop sortim d'aquesta última, les condicions de liquiditat en el sistema seran excepcionals el que ens fa ser optimistes per veure un fort rebot, i com aquestes condicions ultra expansives es mantindran vigents per un període indefinit de temps l'any vinent aquest rebot pot tenir continuïtat. En la vessant estrictament macro, estem assistint a una forta desacceleració dels nivells d'activitat pel cessament en molts països d'aquelles activitats que no es consideren essencials. Fins a la data hem conegut les xifres del PMI de Caixin del febrer a la Xina amb una significativa caiguda dels nivells d'activitat en el sector serveis fins a nivells de 26,5 des del 51,8 del gener, i en quan a l'activitat manufacturera la caiguda ha estat menys intensa, fins a 40,3 des del 51,1. Ambdós rubriques es troben en terreny de contracció. A la Xina ja es comencen a aixecar algunes limitacions el que hauria de permetre veure una certa recuperació a comptar del mes d'abril, tanmateix les exportacions es mantindran dèbils ja que els seus socis comercials estan aturats.

Evolució PMIs a la Xina



A Europa, hem conegut el PMI de Markit del març en la seva estimació preliminar, la rúbrica de serveis cau fins a 28,4 des del 52,6 anterior, mentre l'activitat manufacturera cedeix fins a 44,8 respecte al 49,2 del febrer. Els nivells de confiança del inversors alemanys, l'índex ZEW ha retrocedit fins a nivells de -49,5, nivells molt propers als de la crisi de 2008. La confiança del empresaris alemanys mesurada per l'índex IFO també cau, aquesta passa de 96 a 86,1 al març, i s'observa un fort deteriorament de les expectatives a 6 mesos. Als Estats Units, hem assistit a un repunt de les peticions de subsidi d'atur i a un deteriorament dels nivells d'activitat al districte de Filadèlfia, que també es tradueix a nivell nacional. El PMI de Markit en la rubrica de manufactures cau moderadament fins a 49,2 des del 50,7 previ, i el PMI de serveis cedeix posicions fins a 39,1 des del 49,4 del febrer. Aquestes xifres són el primer tast del que hem de veure pel cap baix al llarg del segon trimestre. Ens mantenim optimistes de cara a veure una recuperació durant la segona meitat de 2020. En matèria de política monetària els bancs centrals que disposaven de marge de maniobra per rebaixar tipus ho han fet i els altres han incrementat els seus balanços engegant nous programes de recompra d'actius. En aquest entorn de tipus d'interès baixos ens mourem els propers mesos, fins que la recuperació econòmica es consolidi.

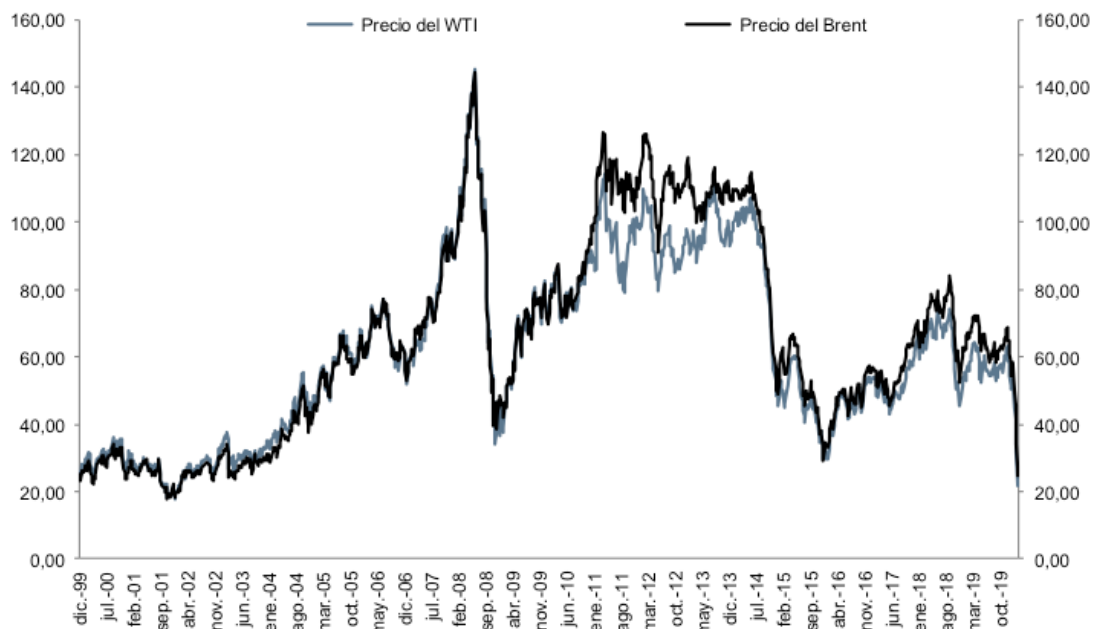
Resum darreres dades econòmiques

ALLOCATION	Macro							
	PIB	PI	Inflation	Consumption	Unemployment rate	Salaries	PMI M	PMI S
US	2,10% t/t	0,55% m/m	0,10% m/m	1,80% t/t	3,50% m/m	0,30% m/m	50,10 m/m	57,30 m/m
Europe	0,10% t/t	2,30% m/m	0,20% m/m	0,10% t/t	7,40% m/m	2,30% t/t	44,80 m/m	28,40 m/m
Germany	0,00% t/t	3,00% m/m	0,40% m/m	0,70% t/t	5,00% m/m	0,90% t/t	45,70 m/m	34,50 m/m
France	-0,10% t/t	1,20% m/m	0,00% m/m	0,30% t/t	8,23% m/m	0,20% t/t	42,90 m/m	29,00 m/m
Spain	0,50% t/t	0,20% m/m	-0,30% m/m	0,00% t/t	13,78% t/t	1,80% t/t	50,40 m/m	52,10 m/m
UK	0,00% t/t	-0,10% m/m	0,40% m/m	4,80% t/t	3,50% m/m	0,10% m/m	48,00 m/m	35,70 m/m
Japon	-1,50% t/t	1,00% m/m	-0,20% m/m	1,50% m/m	2,40% m/m	-6,00% m/m	35,80 m/m	32,70 m/m
Brazil	0,50% t/t	0,90% m/m	0,25% m/m	2,08% t/t	11,20% t/t		52,30 m/m	50,40 m/m
Rusia	7,60% t/t	-0,60% m/m	0,30% m/m	7,16% t/t	4,60% t/t	-25,50% m/m	48,20 m/m	50,40 m/m
China	1,50% t/t	-26,63% m/m	0,80% m/m	-20,50 m/m	3,62% t/t		35,70 m/m	26,50 m/m

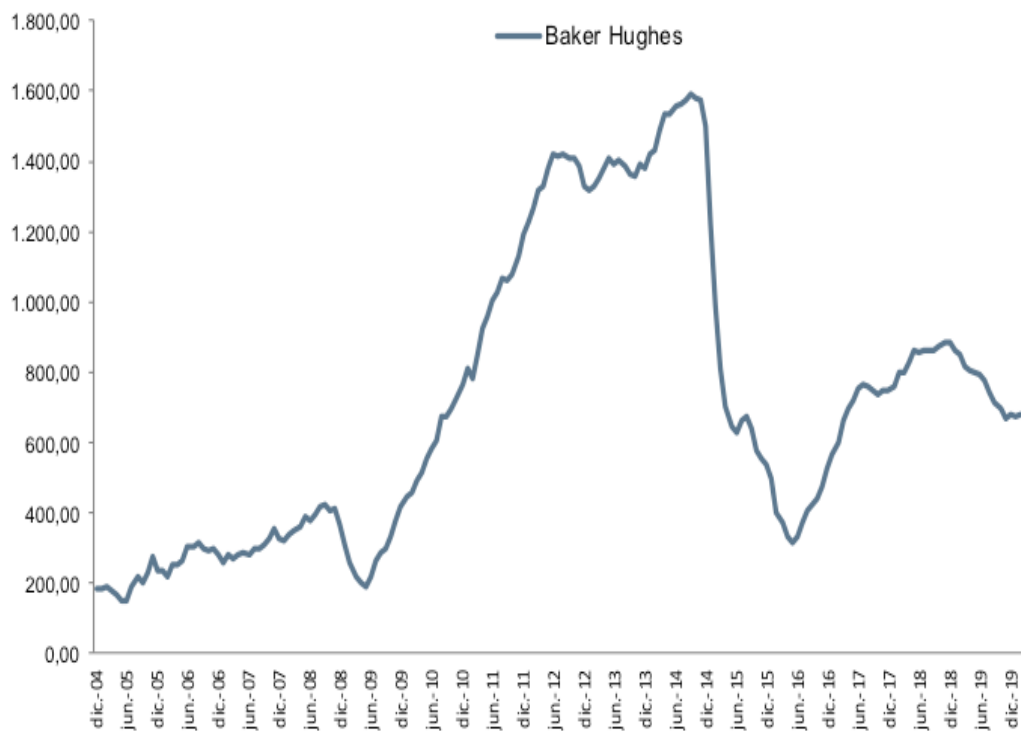
Pel que fa a les matèries primeres, hem assistit a una tempesta perfecta en forma de caiguda de la demanda per l'aturada de les economies i del altra un increment de l'oferta després que es trenques l'acord entre Rússia i l'Organització de Països Exportadors de Petrol (OPEP) per continuar limitant l'oferta de petroli des del cartel. Així, l'Aràbia Saudita a comptar del mes d'abril incrementarà la seva producció fins als 13 milions de barrils diaris des del 9,7 milions actuals. Aquesta conjunció, ha provocat una caiguda del barril de Brent per sota dels 25 dòlars, i ens hem de remuntar a finals de 2001 per veure nivells similars. Als nivells actuals moltes explotacions deixen de ser rendibles amb el que assistirem a una caiguda de l'oferta, també les mesures expansives engegades a nivell monetari i fiscal incentiva-

ran novament la demanda el que incrementarà els preus. En els propers mesos el Brent s'hauria de mantenir en el entorn dels 30 dòlars el barril, només al llarg de la segona meitat del any hauríem de veure un repunt cap als 40 dòlars. Altres matèries primeres industrials també estan patint caigudes per la davallada de la demanda, si observem la contaminació mesurada prop de plantes metal·lúrgiques s'observa un fort descens de les partícules en l'atmosfera el que indica clarament una menor demanda de mineral de ferro. L'or de la seva banda es continuarà beneficiant per la incertesa i la volatilitat, però també per les futures pressions inflacionistes que es poden derivar de la impressió massiva de paper moneda. Esperem que la unça d'or es mantingui en el entorn dels 1.600 dòlars en els propers mesos.

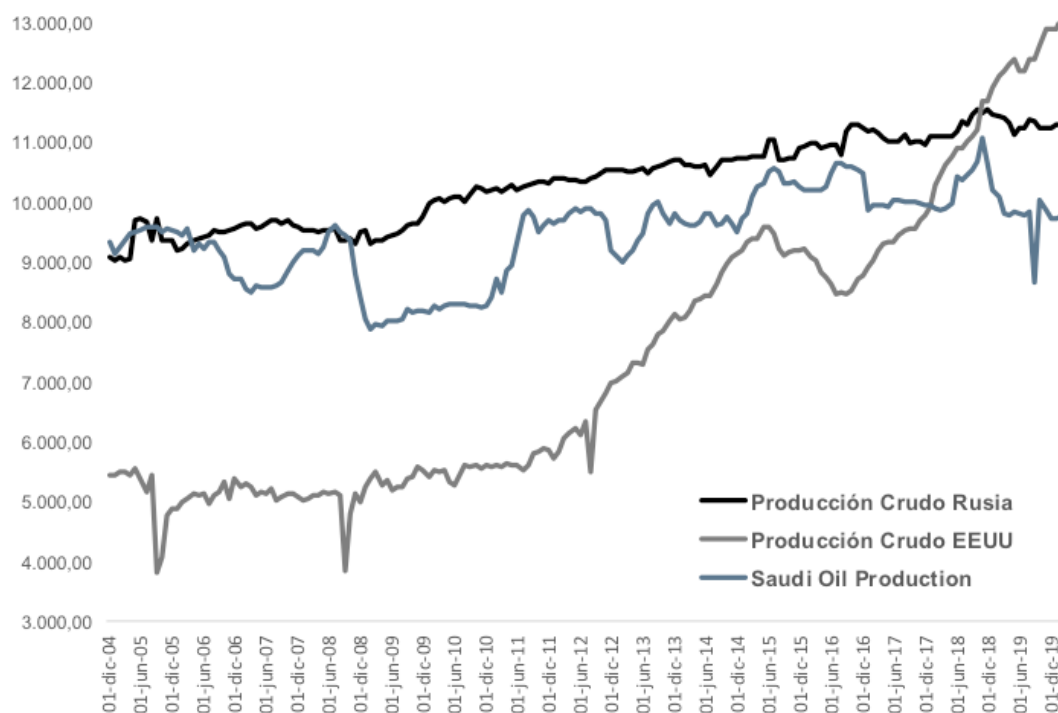
Evolució preu del Brent & WTI



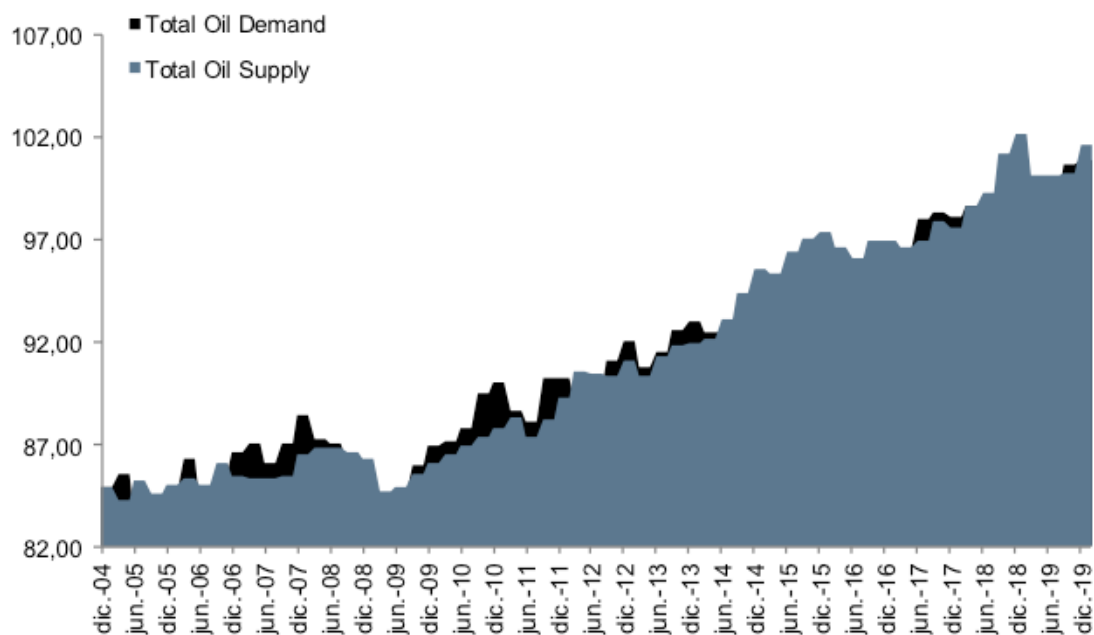
Creació nous pous EEUU



Producció de petroli



Demanda i Oferta mundial del petroli



Evolució Metalls i Mines



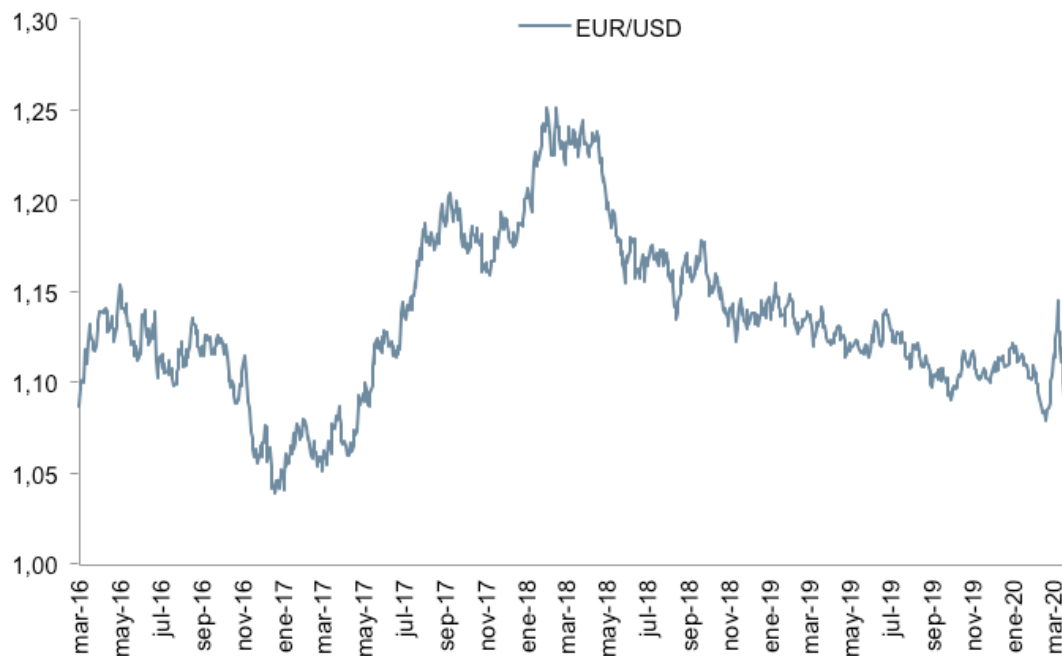
Evolució or i plata



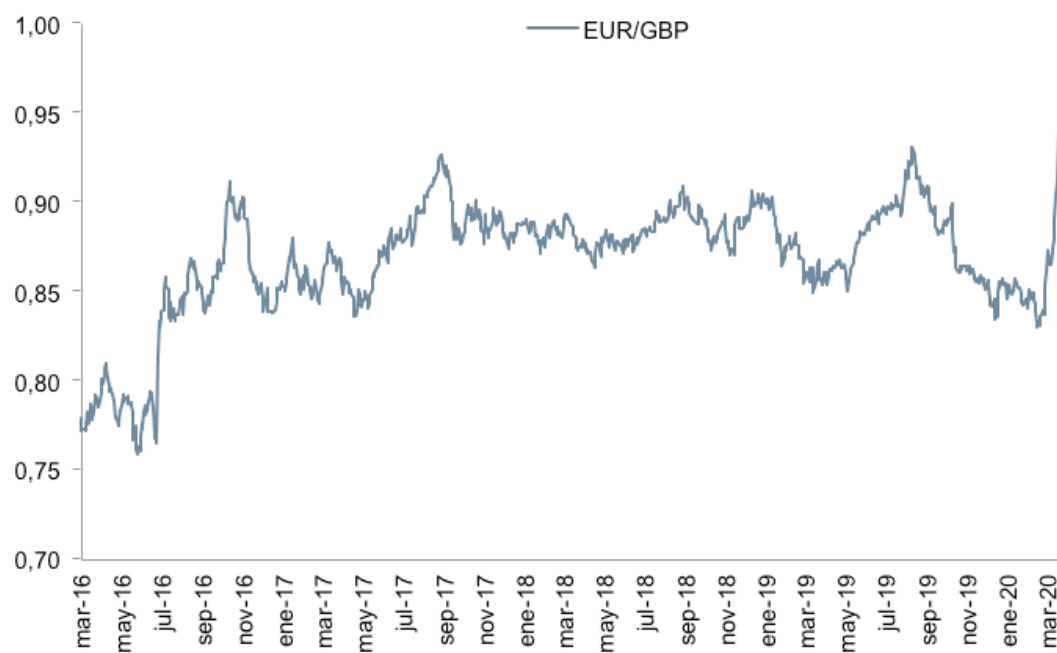
Els mercats de divises es troben certament dislocats, en un mercat volàtil com el actual les divises que actuen com a valor refugi s'haurien de comportar millor, i en, franc suís, dòlar americà. En l'EUR/USD, tant el BCE com la Reserva Federal han decidit incrementar els seus balanços i la decisió d'aquesta última de reduir també els tipus d'interès fins al rang 0%/0,25%

ha reduït el diferencial de tipus entre les dues divises, des dels nivells d'1,079 0 actuals esperem que l'encreuament torni cap a la zona del 1,12, més encara quan no es descarta que els Estats Units puguin injectar 2 bilions més de dòlars en cas que fos necessari el que portaria el dèficit fiscal a nivells similars als vistos durant la Segona Guerra Mundial.

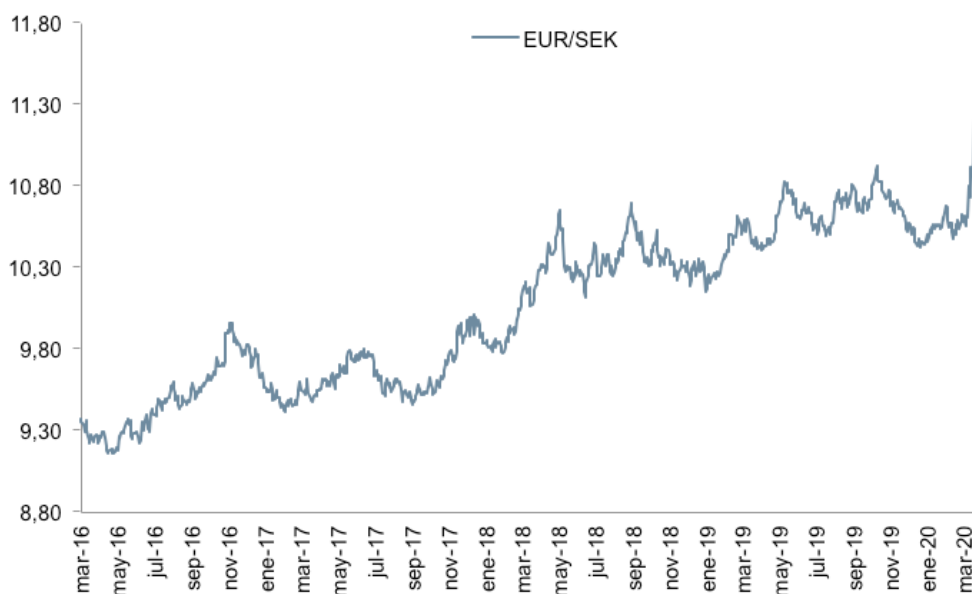
Evolució parell de divises EUR/USD



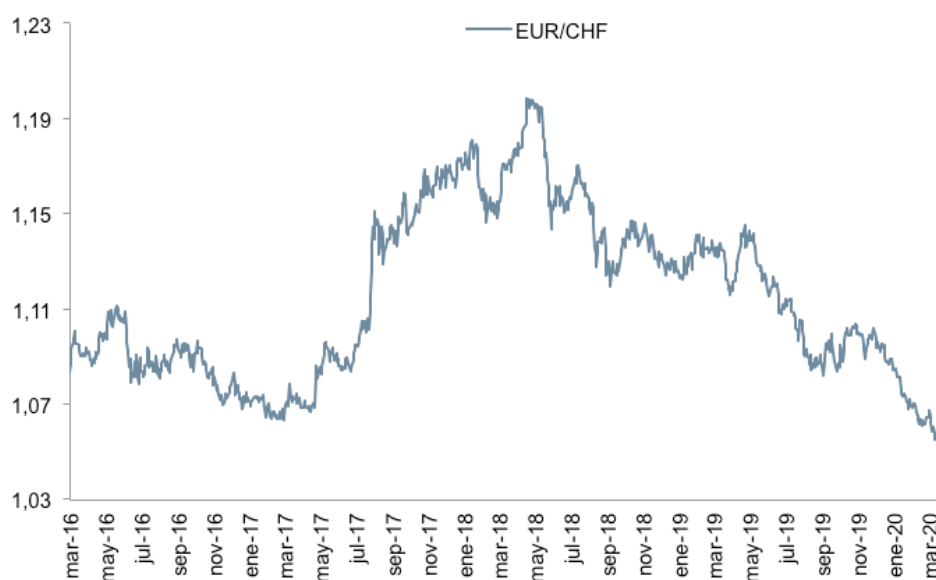
Evolució parell de divises EUR/GBP



Evolució parell de divises EUR/SEK



Evolució parell de divises EUR/CHF



Ens mostrem optimistes pel futur, l'actual crisi és producte d'un esdeveniment "fortuït" amb caràcter passatger. El més important és que governs i bancs centrals estan actuant de manera ràpida i coordinada, s'han après les lliçons de la crisi financera de 2008, i ara també aprendrem a gestionar millor les futures crisis sanitàries. De la mateixa manera que la contracció del nivells d'activitat ha estat intensa, esperem una recuperació també intensa de cara a la segona meitat del any.

Renda variable

El positiu inici d'any experimentat pels parquets d'arreu, s'ha convertit en unes poques setmanes en un malson pels inversors. Així, els índexs americans han passat de marcar nous màxims històrics a acumular caigudes acusades des del inici d'any (a tancament del 24 de març) d'entre el -20% pel Nasdaq, fins al -28% pel Dow Jones, passant pel -25% del S&P500. A Europa el panorama tampoc és gaire més engrescador, potser fins i tot una mica més fosc producte de la debilitat que ja arrosse- gaven certs països derivat dels efectes de la guerra comercial

xino-estatunidenca. L'EuroStoxx50 cedeix un 28%, el Dax ale- many un 27%, l'IBEX35 tot i superar els 10.000 punts per primer cop des del maig de 2018 va caure fins als 5.814 punts (-42%) i ara acumula una depreciació del 29%. Tot i aquest panorama dantesco ens mostrem optimistes pels motius exposats amb anterioritat i que no son altres que les condicions monetàries expansives i els paquets d'estímul fiscal adoptats per relançar les economies un cop superada la crisi sanitària.

Evolució valoracions borses mundials

	Divisa	Capitalizació Media	YTD	QTD	PER	PER Medio	Dividend Yield	EV / Ventas	EV / EBITDA	P / B	P / Cash Flow	RoA	RoE	Margen B ^o
EuroStoxx50	EUR	48.140,00	-27,05%	-27,05%	14,59	15,89	4,52	1,30	8,01	1,27	6,51	1,13%	9,33%	10,62%
Stoxx600	EUR	13.963,00	-25,01%	-25,01%	14,77	18,66	4,55	1,27	7,42	1,32	7,48	1,19%	9,91%	9,87%
Dax	EUR	29.805	-27,34%	-27,34%	16,63	--	4,21	1,02	6,77	1,15	7,37	1,39%	9,66%	7,26%
Cac 40	EUR	34.227	-27,85%	-27,85%	15,64	--	4,21	1,21	8,57	1,25	9,42	1,05%	8,63%	9,16%
Ibex 35	EUR	12.213	-29,60%	-29,60%	14,73	15,60	5,96	1,55	9,14	0,96	2,45	0,67%	6,55%	11,83%
FTSE MIB	EUR	9.542	-28,75%	-28,75%	11,43	--	5,91	1,08	6,04	0,84	9,02	0,89%	9,69%	10,07%
FTSE 100	GBP	14.483	-26,96%	-26,96%	15,65	--	6,31	1,14	7,45	1,34	6,32	0,96%	8,95%	8,74%
SMI	CHF	54.260	-14,42%	-14,42%	18,56	--	3,64	1,93	10,72	2,10	14,03	1,50%	12,61%	12,23%
MSCI Small Cap	EUR	1.404	-31,31%	-31,31%	15,47	16,06	3,96	1,16	8,34	1,21	5,31	1,68%	8,58%	8,01%
S&P500	USD	43.393	-20,95%	-20,95%	16,73	17,67	2,38	2,21	11,08	2,79	10,90	3,20%	15,73%	13,42%
Nasdaq	USD	4.309	-16,13%	-16,13%	47,14	32,23	1,28	3,04	20,03	3,84	16,68	3,79%	14,01%	12,18%
Dow Jones	USD	218.922	-23,72%	-23,72%	15,35	--	2,95	2,06	10,39	3,23	9,77	1,65%	19,70%	12,04%
Russell 2000	USD	843	-31,90%	-31,90%	--	25,41	2,13	1,49	21,05	1,49	12,49	0,27%	1,19%	3,99%
Nikkei	JPY	1.450.317	-18,52%	-18,52%	16,89	19,43	2,33	1,15	8,43	1,42	8,44	2,71%	8,65%	7,87%
MSCI EM	USD	10.500	-24,14%	-24,14%	11,87	13,59	3,31	1,51	8,13	1,26	7,22	2,09%	11,07%	12,02%
Mexico IPC	MXN	125.861	-22,21%	-22,21%	12,83	--	4,02	1,68	6,49	1,66	6,36	3,23%	12,80%	14,20%
Bovespa	BRL	32.191	-36,51%	-36,51%	13,47	39,66	4,81	1,53	7,20	1,50	6,39	2,35%	11,68%	12,27%
Micex	RUB	865.589	-20,65%	-20,65%	4,88	--	8,45	1,02	3,69	0,75	3,91	5,31%	15,26%	19,10%
Hang Seng	HKD	312.109	-17,41%	-17,41%	9,41	--	4,37	2,11	7,38	0,99	5,48	1,36%	10,62%	21,13%
Shenzhen CSI	CNY	99.785	-10,31%	-10,31%	13,04	--	2,26	1,85	12,87	1,66	7,65	1,59%	12,93%	13,17%
Sensex	INR	1.892.032	-30,99%	-30,99%	17,37	--	1,81	2,73	10,81	2,22	14,35	2,13%	12,41%	16,13%
Kospi	KRW	1.405.128	-21,70%	-21,70%	16,57	--	2,67	0,94	7,26	0,68	6,22	1,02%	4,25%	5,72%

Evolució sectors Stoxx600

	Divisa	Capitalizació Media	YTD	QTD	PER	PER Medio	Dividend Yield	EV / Ventas	EV / EBITDA	P / B	P / Cash Flow	RoA	RoE	Margen B ^o
Stoxx600	EUR	13.963,00	-25,01%	-25,01%	14,77	18,66	4,55	1,27	7,42	1,32	7,48	1,19%	9,91%	9,87%
Materiales Basicos	EUR	10.868	-32,46%	-32,46%	10,70	--	8,05	0,71	4,91	0,98	3,77	4,46%	10,48%	8,89%
Petroleo & Gas	EUR	17.823	-36,91%	-36,91%	14,84	--	8,43	0,68	4,88	0,86	3,62	1,97%	5,00%	5,96%
Industria	EUR	8.809	-30,33%	-30,33%	19,25	--	3,53	1,14	9,07	2,43	8,96	3,65%	13,74%	7,55%
Quimicas	EUR	13.837	-23,04%	-23,04%	21,13	--	3,29	1,56	10,48	1,80	10,25	5,56%	11,81%	8,29%
Materiales Construcción	EUR	11.905	-29,27%	-29,27%	12,85	--	3,73	1,04	8,03	1,49	5,98	3,67%	12,34%	7,97%
Utilities	EUR	15.996	-13,28%	-13,28%	21,97	--	5,06	1,64	9,12	1,57	6,73	2,68%	11,93%	8,04%
Salud	EUR	24.285	-11,44%	-11,44%	26,56	--	2,95	3,53	14,00	3,32	13,77	5,73%	14,67%	16,32%
Bancos	EUR	14.647	-37,62%	-37,62%	8,03	--	8,94	--	--	0,45	8,95	0,33%	5,86%	22,87%
Seguros	EUR	12.236	-31,14%	-31,14%	9,11	--	6,74	0,47	--	0,82	12,27	0,59%	9,23%	5,87%
Telecom.	EUR	15.163	-20,14%	-20,14%	19,60	--	6,31	2,04	5,75	1,36	2,96	1,75%	6,34%	12,94%
Alimentación	EUR	27.894	-21,24%	-21,24%	18,86	--	2,96	2,89	12,66	2,92	12,92	5,88%	16,15%	17,60%
Automoviles	EUR	13.248	-39,54%	-39,54%	6,81	--	8,35	0,35	2,98	0,56	2,96	2,49%	9,29%	4,80%
Tecnología	EUR	17.600	-19,17%	-19,17%	29,05	--	2,00	2,49	13,18	2,94	16,59	6,08%	13,35%	11,38%
Retail	EUR	11.060	-20,82%	-20,82%	23,24	--	3,35	0,81	9,37	2,32	8,46	3,79%	12,39%	4,60%
Real Estate	EUR	4.838	-28,11%	-28,11%	10,00	--	4,92	13,97	14,64	0,76	13,49	3,50%	7,58%	83,71%
Media	EUR	8.065	-30,65%	-30,65%	15,21	--	4,06	2,13	9,64	2,30	8,54	4,72%	15,34%	14,50%
Consumo Personal	EUR	24.128	-19,38%	-19,38%	21,08	--	3,70	2,57	10,80	2,72	12,34	7,18%	17,69%	16,05%
Viajes & Ocio	EUR	5.404	-44,34%	-44,34%	2,07	--	5,26	0,26	0,67	0,20	0,68	6,52%	19,36%	7,12%
Servicios Financieros	EUR	7.206	-26,58%	-26,58%	10,17	--	3,17	1,14	5,44	1,39	13,50	1,23%	16,59%	17,48%

No diem amb això que ens podem llençar de cap a comprar totes les companyies que més càstig han rebut. S'ha de ser selectiu alhora d'invertir perquè hi haurà sectors i indústries que trigaran més temps a recuperar els nivells previs a la crisi, sense ser exhaustius pensem en el sector turístic i de l'aviació, aquest últim inclou des de línies aèries, fabricants, empreses dedicades al manteniment d'avions i un llarg etcètera. Més encara quan al estiu del hemisferi nord es fa el gruix de la facturació i aquest estiu encara podrien haver hi restriccions per viatjar. En el actual entorn de volatilitat impera la prudència, així ens posicionem en sectors defensius com utilities, consum no-cíclic, healthcare o fins i tot telecom, aquest últim tot i els elevats nivells d'endeutament. Aquest últim es beneficia de la caiguda dels tipus d'interès i per extensió dels costos de finançament. En el sector Energy, tot i el sotrac experimentat per la caiguda del preu del petroli (-57% pel Brent des del inici d'any) també ens posicionem ja que la recuperació econòmica passarà per una recuperació dels preus del barril. Les empreses del sector ja han adoptat mesures per contrarestar la caiguda del preu del petroli com per exemple la reducció del CAPEX, el tancament de les operacions deficitàries a aquests nivells de preus, de moment no s'han produït rebaixes del dividend i en cas de que s'operés una retallada del 50% d'aquest encara oferirien atractius nivells de rendibilitat per dividend en el entorn del 6%. Un altra sector per el quin ens decanem és el sector Technology. Una de les mega tendències en el món de les inversions i que és un procés irreversible en les nostres societats. Aprofitaríem les correccions observades en les darreres setmanes per agafar posicions en empreses dedicades a oferir serveis al núvol, venda de software, serveis de consultoria ja que aquestes sub sectors mostren ritmes de crei-

xement superiors al PIB dels països desenvolupats. Aquestes apostes serien vàlides tant a Europa com als Estats Units. Tenim un biaix més positiu pels Estats Units ja que la dimensió dels estímuls és més gran que la d'Europa a banda de l'habilitat dels primers per superar abans les crisis. Si observem les valoracions dels principals índexs veiem una correcció d'aquestes respecte a les que teníem al inici del mes de març, tanmateix a poques setmanes d'iniciar la campanya de publicacions de resultats del primer trimestre 2020 observarem diferents profit warning que conduiran novament a un alça dels múltiples. Amb un ràpid cop d'ull observem com l'EuroStoxx50 ha passat de cotitzar a 18,2x beneficis al inici del març fins a les 14,5x actuals. Als Estats Units l'S&P500 cotitzava a 20,1x beneficis i ara ho fa a 16,1x. També destacable la valoració del IBEX35 i del FTSEMIB que després de les caigudes cotitzen a un preu valor en llibres inferior a 1. Pel que fa a la rendibilitat per dividend els retorns a Europa es situen per sobre del 4% i als Estats Units l'S&P500 ofereix una rendibilitat per dividend del 2,47% molt per sobre de la TIR a 10 anys pel deute de govern que paga un 0,85%. Als països emergents s'ha de fer una diferència entre aquells que son exportadors de matèries primeres i els que son consumidors d'aquestes. També hem de tenir present que molts sistemes sanitaris tenen importants mancances, el que pot amplificar encara més els efectes de la pandèmia. A nivell de fluxos d'inversors es comencen a produir les primeres entrades de capitals a emergents després de setmanes de sortides netes. Aquí apostaríem per la Xina, també per Corea del Sud, i Rússia en una menor mesura. En negatiu, atenció a la gestió de la crisi sanitària per part del Brasil i Mèxic, sense oblidar el impacte negatiu de la caiguda del cru.

Evolució valoracions sectors S&P 500

	Divisa	Capitalizació	Media	YTD	QTD	PER	PER Medio	Dividend Yield	EV / Ventas	EV / EBITDA	P / B	P / Cash Flow	RoA	RoE	Margen B*
S&P500	USD	43.393		-20,95%	-20,95%	16,73	17,67	2,38	2,21	11,08	2,79	10,90	3,20%	15,73%	13,42%
Industrials	USD	25.836		-27,21%	-27,21%	14,15		2,69	1,69	10,02	3,62	10,71	5,30%	21,55%	11,52%
Energia	USD	20.629		-51,75%	-51,75%	10,31		8,21	0,91	6,57	0,79	3,73	0,99%	2,10%	2,82%
Materials	USD	18.752		-27,46%	-27,46%	15,30		2,98	1,82	11,00	1,83	9,27	3,00%	7,28%	8,52%
Financiers	USD	35.577		-31,24%	-31,24%	9,51		2,98	2,04	—	1,02	7,03	1,41%	12,92%	25,02%
Telecom.	USD	90.930		-19,44%	-19,44%	17,76		1,57	3,09	10,00	2,73	9,80	5,56%	14,42%	18,24%
Cons. Discrecional	USD	35.690		-19,59%	-19,59%	20,21		1,59	1,66	10,92	6,53	11,76	6,34%	31,10%	8,81%
Salud	USD	53.614		-16,24%	-16,24%	18,34		2,01	1,75	12,97	3,64	13,15	6,28%	18,01%	9,41%
Utilities	USD	27.580		-13,09%	-13,09%	14,89		3,59	4,32	11,86	1,97	9,24	2,93%	11,20%	20,07%
IT	USD	77.242		-13,88%	-13,88%	22,29		1,61	4,39	14,46	6,29	15,36	10,54%	29,20%	22,25%
Cons. Personal	USD	56.679		-14,34%	-14,34%	18,29		3,19	1,65	14,64	5,29	14,62	6,24%	21,75%	8,39%
Real Estate	USD	21.193		-18,76%	-18,76%	39,01		3,83	8,66	19,14	3,09	16,16	3,89%	10,53%	22,68%

Renda fixa

Els nivells actuals de tipus d'interès, sobretot en el país desenvolupats, no ofereixen valor. Tanmateix alhora de construir una cartera és fonamental que aquesta estigui diversificada contenen diverses classes d'actius, i en un entorn tan volàtil com aquest més encara. En les darreres setmanes a mesura que el COVID-19 s'estenia pel planeta hem assistit a un "fly to quality". Els inversors s'han desfet dels actius de risc i s'han llençat, com si fos una febre del or, a comprar títols de deute públic d'Estats Units i d'Alemanya, entre d'altres governs de màxima solvència. Les caigudes de les rendibilitats han estat més intenses als Estats Units ja que el marge de maniobra de la Reserva Federal era major. Des del inici del any el T-Note acumula un augment del 8,25%. D'aquest costat del Atlàntic el Bund acumula un guany del 1,7%. Els augments s'expliquen pel "fly to quality" esmentat anteriorment. Tanmateix serà difícil veure caigudes de preu en el deute de

govern ja que tant la Reserva Federal com el BCE adquiriran els gruix del deute que s'anirà emeten el que hauria de mantenir les rendibilitats en els nivells actuals -0,35% pel Bund alemany, i 0,85% pel T-Note. A la perifèria d'Europa encara es pot trobar alguna oportunitat tot i que la posada en marxa del PEPP ha comportat un estretament de les primes de risc, així l'espanyola es situa al voltant dels 100 punts bàsics, mentre la italiana ho fa a nivells de 170 punts bàsics. El 10 anys grec es situava en nivells del 4% el passat dia 18, i la incorporació dels bons hel·lènics al PEPP va conduir la rendibilitat a nivells d'1,60%. Si observem l'evolució de l'emissió del Govern de Grècia 3,875% de 12/03/2029 aquesta passa de 100 a 118,80 en una setmana, trobant-se a 7 figures dels nivells pre-crisis. Apostariem pel deute de govern perifèric que ofereix encara un retorn positiu tot oferint una certa "seguretat" ja que el BCE està adquirint aquest paper.

Rentabilitats

			Ultimo	Ultimo trimestre	Fin año anterior
Core	Alemania	2 años	-0,72%	-0,77%	-0,60%
		10 años	-0,53%	-0,57%	-0,19%
	Francia	2 años	-0,62%	-0,69%	-0,59%
		10 años	-0,10%	-0,27%	0,12%
	UK	2 años	0,10%	0,37%	0,59%
		10 años	0,29%	0,49%	0,87%
Periféricos	EEUU	2 años	0,25%	1,62%	1,57%
		10 años	0,64%	1,66%	1,88%
	España	2 años	-0,25%	-0,51%	-0,39%
		10 años	0,53%	0,15%	0,47%
	Italia	2 años	0,28%	-0,26%	-0,05%
		10 años	1,41%	0,82%	1,41%
Emergentes	Portugal	2 años	-0,16%	-0,60%	-0,55%
		10 años	0,66%	0,16%	0,44%
	Rusia	3 años	--	3,00%	--
		10 años	3,57%	3,51%	2,99%
	Brasil	2 años	2,92%	2,24%	2,01%
		10 años	4,08%	3,95%	3,73%
	China	2 años	3,79%	2,74%	2,71%
		10 años	2,62%	3,14%	3,15%

Diferenciales

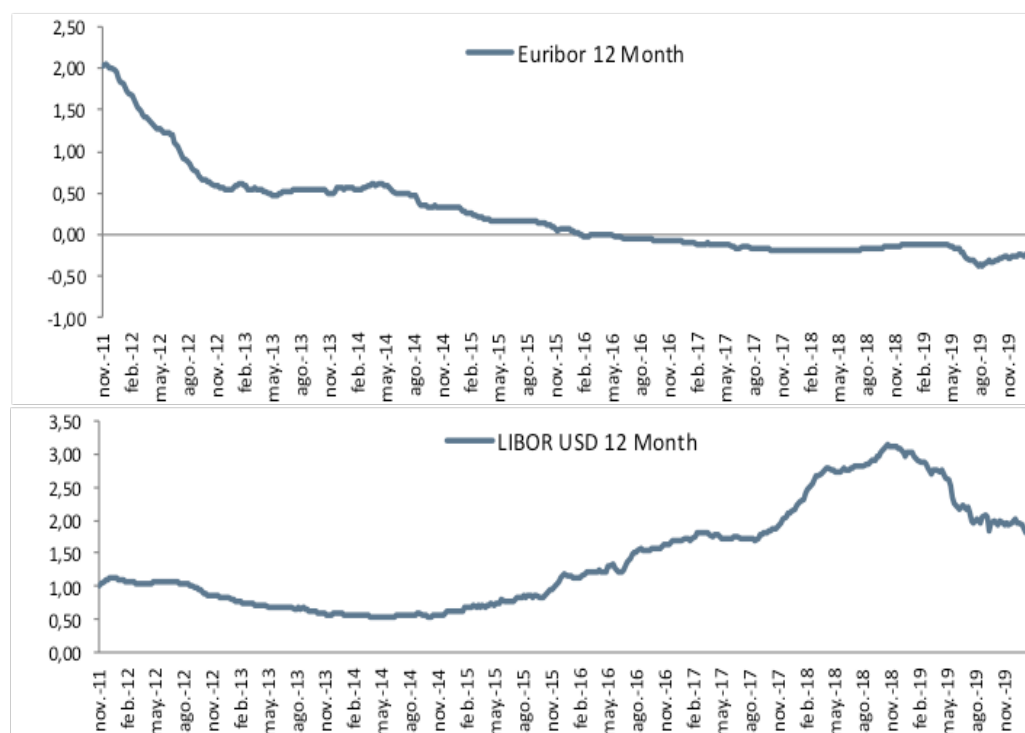
			Ultimo	Ultimo trimestre	6-ene.-20
Core	Alemania	2-5	1,31	-1,02	12,13
		2-10	18,10	19,08	41,02
	Francia	2-5	19,15	4,61	27,62
		2-10	52,02	41,33	70,08
	UK	2-5	3,53	-9,44	4,24
		2-10	17,81	10,93	26,63
	EEUU	2-5	10,64	-8,17	9,87
		2-10	38,05	3,88	30,75
Periféricos	España	2-5	27,39	20,47	29,77
		2-10	77,47	65,28	84,62
	Italia	2-5	52,20	46,04	71,81
		2-10	111,32	107,42	145,39

Pendientes

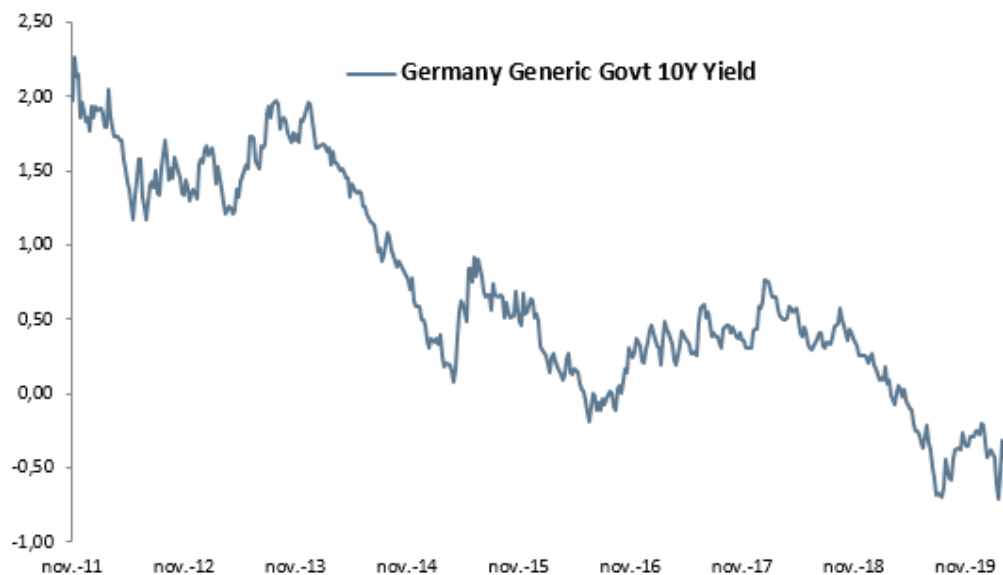
			Ultimo	Ultimo trimestre	Fin año anterior
Core	Alemania-Francia	2 años	8,77	6,93	0,89
		10 años	43,75	29,64	30,31
	Alemania-EEUU	2 años	-99,10	-239,68	-218,04
		10 años	-117,30	-223,97	-206,76
Periféricos	Alemania-España	2 años	48,44	25,49	21,54
		10 años	106,52	71,58	65,11
	Alemania-Italia	2 años	101,71	50,85	55,24
		10 años	194,11	139,39	159,70
	Alemania-Portugal	2 años	55,94	-25,36	-33,70
		10 años	118,95	-67,81	-94,59
	España-Italia	2 años	-53,26	16,63	4,26
		10 años	-87,60	73,03	62,16
	España-Portugal	2 años	7,49	-8,87	-17,28
		10 años	12,43	1,45	-2,95

Crèdit/CDS

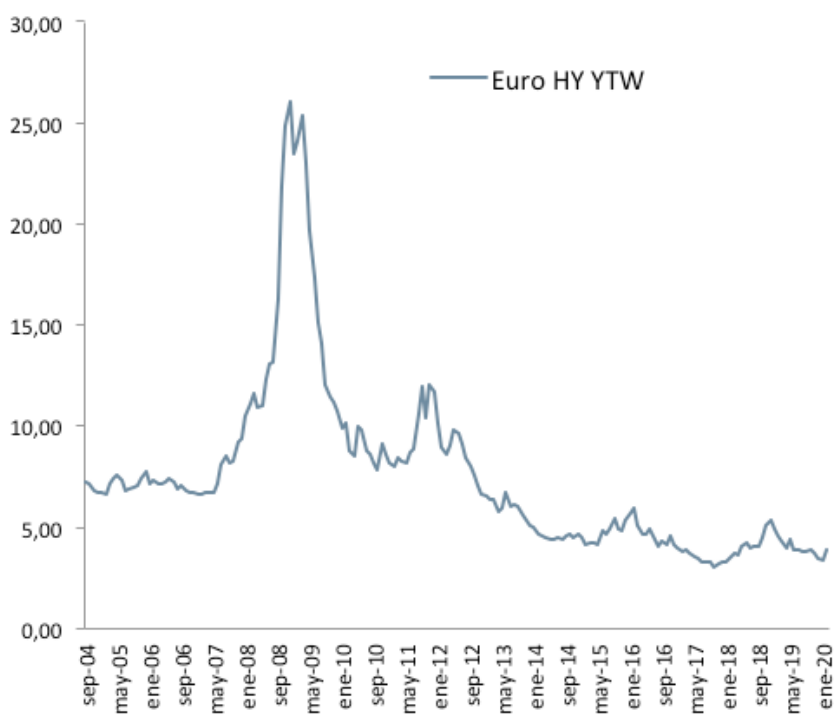
		Ultimo	Ultimo trimestre	Fin año anterior
Credito	iTraxx Europe Senior. Fro.	58,76	42,68	29,74
	iTraxx Europe Subor. Fro.	256,90	139,38	110,80
	iTraxx Europe Crossover	477,76	206,30	177,84
	Spread A-10yr USA	2,15	0,95	0,77
	Spread BBB-10yr USA	2,90	1,47	1,25
	Spread HY-10yr USA	9,18	3,97	3,25
CDS	Alemania	8,43	8,81	8,78
	Francia	17,76	17,88	18,19
	Portugal	35,30	37,76	37,72
	España	39,22	39,99	40,72
	Italia	159,19	179,14	164,86



Evolució BUND



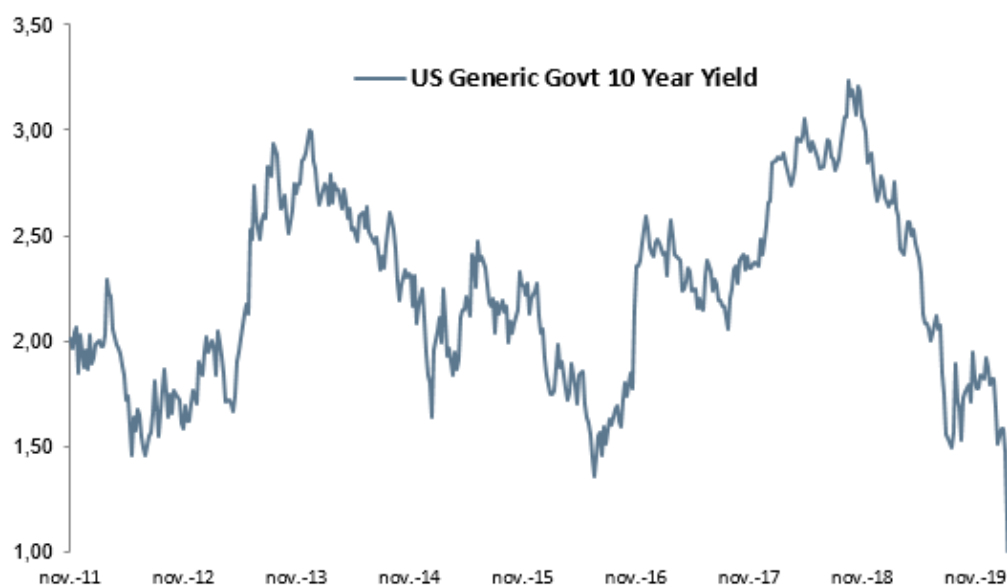
Evolució YTW High Yiled Europeu



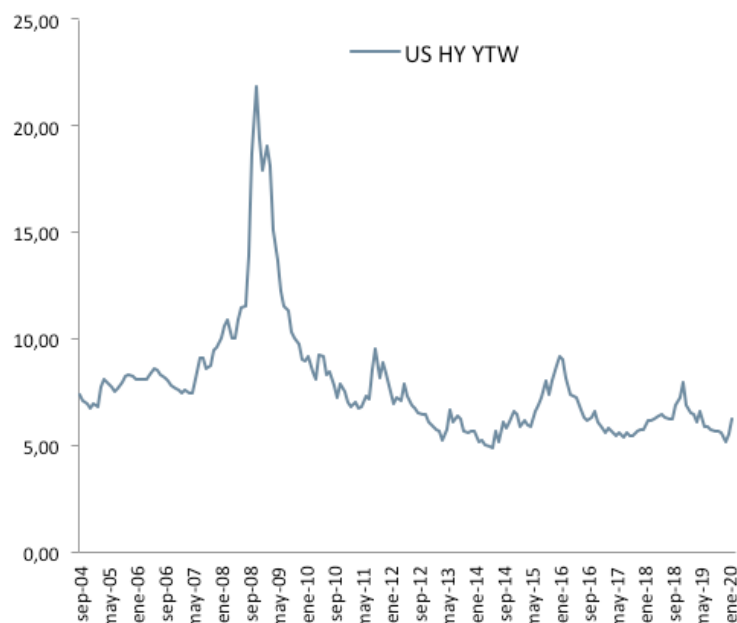
Als Estats Units també seguiríem la mateixa estratègia per protegir les carteres de nous possibles episodis de volatilitat. De moment és molt aviat poder avaluar si hi hauran pressions inflacionistes, tanmateix amb l'aturada generalitzada i la caiguda de la demanda no s'observen pressions en els preus. En el món corporate ens decanem per la qualitat i apostem per títols Investment Grade. La paralització de l'activitat ha deixat a moltes empreses sense ingressos i en el espectre High Yield això pot provocar un increment dels defaults sobretot en el sector Energy nord americà on productors de shale oil en molts casos es veuran obligats a tancar, ja abans de la forta caiguda del preu del petroli aquestes companyies tenien unes mètriques dèbils amb uns elevats nivells d'endeutament. Conseqüència d'aquest defaults, si el talla foc no es prou efectiu, el sector financer podria

haver de fer front a un increment dels impagats i això combinat amb la caiguda del marge financer deixa als bancs en una situació delicada. Als Estats Units evitariem el sector financer i ens posicionaríem en els sectors defensius tradicionals. A Europa també apostem per la qualitat i ens posicionem també en el segment Investment Grade en detriment del High Yield ja que els propers mesos hauríem de veure la magnitud dels danys en l'economia i les companyies més dèbils son les que més dificultats han de trobar. Tanmateix vist els nivells de tipus d'interès en el segment Investment Grade, un cop s'estabilitzi la situació i les compres d'actius per part del banc central continuïn els inversors aniran posicionant-se en High Yield a la recerca de retorn. Pel que fa al deute emergent, aquí en mantenim positius, més encara després de les correccions patides després del "fly to quality".

Evolució Treasury

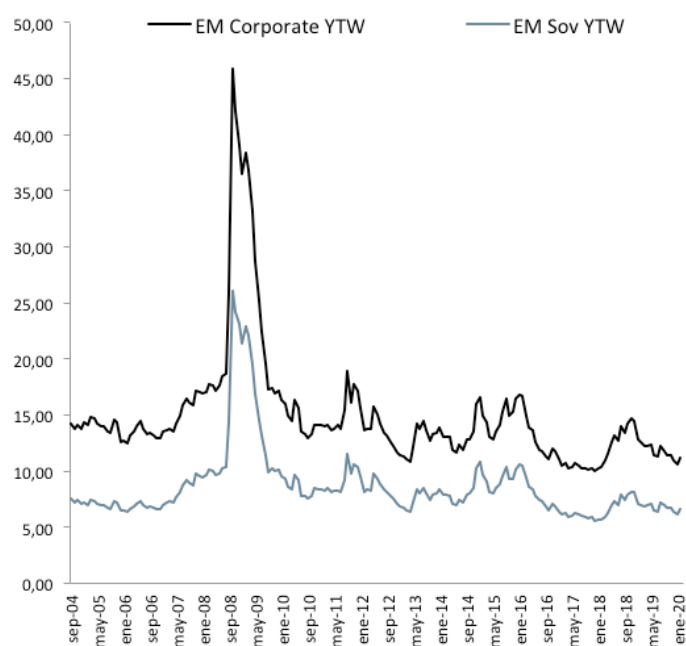


Evolució YTW High Yield Americà



Aquí privilegiem el deute d'aquells països que encara tenen marge de maniobra en matèria de rebaixa dels tipus d'interès i que tenien unes finances públiques relativament sanejades. Aquest serien la Xina i Rússia. Si bé en divisa local els retorns són més atractius, en cas que les divises d'aquests països patissin caigudes podria posar en entredit les polítiques de rebaixes de tipus d'interès davant del temor a un repunt de la inflació.

Evolució YTW Deute Corporate & Sovereign Emergent



Vall Banc | Global Outlook

Avís legal

Data de publicació: abril de 2020.

Aquest document ha estat elaborat únicament per a fins informatius i per a l'ús exclusiu del destinatari. Aquest és un recull d'informació pública i Vall Banc no es fa responsable de la seva integritat ni assumeix cap responsabilitat per les pèrdues que puguin derivar-se del seu ús. Aquest document no s'ha de distribuir sense el consentiment de Vall Banc, SAU. En cap cas es pot considerar un assessorament financer, fiscal o comptable.

La seva distribució en altres països pot estar subjecta a les restriccions que estableixin les lleis o els reglaments locals.

Grup Vall Banc. Tots els drets reservats.