

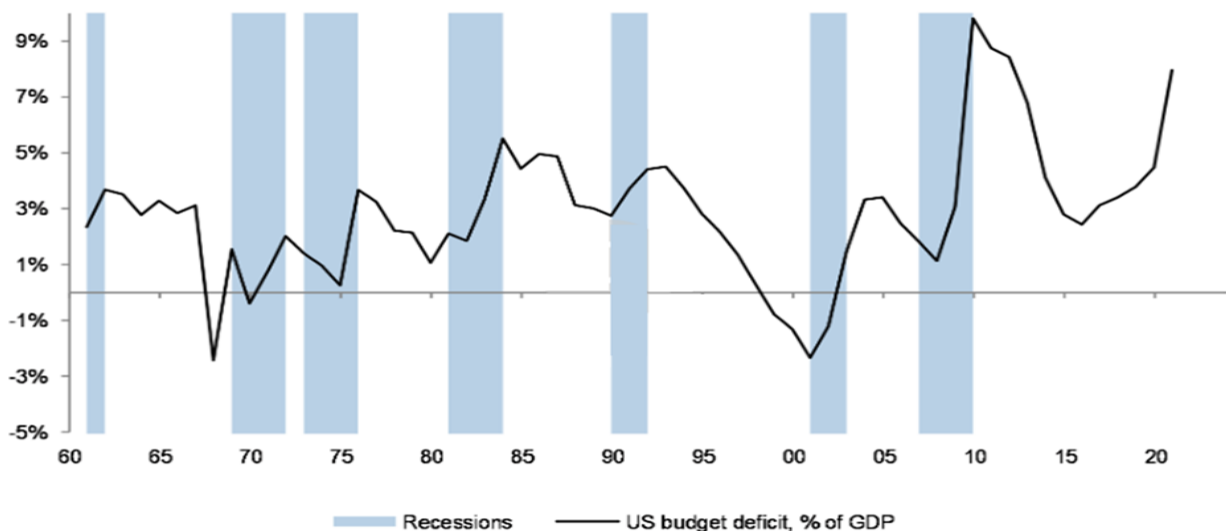


Tiempo de la Teoría Monetaria Moderna (MMT)

El anuncio que ha realizado Donald Trump, informando de que planea realizar una transferencia directa de 1.200 dólares a cada persona vía cheque, con un monto total cercano a los 500.000 millones de dólares, abre claramente la vía de la monetización del déficit. Recordemos que

Estados Unidos se planta al inicio de esta crisis con un déficit cercano al 5,5% y con la duda sobre su capacidad de poder implementar medidas de estímulo fiscal acordes con la gravedad del asunto.

Déficit Fiscal de Estados Unidos % GDP



Fuente: J.P. Morgan. Marzo 2020.

Hasta el momento las actuaciones de los gobiernos y los bancos centrales han sido de naturaleza dispar, aunque todas con carácter estimulador de la actividad económica. Ha habido bajadas generalizadas de tipos de interés y anuncios de aplicación de programas especiales de compra de bonos tanto gubernamentales como privados, líneas de crédito, avales, e incluso el último anuncio de la FED recoge dar financiación especial a pequeñas y medianas empresas.

Todo esto es realmente necesario para evitar un colapso financiero.

Recogemos en el Anexo 1 al final de este documento las principales medidas anunciadas por los bancos centrales de la eurozona y de Estados Unidos. Pero el problema de esta crisis es que se ataca por un lado la oferta, por otro la demanda y por un tercero la estabilidad del sistema financiero.

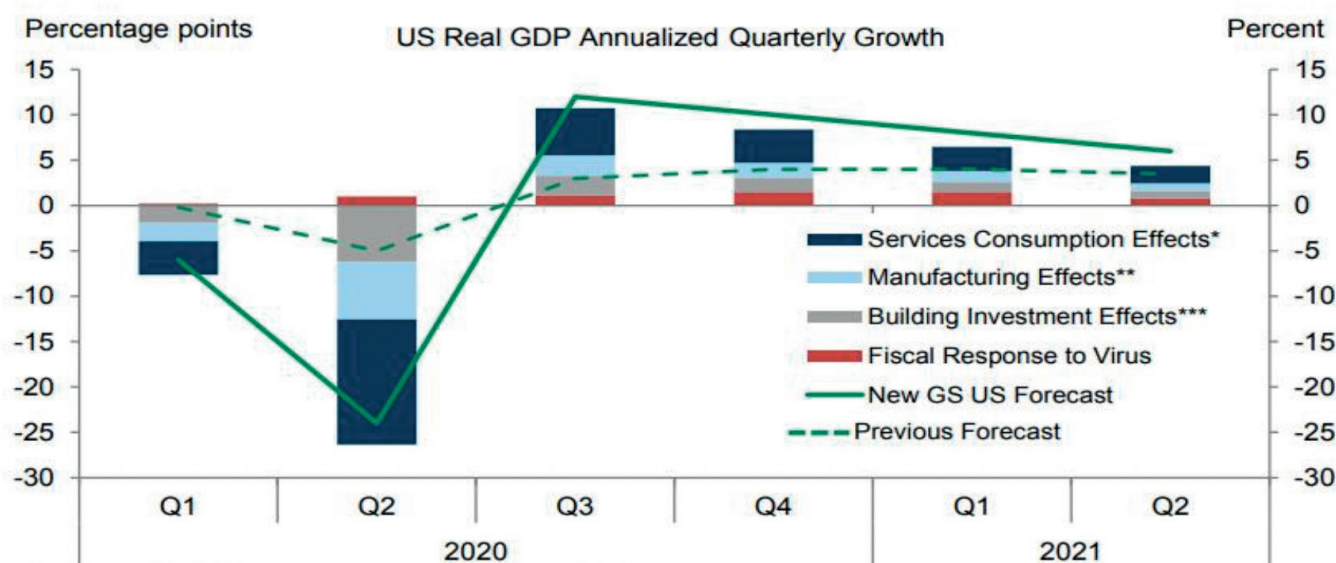
Las previsiones de crecimiento económico, como era de esperar, se están revisando notablemente a la baja. Ya hay un consenso en que habrá caídas del PIB global este año, pero la dispersión de las estimaciones todavía es demasiado elevada, lo que en cierto modo es esperable dado el nivel de incertidumbre con el que nos encontramos tanto en términos de duración de la pandemia como del impacto que las medidas de parón económico pueden tener.

No es fácil hacer una estimación del impacto que puede suponer la pandemia este año, por ejemplo, para el turismo

español. Se está hablando de una reducción de ingresos en este sector cercana a los 60.000 millones de euros, prácticamente un 5% del PIB español.

En el caso americano se estima que el PIB del segundo trimestre pueda llegar a caer un 25% en tasa anualizada, con un paro que puede llegar al 20% el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos Mnuchin, algo que ha reforzado algún miembro de la FED quien ha hablado incluso del 30%.

Estimación del crecimiento americano por trimestres.



* Includes cutbacks to consumption categories requiring face-to-face interaction.
 ** Includes reduced domestic and foreign demand for goods, supply chain disruptions, and plant shutdowns.
 *** Includes cutbacks to structures investment, homebuilding, and home sales.

Fuente: Goldman. Marzo 2020.

Con estos datos, la economía mundial parece encontrarse claramente en un escenario recesivo de gran magnitud.

JPM Economists GDP revisions

	2020e GDP		2021e GDP	
	Current	Start of the year	Current	Start of the year
US	-1.8	1.7	2.3	1.8
Eurozone	-3.4	1.2	4.7	1.5
UK	-3.7	1.1	4.1	1.5
Japan	-1.3	0.5	1.4	0.6
DM	-2.3	1.4	3.1	1.6
EM	0.7	4.2	6.2	4.4
World	-0.5	2.5	4.7	2.7

Fuente: J.P. Morgan. Marzo 2020.

Y la cuestión es la forma que tendrá la recuperación. ¿Será en V como está esperando la mayoría?, ¿acaso en U?, ¿debemos esperar una especie de V en la que la pata alcista tenga una pendiente cercana a los 45 grados? Como sea dicha recuperación tiene su importancia para los mercados, lógicamente, por las expectativas de medio y largo plazo sobre la valoración de los activos financieros.

Ahí es donde entra la política fiscal directa con los subsidios directos a los más afectados por el parón económico decretado. Muchas familias y pequeñas empresas dejarán de recibir una parte sustancial de sus ingresos, a pesar de los estabilizadores automáticos que funcionan en las economías en tiempos de recesión.

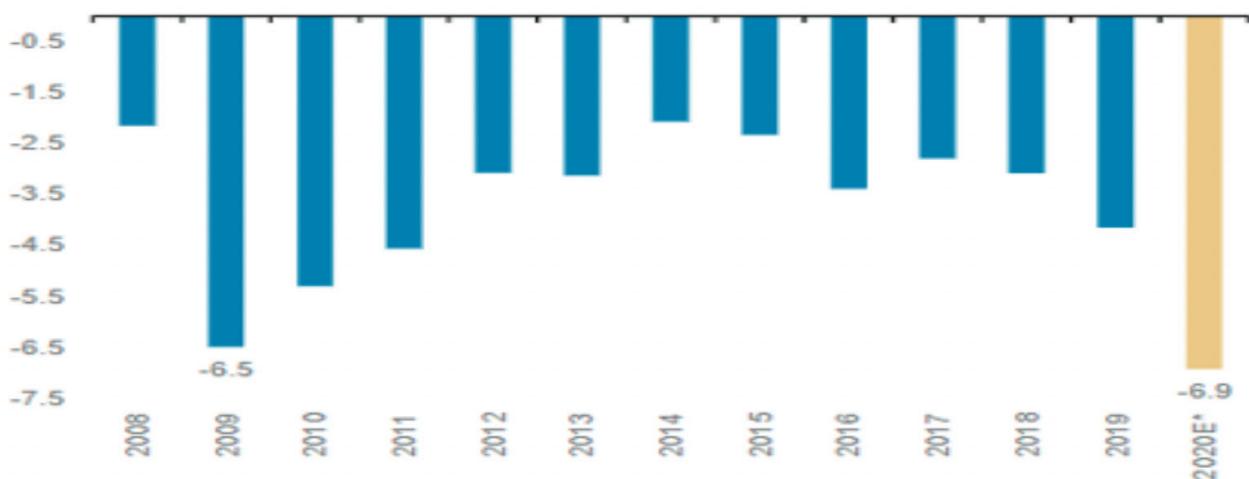
Nos encontramos en una situación en la que se reducen notablemente los ingresos de una parte importante de los agentes económicos y se mantienen los gastos de familias y empresas. Esto va a provocar un incremento notable del déficit fiscal.

No es una cuestión de prorrogar el pago de los impuestos cuando estos están ligados a una actividad que no se ha desarrollado. Además, la pérdida de ingresos para los agentes económicos puede forzar un círculo vicioso de reducción de consumo, menor actividad y presiones deflacionistas. Ante situaciones excepcionales se requieren medidas excepcionales. Hasta el momento las medidas anunciadas por los gobiernos en materia de política fiscal

parecen ir en la buena dirección, pero pueden ser insuficientes para solventar la gravedad del problema si no se realiza una recuperación en V. El tamaño de lo publicado parece que lleva el déficit primario por encima de los niveles alcanzados en la crisis financiera.

Recordemos que entonces se focalizaron las ayudas fundamentalmente en el sector financiero (bancos y seguros) con transferencias fiscales efectivas que llegaron a ir en algunos países más allá del 20% del PIB. En la crisis actual nos encontramos con muchos más afectados, prácticamente todos, lo que hace el esfuerzo fiscal más justificable.

Déficit primario de las economías del G4 más China



Fuente: Haver Analytics, CEIC, IMF, national sources, Morgan Stanley Research forecasts; Note: G4 + China aggregate is the PPP Based GDP weighted average. Note that China's general government cyclically adjusted primary balance is the augmented balance including both on -and off- budget balances. *Assumes \$1 trillion stimulus package in the US in response to COVID-19. Marzo 2020

Los estados podrían garantizar a sus ciudadanos que el impacto de esta excepcionalidad en su actividad va a ser mucho más limitado, creando vehículos especiales que emitan deuda con la que realizar transferencias directas al estilo de lo propuesto por la administración americana. Dicha deuda podría ser monetizada por los bancos centrales incrementando la base monetaria en cantidad equivalente a la deuda emitida.

De este modo, podríamos hacer frente a esta situación mitigando el daño de los colectivos más débiles evitando un colapso mayor. Igual que en la crisis de 2008 los americanos se adelantaron con las medidas de política

monetaria que luego acabaron siendo imitadas en el resto de países desarrollados, ahora son los primeros que han puesto encima de la mesa esa transferencia de dinero directo a familias y pequeñas empresas.

Dada la velocidad de reacción con la que se está actuando en este caso, somos optimistas de que la medida se extienda a otros países. De hecho, Alemania ya ha autorizado un paquete de unos 350.000 millones, alrededor de un 5% del PIB, que no va a computar en su criterio de déficit.

Conforme redactamos esta nota, salen nuevas medidas por parte de la FED para completar el armamento monetario que se va a poner encima de la mesa, que se adjuntan en el anexo 2 al final de este documento, con el fin de paliar los efectos del Covid 19.

Las medidas fundamentales implementadas por la Reserva Federal americana constituyen una batería de programas que permiten desplegar un estímulo monetario excepcional para las circunstancias excepcionales en que vivimos. Dicho programa se materializa en diferentes vehículos

1.- El programa de estabilización financiera dotará de capital por 30 a 100 mil millones de dólares para un vehículo que preste hasta 300 a 100 mil millones de dólares a empleadores, consumidores y negocios.

2.- Se amplía el programa de compras del tesoro de bonos y de hipotecas a otros instrumentos como los créditos estructurados 56G comerciales y de negocios desde los 500 a 100 mil millones de los dos instrumentos hasta el billón de dólares.

3.- Se activan nuevos vehículos que permiten garantizar el flujo del crédito a pequeñas y medianas empresas.

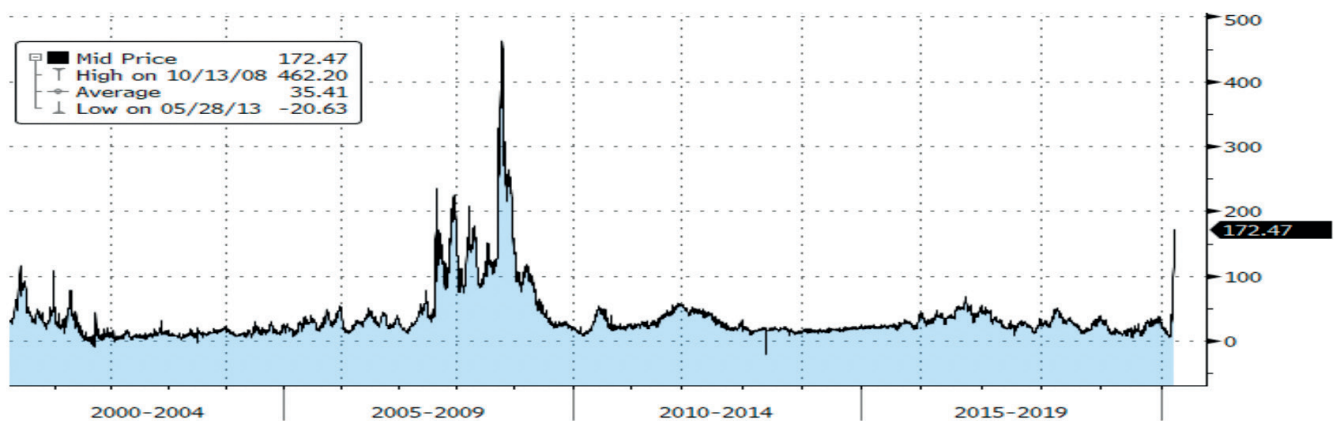
4.- Se activan nuevos programas para garantizar la liquidez de los bonos ya existentes en el mercado y para asegurar la emisión de nuevos bonos.

5.- Se abre una nueva línea de crédito para los ayuntamientos que admite casi todo tipo de instrumentos financieros para garantizarles la liquidez, reduciendo además los descuentos aplicados sobre dichos instrumentos.

La política monetaria moderna está en marcha.

Independientemente de estas medidas y de las que queden por llegar, el mercado sigue con su propia dinámica, habiendo rebotado desde niveles claros de sobreventa extrema, pero no podemos asegurar que hayamos encontrado el suelo. Por ejemplo, el papel comercial americano a tres meses mantiene los diferenciales cercanos al límite de intervención de la Reserva Federal.

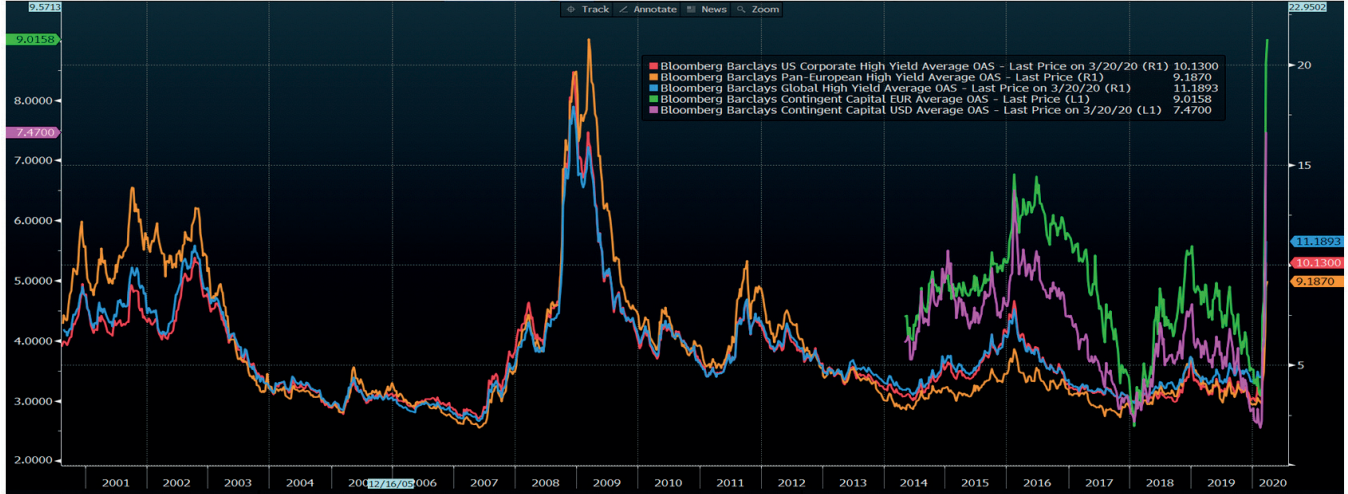
US commercial Paper 3 months Spread



Fuente: TBC. Marzo 2020.

Y el HY mantiene su alerta sobre la aversión al riesgo

Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Average OAS.

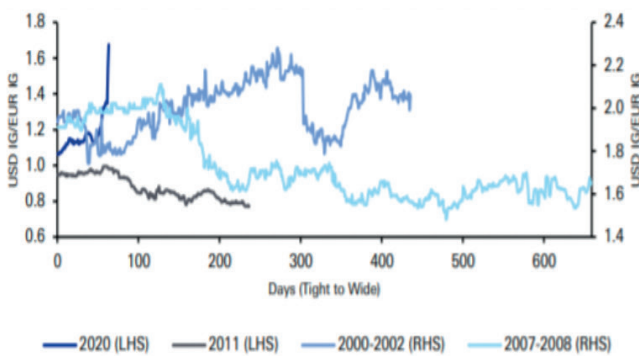


Fuente: Bloomberg Barclays. Marzo 2020.

Con estos niveles de retornos y haciendo las asunciones de niveles de quiebra similares a otros momentos de estrés, todavía parece que no hemos alcanzado el nivel de máximo estrés.

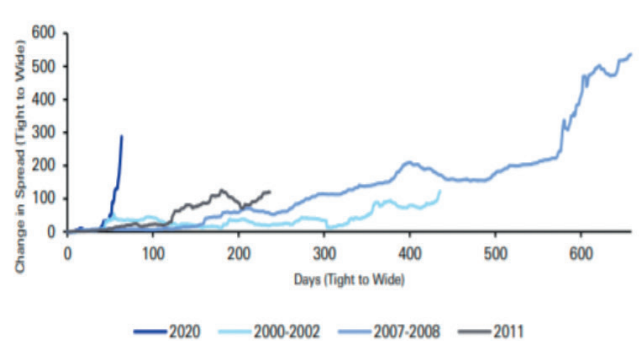
Los bonos de grado de inversión han experimentado también ampliaciones, y estas han sido tan bruscas como en otros activos, pero sufriendo más la parte americana que la europea.

Spread ratio of USDIG over EUR IG versus previous crises



Fuente: Deutsche Bank, ICE índices. Marzo 2020.

Magnitude and duration of USD IG spread moves versus previous crises



Fuente: Deutsche Bank, ICE índices. Marzo 2020.

En las bolsas empezamos a ver revisiones significativas en las estimaciones de beneficios que, aunque los analistas todavía no han actualizado plenamente sus estimaciones, los estrategas si están adelantando ese trabajo pasando de media de subidas de un solo dígito a caídas superiores al 20%. Si cogemos el ejemplo del S&P500, de unos beneficios esperados a principio de año cercanos a los 176 puntos, las

estimaciones actuales rondan el rango 132-140, bien es cierto que esperando un rebote en v en 2021.

En función del múltiplo P/ E que se le quiera poner como objetivo teniendo en cuenta las recesiones pasadas, así puede salir esa indicación de la valoración esperada del índice. Mostramos la tabla de BofA como ejemplo.

S&P 500 matrix

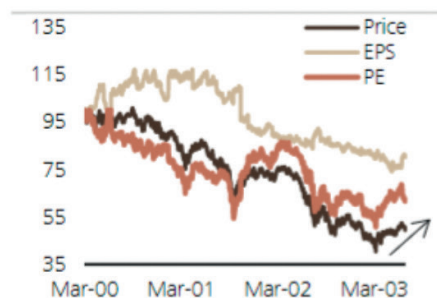
		S&P 500 12m fwd EPS				
		120	132	140	160	176
		-32% EPS	-25% EPS	-20% EPS	-10% EPS	+0% EPS
P/E multiple	9.0	1080	1188	1260	1440	1584
	11.0	1320	1452	1540	1760	1936
	13.0	1560	1716	1820	2080	2288
	15.0	1800	1980	2100	2400	2640
	17.0	2040	2244	2380	2720	2992

Fuente: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, Datastream, IBES. Marzo 2020.

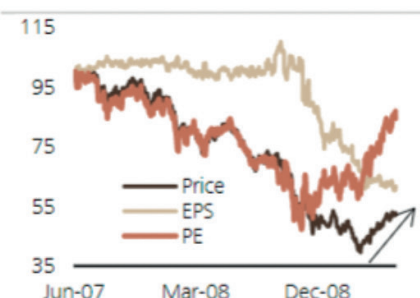
Si consideramos los 132 puntos como orientativos del índice americano, al nivel de 2237 que ha cerrado el día 23 de marzo, estaríamos a un P/E de 17 veces, lo cual no se puede considerar como extremadamente atractivo. No obstante, los mercados suelen presentar múltiplos cíclicos que parecen elevados justo en la parte de recuperación. Pero ahora mismo todavía estamos lejos de la recuperación.

En ese sentido tenemos que tener presente que hay un cierto desfase temporal entre los movimientos de los precios, los beneficios y los múltiplos en las diferentes fases del ciclo. Esto lo podemos ilustrar con lo sucedido en los tres últimos ciclos en Europa.

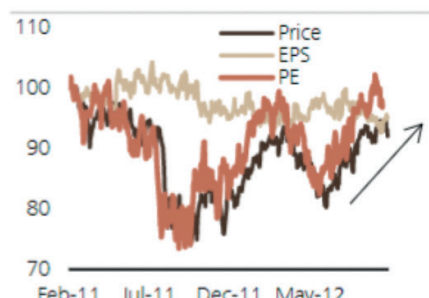
P, E and P/E: 2000-2003



P, E and P/E: 2007-2008



P, E and P/E: 2011-2012

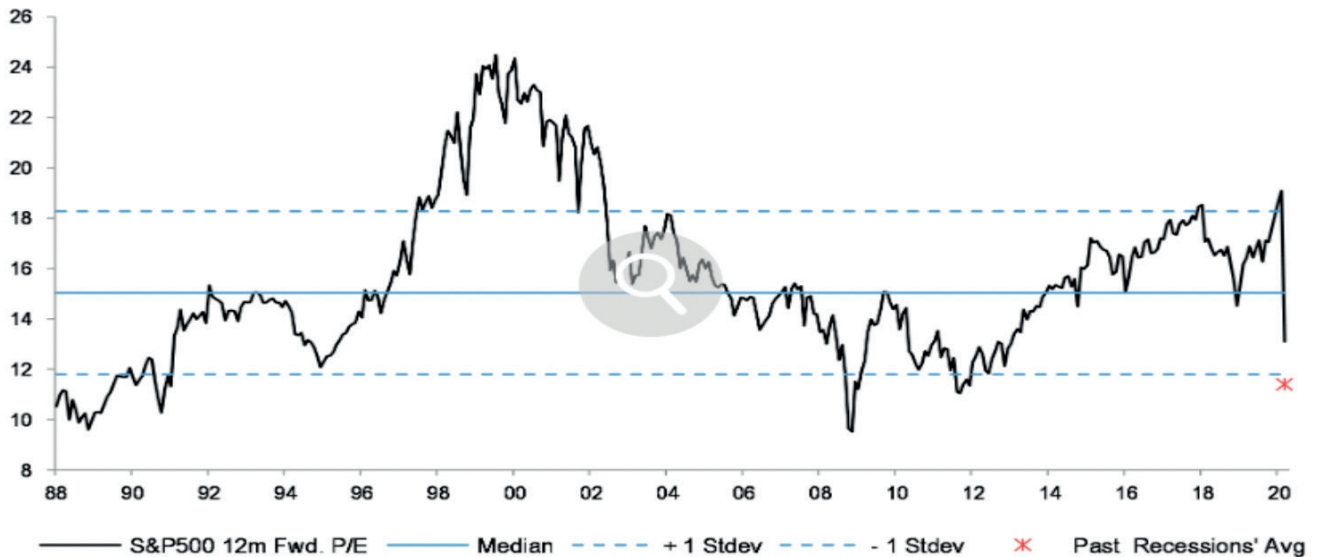


Fuente: Thomson Datastream, UBS European Equity Strategy. Marzo 2020.

Normalmente los beneficios tocan suelo alrededor de diez semanas después de que lo hagan los precios, y eso suele ser después de que empiecen las subidas de los mercados con recuperaciones superiores al 20% de los precios.

Si ponemos las estimaciones actuales para el S&P500 el múltiplo pagado está por debajo de su media, pero no en niveles extremos.

S&P500 12m Fwd. P/E



Fuente: IBES. Marzo 2020.

Así que es difícil poder asegurar que hemos tocado mínimos a pesar de la violencia de la corrección de los mercados. Las correcciones de las bolsas son similares a las medias de otras recesiones, pero las dos últimas han sido más violentas que la media, y esta crisis contiene elementos que la hacen diferente.

Peak to Trough Equity move around past recessions

Recession	S&P500 Peak Date before recession	S&P500 Trough Date	Move in SPX from Peak to trough
1948	May 46	Jun 49	-30%
1953	Jan 53	Sep 53	-15%
1957	Aug 56	Oct 57	-22%
1960	Aug 59	Oct 60	-14%
1970	Nov 68	May 70	-36%
1973	Jan 73	Oct 74	-48%
1980*	Nov 80	Aug 82	-27%
1990	Jul 90	Oct 90	-20%
2001	Mar 00	Oct 02	-49%
2008	Oct 07	Mar 09	-57%
Median Average			-28%
Current	Feb 20	Mar 20	-32%

Fuente: Bloomberg. *Double-dip recession. The average recessions drawdown has been of the order of 28%, however, we note that fall in the last two recessions was much higher, at around 50%. Marzo 2020.

Por ahora mantenemos las posiciones en activos de riesgo esperando la recuperación de los niveles de sobreventa y un cierto alivio por las medidas anunciadas tanto en política monetaria como fiscal.

Anexo 1: Acciones de los Bancos Centrales

Central Bank Actions	
	Expected Actions
US Actions Already Taken Mar 3 - The Fed cut rates by 50bp. Mar 12 - The Fed announced \$1.5tn repo operations. Mar 15 - The Fed cut rates by 100bp to the zero lower bound and announced QE of at least \$700bn, also cut the discount window primary rate by 150bp, the required reserve ratio by 10pt, and the extended discount window borrowing to up to 90 days. Also opened up swap lines with ECB, BoJ, BoE, BoC and Swiss National Bank in greater size and lower rate to help USD funding Mar 17 - The Fed announced 1) Commercial Paper Funding Facility (CPFF) to support the flow of credit to households and businesses; 2) Primary Dealer Credit Facility (PDCF) to offer overnight and term funding with maturities up to 90 days and will be available on March 20, 2020. Mar 18 - Federal Reserve Board broadens program of support for the flow of credit to households and businesses by establishing a Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF)	Fed to use its tools on hand, such as TALF as well as increase in asset purchases.
Euro Area Mar 12 - The ECB announced: 1) New temporary LTROs to bridge funding gaps to June; 2) More favourable terms on TLTRO III from June with expanded eligibility and a funding rate as low as 25bp below depo; 3) Additional QE of €120bn. Mar 18 - The ECB announced the €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Purchases will be conducted until the end of 2020 and will include all the asset categories eligible under the existing asset purchase programme (APP). The purchase will also include Greek debt	ECB could increase the size of its asset purchase programmes and adjust their composition if economic and market conditions warrant.

Fuente: Morgan Stanley, Marzo 2020

Anexo 2: Nuevas medidas anunciadas por la Reserva Federal

Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy

The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support households, businesses, and the U.S. economy overall in this challenging time. The coronavirus pandemic is causing tremendous hardship across the United States and around the world. Our nation's first priority is to care for those afflicted and to limit the further spread of the virus. While great uncertainty remains, it has become clear that our economy will face severe disruptions. Aggressive efforts must be taken across the public and private sectors to limit the losses to jobs and incomes and to promote a swift recovery once the disruptions abate.

The Federal Reserve's role is guided by its mandate from Congress to promote maximum employment and stable prices, along with its responsibilities to promote the stability of the financial system. In support of these goals, the Federal Reserve is using its full range of authorities to provide powerful support for the flow of credit to American families and businesses. These actions include:

- Support for critical market functioning. The Federal Open Market Committee (FOMC) will purchase Treasury securities and agency mortgage-backed securities in the amounts needed to support smooth market functioning and effective transmission of monetary policy to broader financial conditions and the economy.
- The FOMC had previously announced it would purchase at least \$500 billion of Treasury securities and at least \$200 billion of mortgage-backed securities. In addition, the FOMC will include purchases of agency commercial mortgage-backed securities in its agency mortgage-backed security purchases.
- Supporting the flow of credit to employers, consumers, and businesses by establishing new programs that, taken together, will provide up to \$300 billion in new financing. The Department of the Treasury, using the Exchange Stabilization Fund (ESF), will provide \$30 billion in equity to these facilities.
- Establishment of two facilities to support credit to large employers - the Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) for new bond and loan issuance and the Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF) to provide liquidity for outstanding corporate bonds.
- Establishment of a third facility, the Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), to support the flow of credit to consumers and businesses. The TALF will enable the issuance of asset-backed securities (ABS) backed by student loans, auto loans, credit card loans, loans guaranteed by the Small Business Administration (SBA), and certain other assets.
- Facilitating the flow of credit to municipalities by expanding the Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF) to include a wider range of securities, including municipal variable rate demand notes (VRDNs) and bank certificates of deposit.
- Facilitating the flow of credit to municipalities by expanding the Commercial Paper Funding Facility (CPFF) to include high-quality, tax-exempt commercial paper as eligible securities. In addition, the pricing of the facility has been reduced.

In addition to the steps above, **the Federal Reserve expects to announce soon the establishment of a Main Street Business Lending Program to support lending to eligible small-and-medium sized businesses, complementing efforts by the SBA.**

The PMCCF will allow companies access to credit so that they are better able to maintain business operations and capacity during the period of dislocations related to the pandemic. This facility is open to investment grade companies and will provide bridge financing of four years. Borrowers may elect to defer interest and principal payments during the first six months of the loan, extendable at the Federal Reserve's discretion, in order to have additional cash on hand that can be used to pay employees and suppliers. The Federal Reserve will finance a special purpose vehicle (SPV) to make loans from the PMCCF to companies. The Treasury, using the ESF, will make an equity investment in the SPV.

The SMCCF will purchase in the secondary market corporate bonds issued by investment grade U.S. companies and U.S.-listed exchange-traded funds whose investment objective is to provide broad exposure to the market for U.S. investment grade corporate bonds. Treasury, using the ESF, will make an equity investment in the SPV established by the Federal Reserve for this facility.

Under the TALF, the Federal Reserve will lend on a non-recourse basis to holders of certain AAA-rated ABS backed by newly and recently originated consumer and small business loans. The Federal Reserve will lend an amount equal to the market value of the ABS less a haircut and will be secured at all times by the ABS. Treasury, using the ESF, will also make an equity investment in the SPV established by the Federal Reserve for this facility. The TALF, PMCCF and SMCCF are established by the Federal Reserve under the authority of Section 13(3) of the Federal Reserve Act, with approval of the Treasury Secretary.



El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Este documento ha sido elaborado CaixaBank Asset Management SGIC,S.A.U con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambio sin previo aviso. CaixaBank Asset Management SGIC,S.A.U no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. La información que se incluye en el presente informe se ha obtenido de fuentes públicas y consideradas como fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente documento no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. CaixaBank Asset Management SGIC,S.A.U no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este informe. Comportamientos de variables en el pasado puede que no sean un buen indicador de su resultado en el futuro. CaixaBank Asset Management SGIC,S.A.U es la entidad gestora de los fondos de inversión referidos en el presente documento. CaixaBank Asset Management SGIC,S.A.U es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV con el nº15. CaixaBank Asset Management SGIC,S.A.U está domiciliada en Paseo de la Castellana 51, Madrid con CIF A-08818965. CECABANK, S.A es entidad depositaria con número de registro 236 de CNMV. Las decisiones de inversión o desinversión en el fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en vigor en cada momento. Las inversiones de los fondos están sujetas a las fluctuaciones de mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que el valor de adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Puede consultar la política de inversión completa en el documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI) disponible con el resto de información legal a través de la página web <https://www.Caixabankassetmanagement.com> y en los registros oficiales de la CNMV, www.cnmv.es