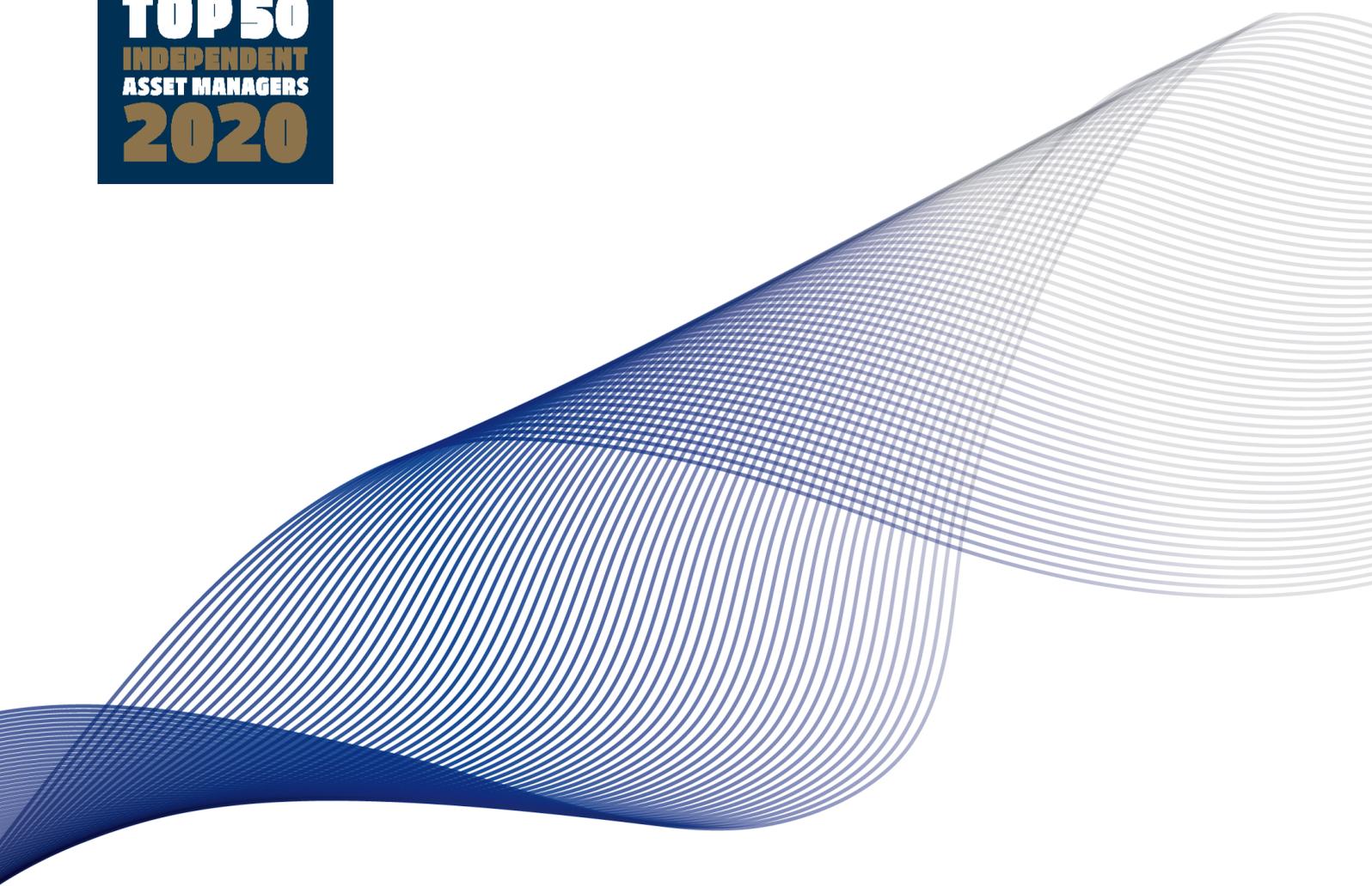


PP Prime Partners

— DEPUIS 1998 —

MARKET INSIGHT

SEPTIEMBRE 2020





¡Hemos hecho lo más fácil! ¿Y ahora?

Considerando retrospectivamente el pesimismo que reinaba en primavera, tanto en el frente económico como en los mercados financieros, el verano de 2020 ha traído numerosas sorpresas. En efecto, muchas de las previsiones, a menudo catastróficas, resultaron ser completamente erróneas.

Desde el punto de vista de la economía mundial, ha ocurrido lo que esperábamos: hemos visto un rebote en forma de V de la coyuntura, en lo que respecta a numerosas estadísticas de consumo, producción o indicadores avanzados (índices PMI) que se han publicado.

Aunque nos alegra esta situación, debemos reconocer que el momentum positivo que

banqueros centrales, permiten evitar que el desempleo aumente demasiado. En este contexto, no se pueden pasar por alto los recientes anuncios de planes sociales o despidos, que podrían influir en la capacidad de repunte de la demanda, si se llegara a dar un alza sostenida de la tasa de desempleo.

Asimismo, sin una clara visibilidad en el frente coyuntural y sanitario, es muy probable que la inversión de las empresas siga siendo limitada a corto plazo.

Aunque no ponemos en duda nuestro escenario global de una recuperación de la actividad a mediano plazo, pensamos que esta última tendrá una evolución más errática durante los

« Trouver son chemin entre les opportunités et les risques encourus reste un défi quotidien. »

FRANÇOIS SAVARY, CHIEF INVESTMENT OFFICER, PRIME PARTNERS

surgió a finales de primavera ha decaído recientemente debido a la falta de control de la epidemia covid-19 en los Estados Unidos y a los rebotes en Europa y Asia.

Si bien las cifras de mortalidad siguen siendo mucho más bajas que las que se vieron durante el invierno y la primavera, el sentimiento de los agentes económicos ha sido penalizado por la acumulación de nuevas infecciones en numerosos países. En otras palabras, el covid-19 es una realidad que permanece anclada en nuestra vida cotidiana, lo que puede afectar la confianza de los empresarios y consumidores durante los próximos meses.

La dificultad para gestionar esta crisis reside en el hecho de que se trata de un verdadero shock, que afecta simultáneamente la oferta y la demanda. Un fenómeno poco común cuyas consecuencias negativas para la economía mundial no deben ser subestimadas, en caso de que las cosas tomaran el rumbo equivocado.

El regreso a clases, que está a la vuelta de la esquina, será crucial para observar si las medidas de apoyo, implementadas por los gobiernos y los

próximos meses, a no ser que se disponga pronto de una vacuna contra el covid-19.

En pocas palabras, nos parece que hemos hecho lo fácil en el frente económico y que a partir de ahora hay que acostumbrarse a la idea de que la actividad económica no volverá a los niveles de 2019 antes de finales de 2021, o incluso hasta el primer semestre de 2022.

Las políticas económicas han seguido el impulso de las decisiones adoptadas a finales del invierno de 2020: la inyección de liquidez sigue siendo masiva y parece que se mantendrá a largo plazo, según las diversas declaraciones de los banqueros centrales y los políticos.

La adopción del Plan Europeo de Recuperación, a finales de julio, es además reveladora del espíritu que anima a los responsables de decidir: ¡a condiciones excepcionales, medidas no menos excepcionales!

Más específicamente, el acuerdo alcanzado por los dirigentes europeos es un acontecimiento importante para el viejo continente en su

intento de hacer perenne una unión, sobre la



que las dudas no habían hecho más que aumentar en los últimos años. El tiempo nos dirá si Europa ha pasado definitivamente la página de sus extravíos para inscribirse en un proceso que afirme su inevitable fortalecimiento.

En términos generales, lo que ha pasado en Europa debe inscribirse en el marco de las reflexiones sobre el alcance de los medios presupuestarios y monetarios concedidos a nivel mundial para gestionar la crisis actual.

Las preguntas sobre el aumento masivo de la deuda o el riesgo inflacionario que conlleva tal prodigalidad son totalmente legítimas. Las respuestas a tales preguntas no son obvias.

La adopción de facto de la "teoría monetaria moderna", que somete la política de los principales tesoreros a las necesidades presupuestarias, fue la parte más fácil de esta elección, dado el contexto económico excepcional que estamos viviendo.

Sin embargo, puesto que la teoría mencionada no está exenta de críticas, este salto a lo desconocido podría resultar más difícil de manejar de lo que parece en el papel. Esto podría complicar el trabajo de los banqueros centrales y sus homólogos gubernamentales durante los próximos trimestres. El principio de realidad, que ha regido las decisiones de los últimos meses, tendrá que permanecer en el centro de sus acciones; un reto que no será fácil de afrontar, dada la falta de certeza.

Así, el problema de la inflación y el riesgo de su retorno al primer plano seguirá en el centro de las discusiones. En este contexto, es interesante notar el fuerte aumento de los precios del oro durante el verano, lo que podría indicar que los operadores del mercado se muestran ahora escépticos sobre la capacidad de los responsables que toman las decisiones para mantener bajo control las presiones inflacionarias.

Una vez más, lo más fácil ha quedado atrás en la gestión macroeconómica de la crisis. La implementación de los planes de acción masivos que hemos visto es notable. Queda por ver si los responsables de la toma de decisiones no "han jugado a ser aprendices de brujo", justificando los temores de algunos de una huida hacia adelante con consecuencias nefastas desde el punto de vista económico y financiero.

Lo que nos lleva al comportamiento de los mercados durante el periodo estival.

Como dijimos antes, el alza del precio del oro -a pesar de su reciente consolidación- es un fenómeno importante; asimismo, la caída de la moneda estadounidense, que aparece, al menos parcialmente, como el corolario del alza del precio del metal amarillo, ha sorprendido a más de uno. Por nuestra parte, estamos satisfechos con estos dos cambios, ya que estábamos posicionados para tales circunstancias en nuestra asignación de activos.

Sin embargo, la amplificación de los movimientos de estas dos inversiones (oro y dólar) durante el verano, combinada con una forma de consenso sobre la continuación de las tendencias recientes, debe servir para interrogarnos sobre la durabilidad de nuestras posiciones en este ámbito. Volveremos a esto más tarde.

En el frente de los bonos, favorecer el retorno a la liquidez y a las condiciones de mercado "normales" constituyó sin duda el centro de la reacción de las autoridades monetarias y políticas durante la primavera. Al término del periodo estival, hay que decir que el éxito ha sido total.

En un contexto de tipos de interés cero, incluso negativos, sobre la deuda pública, la compresión de los "spreads" de crédito ha sido el punto culminante de los últimos meses. ¿Quién hubiera pensado hace tan sólo seis meses que las tasas de deuda de alto rendimiento volverían a niveles tan bajos?

El hecho es que, si bien las autoridades han hecho todo lo posible para prevenir quiebras masivas, no se puede evitar una forma de "destrucción creadora" durante los próximos trimestres. Por lo demás, es de esperar que esta última se materialice. En efecto, la multiplicación de empresas "zombis" no sería una evolución positiva para la economía a mediano plazo.

Todo esto nos lleva a pensar que el potencial en el crédito es a partir de ahora limitado. ¡Separar el trigo de la paja no será fácil, pero los que toman las decisiones tendrán que hacerlo! En términos generales, evitar el retorno de los grandes temores sobre la deuda corporativa, aceptando al mismo tiempo las inevitables quiebras, no es una misión tan fácil como se podría pensar.





Lo que nos lleva a los mercados de las acciones. ¡Si tuviéramos que resumir su reciente evolución, el término "increíble" sería el apropiado!

En primer lugar, porque el pesimismo de marzo apenas sugería que los mercados bursátiles pudieran volver a los máximos de febrero, al igual que los índices estadounidenses.

Mejor aún, ver al Nasdaq batir récord tras récord es bastante notable.

En segundo lugar, a nivel personal, tenemos que admitir que la fortaleza de los mercados de valores nos ha sorprendido.

No es que hubiésemos aullado con los lobos en marzo; más bien lo contrario. Sin embargo, hemos sido demasiado prudentes en nuestra evaluación de la posibilidad de un repunte de los activos de riesgo, especialmente desde el comienzo del verano.

Un mal menor, ya que hemos participado ampliamente en el movimiento alcista de los índices.

De hecho, en marzo identificamos rápidamente que los medios implementados para promover el retorno a la normalidad en los mercados de bonos constituían la base de una importante recuperación de los precios de las acciones.

El hecho de que hayamos entrado en un ciclo de "superliquidez" favorable a las acciones a medio plazo no nos parece que deba ponerse en duda, sobre todo si la recuperación de la coyuntura se confirma durante los próximos trimestres. Sin embargo, la capacidad de los mercados bursátiles para seguir avanzando sin una verdadera consolidación es sorprendente.

Este último punto es tanto más cierto cuanto que una forma de condescendencia es evidente, en vista de ciertos indicadores de sentimiento de los inversionistas.

Además, la evaluación del mercado resulta onerosa en la actualidad, especialmente en los Estados Unidos. Y aunque la temporada de ganancias para el segundo trimestre resultó ser mejor de lo esperado, no hay que olvidar que las expectativas de ganancias habían sido previamente objeto de revisiones a la baja, que podríamos calificar de masivas.

Si añadimos a esto algunos acontecimientos políticos y geopolíticos a veces desfavorables,

resultará comprensible que no dejemos de expresar cierto escepticismo sobre la capacidad de las bolsas para seguir progresando sin consolidarse en los próximos meses.

Este último punto es tanto más cierto cuanto que estamos entrando en el corazón de la campaña presidencial estadounidense, ¡que promete unos cuantos giros (es un eufemismo)!

Para terminar con este panorama mundial de sucesos económicos y financieros del verano de 2020, no logramos separarnos del sentimiento de que no debemos extrapolar los movimientos recientes al futuro inmediato. Una manera de poner en práctica el famoso principio de realidad que mencionábamos anteriormente.

Es el momento de pasar a la reciente evolución de nuestra asignación de activos.

Digámoslo sin rodeos, las líneas generales de esta última no han variado de manera significativa: voluntad de diversificar los riesgos; gestión prioritaria de estos últimos; examen de las opciones adoptadas a la luz de los acontecimientos del día a día en los planos económico, político y financiero; y, por último, mantenimiento de un enfoque fundamentalmente táctico, en un contexto en el que las incógnitas son tales que nadie puede subestimar el corto plazo en relación con las tendencias a largo plazo.

Nuestra política de inversión no ha variado mucho, principalmente debido a la falta de una verdadera consolidación en los mercados de valores.

A pesar de que habíamos reducido las protecciones en los índices que poseíamos, en particular en los perfiles más agresivos, tras el descenso de las cotizaciones bursátiles en junio, no modificamos la ponderación de las acciones en la cartera en julio y agosto.

Sin embargo, a medida que el crecimiento de las bolsas las lleva a niveles de "escasez de oxígeno", la cuestión de un refuerzo de las protecciones se hace cada vez más urgente; esto es tanto más cierto cuanto que la progresión de los precios se efectúa de manera relativamente estrecha, en términos de participación de los sectores al alza, y que el contexto de la campaña electoral en los Estados Unidos suscita numerosas interrogantes.

Por el momento, hemos renunciado a adoptar una posición más defensiva en los mercados de acciones, lo que no significa que no lo vayamos a hacer.

Sin embargo, cualquier posible decisión en ese sentido sería sólo una medida temporal y táctica, puesto que seguimos convencidos de que las acciones deben ocupar un lugar destacado en la asignación de activos a mediano plazo. El mantenimiento de un entorno de tasa de interés cero, unido a una continuación de tendencia de recuperación económica en la que creemos, apunta a esa dirección.

Cabe señalar, sin embargo, que hemos aumentado un poco nuestra exposición siguiendo ciertas estrategias long / short en acciones en nuestras carteras.

En el frente de los bonos, tampoco hemos cambiado el rumbo de nuestras posiciones; a lo sumo, hemos reforzado la exposición a las deudas indexadas a la inflación, ya que creemos que ésta resurgirá en un horizonte de 12 y, sobre todo, 24 meses.

Nuestra elección a favor del crédito en detrimento de la deuda pública no se ha visto desmentida durante el verano.

Mantenemos esa óptica, pero creemos que debemos ser más cuidadosos en su puesta en práctica. Así, preferimos las deudas con una calificación crediticia de buena calidad y recomendamos no efectuar compras en el segmento de alto rendimiento en las condiciones actuales.

El oro, que habíamos reforzado en la primavera, constituía una parte significativa de nuestras asignaciones al principio del verano.

Ante la rápida alza del precio en julio, tomamos beneficios parciales, sin dejar de seguir sobreponderados en esta clase de activos.

Mantenemos una actitud positiva en cuanto al metal amarillo y estimamos que el alza del precio no ha terminado, en una perspectiva de mediano plazo.

La consolidación de las últimas semanas ha validado nuestra decisión de arriar velas, aunque tampoco debemos separarnos de las inversiones en oro físico a cualquier precio.

¡La actual fase bajista no debería durar! Un objetivo de 2200 por onza es factible en un horizonte de 12 meses.

La depreciación acelerada de la divisa estadounidense respondió a nuestras expectativas, acercándonos un poco más al objetivo de 1,20 que habíamos fijado para el tipo de cambio euro/dólar.

Pensamos que una infraponderación del dólar debe prevalecer; un movimiento lateral comprendido entre 1,15-1,20 debería marcar las próximas semanas. Cualquier retorno a los niveles de 1,17 puede ofrecer oportunidades de venta, apuntando luego a 1,20 antes del test de los 1,25.

Para concluir, 2020 ya es un año especial y los próximos meses no deberían desmentir este sentimiento, especialmente con la campaña electoral de los EE. UU. y el rebrote del covid-19 durante las últimas semanas.

Ante una crisis sin precedentes en muchos aspectos, la gestión de un patrimonio no resulta fácil. Encontrar el camino entre las oportunidades ofrecidas y los riesgos en los que se incurre sigue siendo un reto de todos los días que hemos asumido y seguiremos haciéndole frente.

Si bien no lo hemos hecho todo bien en el pasado reciente, hemos tratado de fijar un rumbo, de convencerles de que era posible tomar ciertas decisiones en lugar de permanecer inactivos o, peor aún, caer en un pesimismo absoluto.

En vista de los resultados obtenidos por nuestros diversos perfiles de gestión desde mediados de marzo, podemos considerar que la labor realizada merece un visto bueno; de hecho, volver a territorio positivo o cercano a cero era un objetivo que nos habíamos fijado. Lo hemos logrado, quizás más rápido de lo que esperábamos, y eso es una fuente de satisfacción.

No pretendemos bajar la guardia y caer en un optimismo ingenuo.

Los ejes principales de nuestra política de inversión están en funcionamiento y no pensamos que requieran ninguna revisión importante.

A la manera de un Claude Monnet, seguiremos actuando poco a poco para ajustarlos, si fuese necesario, según los acontecimientos y las posibles oportunidades.





En efecto, la gestión de los riesgos debe seguir siendo una prioridad en los próximos meses y la euforia no es mejor consejera que el pánico. A propósito, el año 2020 nos ha recordado, si hacía falta, la validez de este postulado.

Tratar de adaptarse al principio de realidad nos ha permitido tomar decisiones oportunas durante el último semestre, y gracias a usted seguimos adelante.

Ginebra, 24 de agosto de 2020



Prime Partners SA
Rue des Alpes 15
P.O. Box 1987
1211 Geneva 1

www.prime-partners.com

CONTACTOS

François Savary

Chief Investment Officer

Jérôme Schupp

Analyste Actions

Julien Serbit

Portfolio Manager

T. 41 22 595 09 97

fsavary@prime-partners.com

jserbit@prime-partners.com

INFORMACIÓN IMPORTANTE

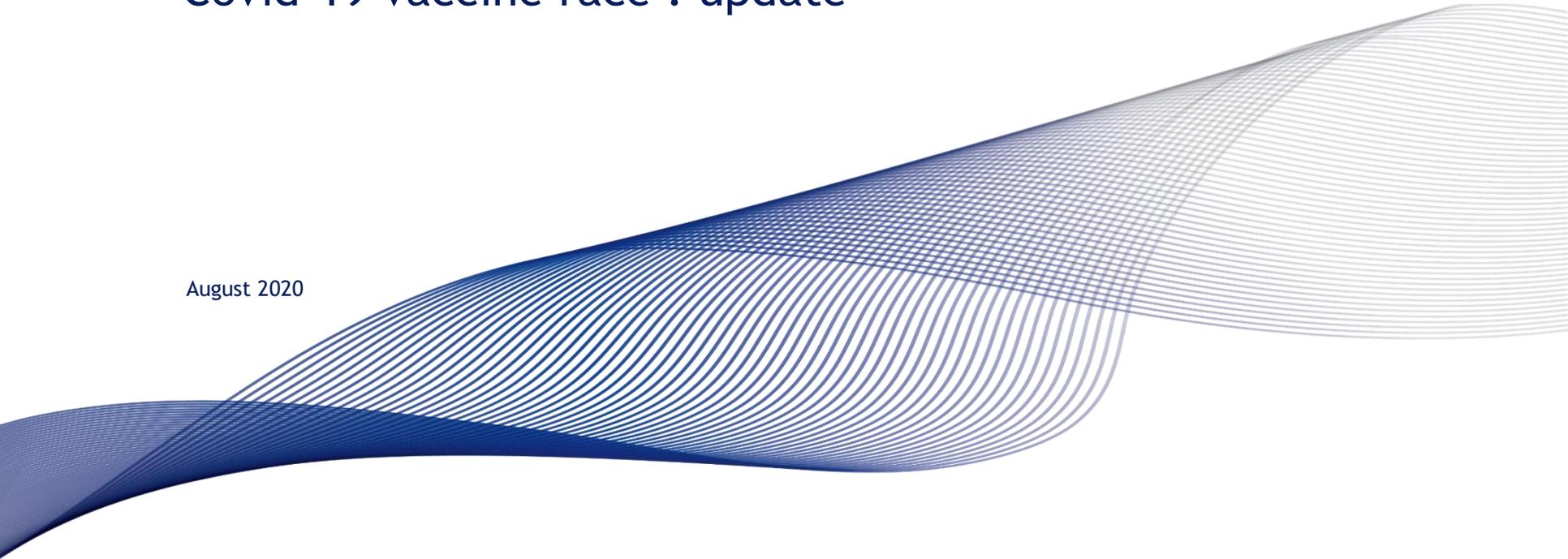
Este contenido es proporcionado por Prime Partners SA y/o una de sus entidades (a continuación "PP") a título indicativo. El contenido está destinado a un uso interno y en ningún caso podrá constituir una oferta, un consejo o una recomendación de comprar o vender un valor mobiliario o de efectuar cualquier transacción, ni tampoco un consejo de cualquier otra naturaleza. El contenido está particularmente dirigido a un destinatario que no es un inversionista calificado, acreditado, elegible y/o profesional. El uso del contenido es exclusivo de su destinatario y no podrá bajo ningún concepto, ser transferido, impreso, descargado, usado o reproducido por un tercero. PP pone todo el cuidado en la preparación y actualización de las informaciones de este contenido, obtenidas de fuentes consideradas como fiables, aunque sin garantizar no obstante la pertinencia, exactitud y exhaustividad. Por esta razón, PP, así como sus administradores, directores, empleados, agentes y accionistas, no asumen ninguna responsabilidad por las pérdidas y daños de cualquier tipo que resulten del uso de las informaciones aquí contenidas. Este contenido está previsto exclusivamente para un destinatario que comprende y asume todos los riesgos implícitos y explícitos que puedan derivarse. Todas las decisiones tomadas por el destinatario en materia de inversiones son de su única responsabilidad y se basan exclusivamente en su propia evaluación independiente (y en la de sus consejeros profesionales) de su situación financiera, sus objetivos de inversión, los riesgos específicos, los criterios de elegibilidad, las consecuencias jurídicas, fiscales, contables, así como en su propia interpretación de las informaciones. PP no asume ninguna responsabilidad en relación con la adecuación o inadecuación de las informaciones, opiniones, valores mobiliarios o productos mencionados en este contenido. Los rendimientos pasados de un valor mobiliario no garantizan los rendimientos futuros. El contenido ha sido elaborado por un departamento de PP que no es una unidad organizacional responsable de análisis financiero. PP se somete a exigencias reglamentarias y prudenciales distintas y ciertos valores mobiliarios y productos de inversión no pueden ser ofrecidos en todas las jurisdicciones o a todos los tipos de destinatarios. De ahí que el destinatario deba conformarse a las reglamentaciones locales. No existe ninguna intención por parte de PP de ofrecer valores mobiliarios o productos de inversión en los países o jurisdicciones donde una oferta de ese tipo fuese ilegal en virtud del derecho interno aplicable.



Equity Markets Update

Covid-19 vaccine race : update

August 2020





The most serious candidates

There are currently about 140 different studies worldwide. Among the most advanced, we can mention **Moderna** (mRNA-1273), a clinical stage biotechnology company, which is using a new technology, in collaboration with the National Institutes of Health (NIH). Moderna has currently nine development candidates in its prophylactic vaccines modality. The company has been listed since December 2018. Moderna announced a collaboration with the Swiss group **Lonza** to manufacture the vaccine. Lonza is bringing its recognized expertise in manufacturing technology and global presence to potentially enable manufacturing of up to 1 bn doses of mRNA-1273.

Note that the track record of Moderna is very limited as it has not launched any product in the market. The current market cap is USD 27.3 bn which is clearly anticipating a success. Sales of Moderna reached only USD 60 mio in 2019 with a net loss of USD 513 mio. The Bloomberg consensus anticipates sales of USD 2 bn in 2021 with a net profit of USD 790 mio. This story is all about the success of its covid vaccine.

AstraZeneca, Johnson & Johnson, Pfizer (in collaboration with **BioNTech**) and **Sanofi** are well placed in the vaccine race. Among these large companies, Sanofi and Pfizer could benefit from a large experience in vaccine. They both hold a world market share of around 20%.

The market leader in Vaccines is the US company **Merck** with a market share of around 22%. Merck's vaccine business is led by Gardasil, which protects against cervical and other cancers related to the human papillomavirus. This product may generate nearly USD 3.9 bn in sales this year. Despite an impressive track record in this field, the management has been very cautious about a covid vaccine. Recently the CEO of Merck indicated that it may take time to develop an efficient product.

The group is in the race for a vaccine but at the same time is also developing an anti-viral for Covid patients that will compete with **Gilead** Remdesivir, with the benefit of oral delivery versus a hospital infusion. This molecule is due to start a Phase III trial in September and Merck confirmed to be able to manufacture millions of doses by year-end.



Uncertainties remain huge of which company will launch the first a efficient product which explains why governments are making agreements and orders with different companies at the same time. These companies have soon received cash from the US and the EU in funding

What about the pricing ?

Moderna indicated it will not sell the product at cost. Pfizer and its partner BioNTech announced a deal to sell 100 mio doses of the vaccine to the US government at USD 19.50 per dose. The range of prices the government pays for flu vaccines in closed to USD 15.-. J & J and AstraZeneca executives mentioned they would not take a profit on at least some sales of their Covid-19 vaccines.

It is also unclear if people need regular booster shots to maintain their protection, so the vaccine could pull in regular revenues for years.

Worldwide production deals ?

If the target is to immunize seven billion people, a large collaboration in manufacturing among all main players will be needed, which has been confirmed recently by the CEO of Lonza.

What about Roche and Novartis ?

Roche, as the market leader in diagnostics, has developed serology tests to detect Covid-19 antibodies which led to large orders from the US government. Novartis, which is no more a vaccine producer, is currently more concentrated on the successful launches of new products and the development of its Biopharmaceuticals segment.



We confirm our positive stance on Merck, Roche and Novartis

Merck is the market leader in immunotherapy and its cancer blockbuster Keytruda should generate USD 14.5 bn in sales this year and USD 22 bn in 2025. Its vaccine business is expected to generate revenues of USD 9 bn in 2021 with an EBIT margin above 30%. The group is also no 2 in Animal Health, a stable and growing business. Non-core healthcare products will be spun-off in a new listed company. In a case of a success of a current developed vaccine, Merck may provide its production facilities. The group may also have positive Covid-related news in the coming months to drive the stock higher.

Roche has successfully launched a new generation of cancer products and is now much less dependent on its three old main products. Operating margin of its pharma division above 40%.

Novartis has maintained an above average sales growth momentum (+7% in l.c. during the first half of the year) thanks to innovation. Impressive margin improvement thanks to a focus on costs control. The group is also world market leader in Biopharmaceuticals whose sales should be closed to USD 2 bn this year, representing more than 20% of the revenues of Sandoz. This segment is growth 15%-20% per year, adding CHF 300 to CHF 400 mio sales per year. The profitability is estimated to be as high as the one of its Innovative Medicines division and has logically a very positive impact on the Sandoz margin. Excellent track record of the CEO with the successful spin-off of Alcon

Valuation of these three stocks are very attractive with an average P/E of around 13.7x 2021, with a good earnings visibility. These groups are generating an impressive free cash flow which enable them to pay interesting dividends (yield between 2.8% and 3.8%) and to continue to enlarge their pipelines with selective small and mid-sized acquisitions.



PP Prime Partners

— SINCE 1998 —

Prime Partners SA
Rue des Alpes 15
P.O. Box 1987
1211 Genève 1

IMPORTANT INFORMATION

This content is being provided by Prime Partners SA or/ and its affiliates (hereinafter referred to as "PP") solely for information purposes, it shall be intended for internal use strictly and is not intended to be a solicitation or offer, recommendation or advice to buy or sell interests in any security or investment product mentioned in it, to effect any transaction, or to conclude any transaction of any kind whatsoever, in particular to any recipient who is not a qualified, accredited eligible or / and professional investor. It is intended for the sole use of the recipient and may not be forwarded, printed, downloaded, used or reproduced for any other purpose. Whilst PP shall use reasonable efforts to obtain information from sources which it believes to be reliable, PP, its directors, officers, employees agents or shareholders assume no liability regarding this content and gives no warranty as to the accuracy, completeness or reliability of any mentioned data and thus assumes no liability for losses arising from the use of this content. This content is intended only for recipient who understand and are capable of assuming all risks involved. Before entering into any transaction, the recipient should determine if the relevant security or investment production mentioned in the content suits his particular circumstances and should ensure that the independently assesses (together with his professional advisers) the specific risks, the legal, tax accounting consequences and eligibility requirements of any purchase of securities or investment products mentioned in the content. PP makes no representation as to the suitability of the mentioned information, opinions or securities and investment products. Historical data on the performance of the securities and investment products or the underlying assets are no indication for future performance. The present content has been compiled by a department of PP which is not an organisational unit responsible for financial research. PP is subject to distinct regulatory requirements and certain securities and investment products may not be available in all jurisdictions or to all recipient types. The recipient should therefore comply with its local regulations. There is no intention to offer securities or investment products in countries or jurisdictions where such offer would be unlawful under the relevant domestic law.

PP Prime Partners

— SINCE 1998 —