

VISIÓN ECONÓMICA Y DE MERCADO

Agosto 2020

Plano Sanitario:

- **Repunte de casos** (especialmente en EEUU), **pero con menor mortalidad**. El virus afecta a grupos de menor riesgo.
- **Vacuna: aceleración en el desarrollo** de la vacuna Covid-19 genera **dudas sobre seguridad y eficacia**.

Plano Macro:

- **Indicadores más adelantados de ciclo recuperando**, pero desde mínimos históricos. **Principal riesgo: rebrotes y posibles restricciones asociadas que entorpezcan la reapertura económica**.
- Principales organismos (FMI, OCDE) siguen empeorando sus previsiones 2020: la **recuperación se antoja larga y de baja intensidad, con elevado coste en empleo**.

Estímulos:

- **Monetarios:** principales bancos centrales dispuestos a aplicar **mayor estímulo en caso necesario**. **Contexto de deuda en máximos justifica mantener tipos bajos durante largo periodo de tiempo**.
- **Fiscales: avances en Europa, posible nuevo paquete en EEUU**.
 - **Europa.** Acuerdo unánime del Eurogrupo en torno al **Fondo de Recuperación Europea 750.000 mln eur**, pero el camino será largo y duro (**condicionalidad**). **Volatilidad**.
 - **EEUU.** 3 bln USD ya aprobados, **nuevo paquete de estímulo fiscal esperado 1 bln USD** (apoyo a desempleados vence el 31-julio).

Resultados empresariales:

- Mercado descuenta **reapertura rápida** y pronta recuperación de los niveles de actividad previos al Covid-19. **Improbable en ausencia de tratamiento o vacuna efectiva** por exigencia de distanciamiento “personal”.
- **Clara divergencia sectorial.**

Riesgos:

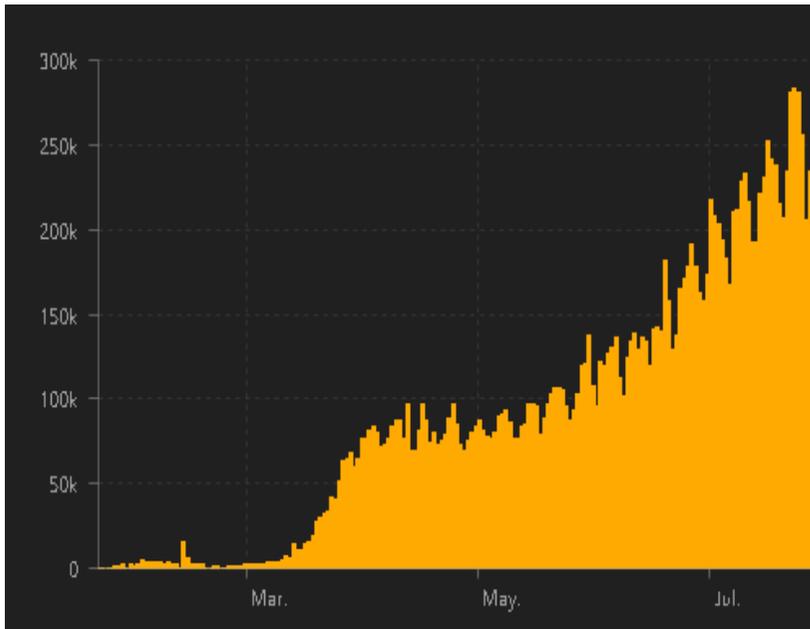
- **Recuperación inferior a la descontada.** Desescalada fallida por repunte sustancial de contagios.
- **Tensiones geopolíticas.** EEUU-China.
- **Elecciones EEUU.** Biden lidera las encuestas. Incertidumbre sobre su celebración el 3 de noviembre.
- **Brexit.**

Valoraciones bolsas:

- **Exigentes en términos absolutos, ya descuentan recuperación de resultados empresariales 2021.**
- **Pero atractivas vs otras alternativas de inversión (deuda pública).**
- **Apoyo de liquidez (garantizada) y flujos (impredicibles).**
- **Mundo post-Covid con ganadores y perdedores. Extremar el cuidado en el *stock picking*.**
- **Demasiado pronto para rotación sectorial hacia sectores más castigados y vinculados al ciclo.** Falta visibilidad sobre la evolución de la pandemia, a su vez clave para determinar ritmo e intensidad de la recuperación.

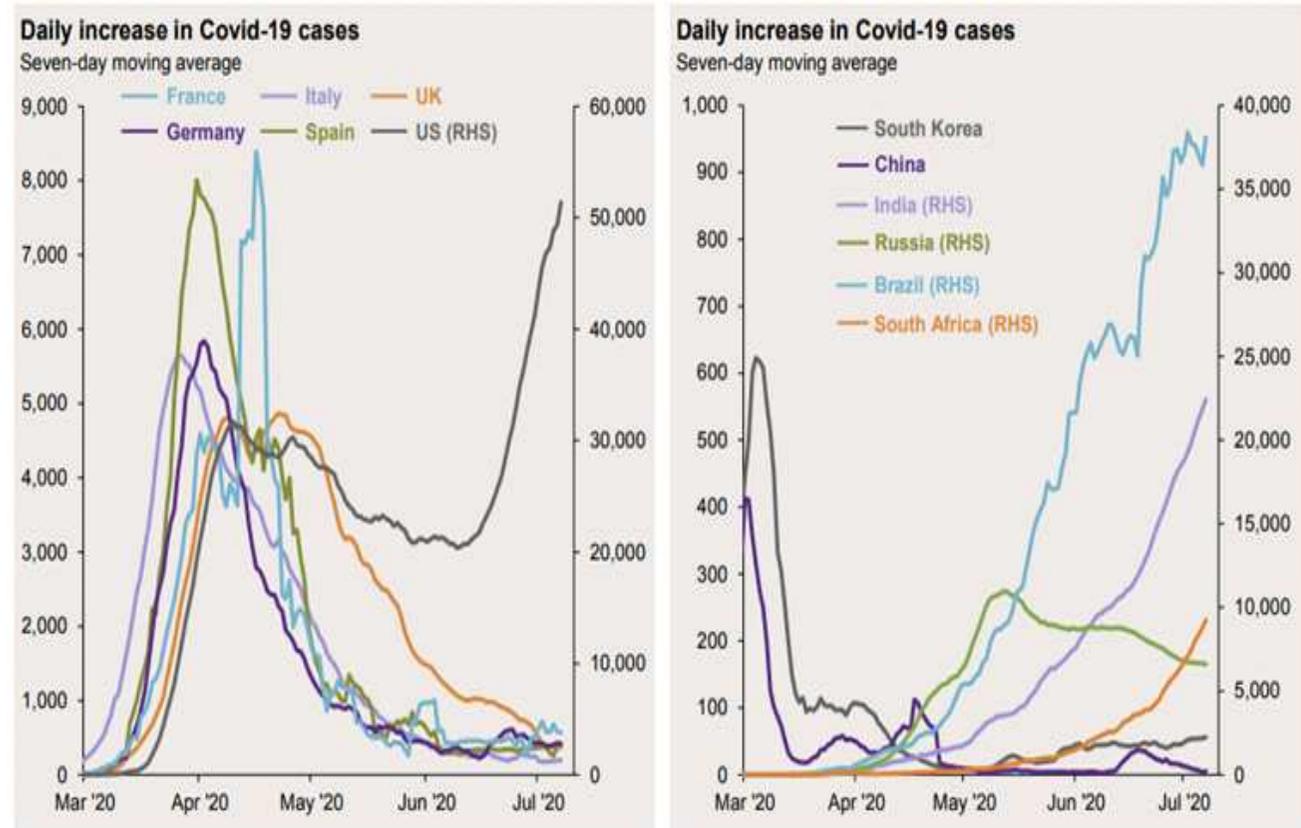
El Covid avanza, con aumento de casos en EEUU y algunos Emergentes

Número diarios de nuevos casos Covid-19 a nivel global



Fuente: Johns Hopkins CSSE

Incremento de casos en EEUU, Brasil, India

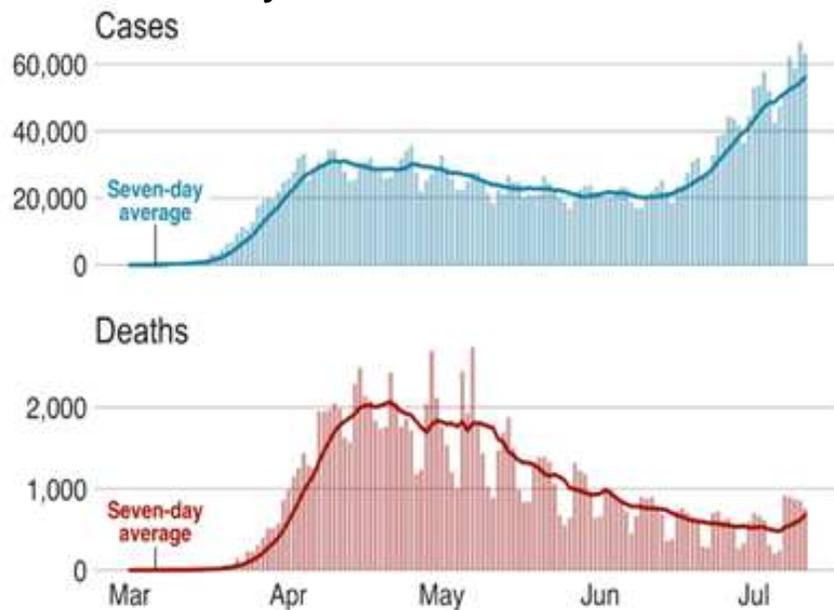


Fuente: Johns Hopkins CSSE, JP Morgan Asset Management

- Mayor número de test
- Mayor incidencia en grupos de edad más jóvenes

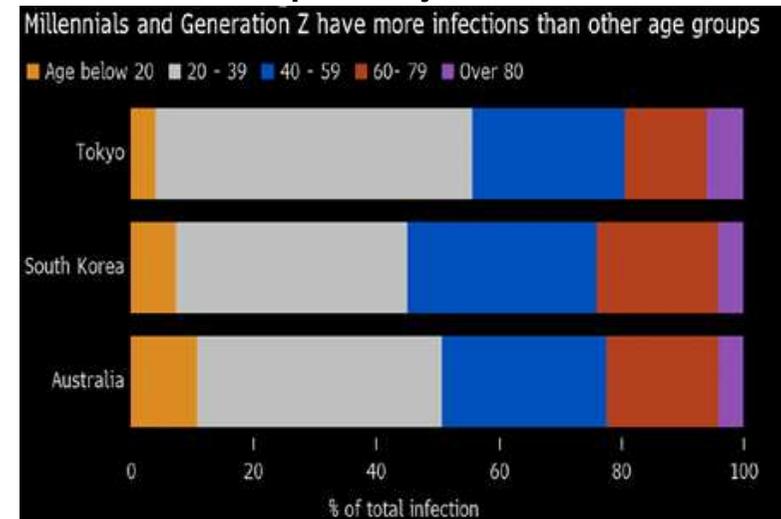
CLAVE: que incremento de contagios no colapse los sistemas sanitarios.

Número diarios de nuevos casos y fallecimientos EEUU



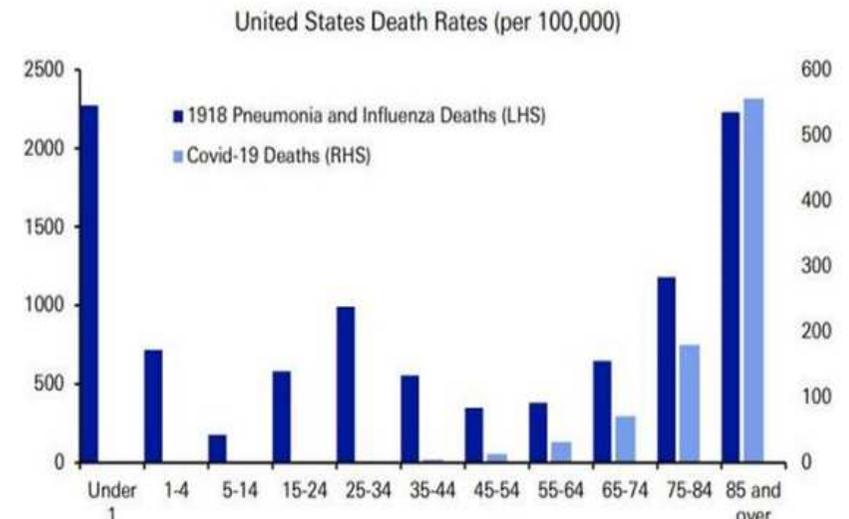
Fuente: BBC

Casos por franja de edad



Fuente: Bloomberg

Mortalidad Covid mucho más sesgada a edades avanzadas que Gripe española 1918



Fuente: CDC, Census Bureau US, Haver Analytics, Deutsche Bank

Una vacuna permitiría recuperar la normalidad, pero históricamente se ha tardado años en desarrollarlas.

La aceleración en el desarrollo de la vacuna Covid-19 genera dudas sobre su seguridad y eficacia.

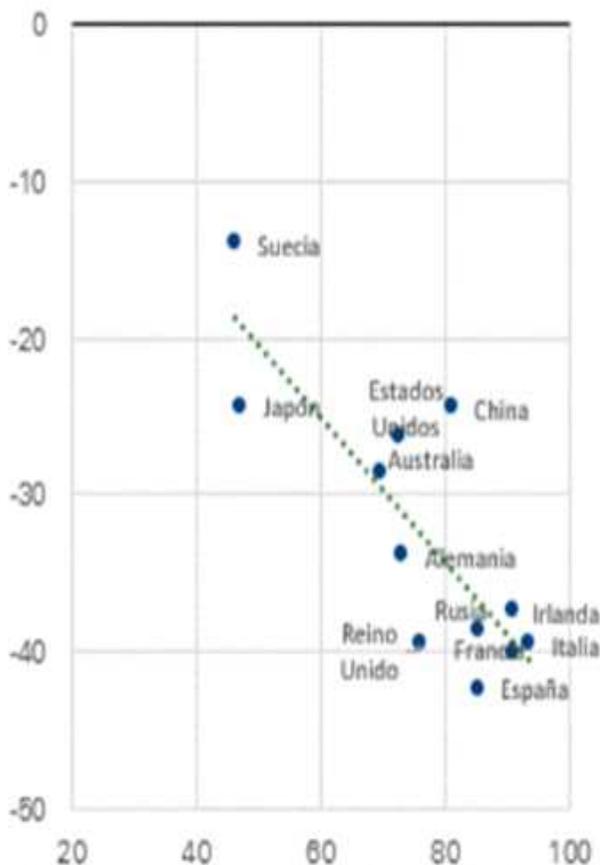


Fuente: Wellcome Collection, FT

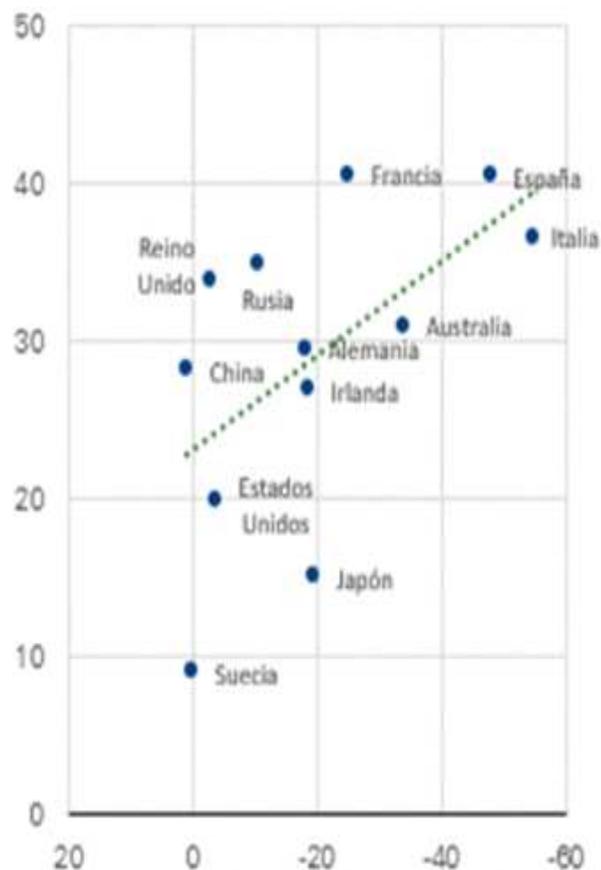
Relajación de medidas de contención permite recuperación de indicadores adelantados

EFFECTOS DEL CONFINAMIENTO SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Cambio (enero-abril) en el PMI compuesto



Cambio (abril-junio) en el PMI compuesto



Cambio en el índice de severidad del confinamiento hasta el 30 de abril

Cambio en el índice de severidad del confinamiento entre abril y junio (escala inversa)

Fuente: IHS Markit, John Hopkins, Oxford Covid-19 Government Response Tracker. Datos China se refieren a enero-febrero y febrero junio.

PMI compuesto y PIB EEUU (datos



Fuente: IHS Markit

PMI Eurozona (datos a jul-20)



Fuente: IHS Markit

Global



China



Fuente: Bloomberg

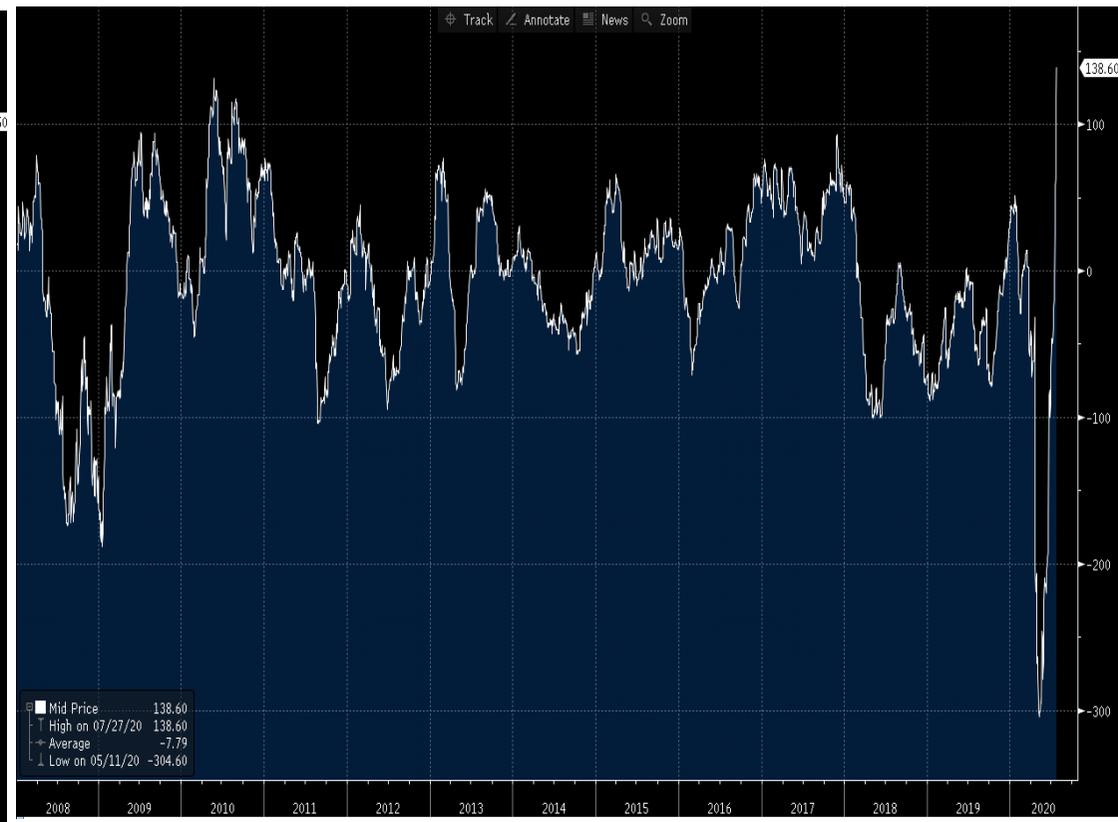
Primer rebote intenso...¿y a futuro?

La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco, S.A. (902 15 30 20), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.

EEUU



Europa



Fuente: Bloomberg

Primer rebote intenso...¿y a futuro?

La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco, S.A. (902 15 30 20), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.

Pero el incremento de contagios pone en duda la sostenibilidad de la mejora...

Recuperación PMIs en “V”, buena noticia (mejora actividad vs meses anteriores por fin confinamiento), pero no dice nada sobre el nivel de actividad, claramente inferior al nivel pre-pandemia.

Más allá de fuerte rebote inicial, la **recuperación parece que será lenta y de baja intensidad ante:**

- **Presión sobre consumo** (distanciamiento social y elevado desempleo). Débiles carteras de pedidos.
- **Presión sobre inversión** (balances dañados).

A esto se suma la **incertidumbre sobre evolución de la pandemia**, lo que nos lleva a ser **cautos sobre la solidez y sostenibilidad de la recuperación**.

Clave: rapidez con que se recuperen los empleos perdidos temporalmente y la cuantía de empleos destruidos

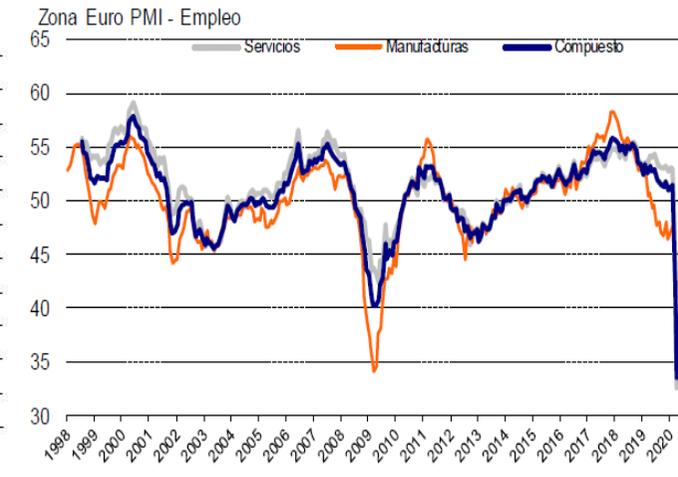
PMIs Eurozona julio 2020

Actividad	Compuesto	La actividad total regresa al territorio de crecimiento en julio.	Empleo	Compuesto	Sólido recorte de empleo.
	Servicios	Primer aumento de la actividad empresarial en cinco meses.		Servicios	Los niveles de contratación caen ligeramente.
	Manufacturas	Sólido crecimiento de la producción.		Manufacturas	Nuevo recorte intenso de las plantillas.

Actividad

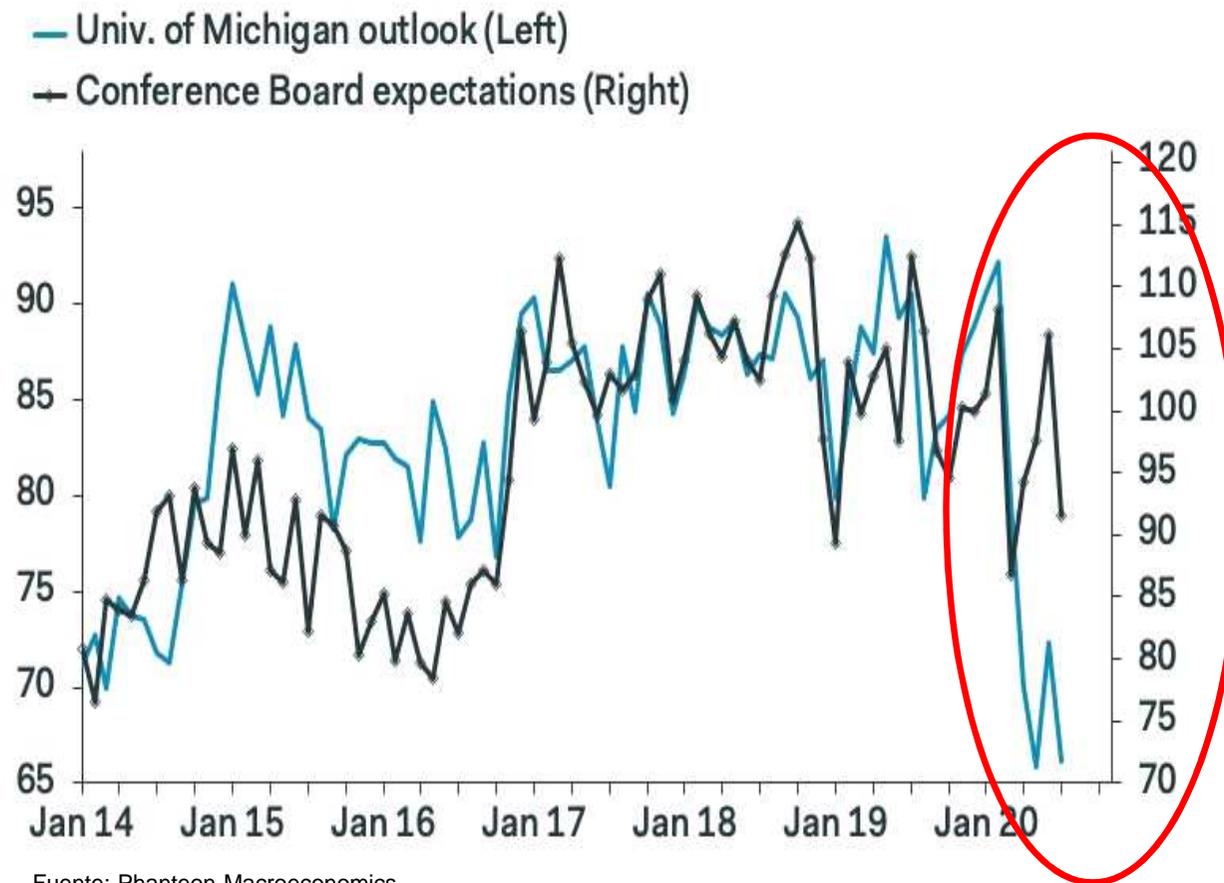


Empleo



Fuente: IHS Markit

Últimos datos de confianza consumidora retroceden ante repunte de contagios.



% anual			FMI (JUN 20)		Var Jun-20 vs Abril-20	
	2018	2019	2020	2021	2020	2021
Mundo	3,6	2,9	-4,9	5,4	-1,9	-0,4
Desarrolladas	2,2	1,7	-8,0	4,8	-1,9	0,3
EEUU	2,9	2,3	-8,0	4,5	-2,1	-0,2
Área Euro	1,8	1,2	-10,2	6,0	-2,7	1,3
Alemania	1,5	0,6	-7,8	5,4	-0,8	0,2
Francia	1,6	1,3	-12,5	7,3	-5,3	2,8
Italia	0,7	0,3	-12,8	6,3	-3,7	1,5
España	2,6	2,0	-12,8	6,3	-4,8	2,0
Japón	0,8	0,7	-5,8	2,4	-0,6	-0,6
Reino Unido	1,4	1,4	-10,2	6,3	-3,7	2,3
Emergentes	4,5	3,7	-3,0	5,9	-2,0	-0,7
Brasil	1,1	1,1	-9,1	3,6	-3,8	0,7
México	2,0	-0,1	-10,5	3,3	-3,9	0,3
Rusia	2,3	1,3	-6,6	4,1	-1,1	0,6
India	7,4	4,2	-4,5	6,0	-6,4	-1,4
China	6,6	6,1	1,0	8,2	-0,2	-1,0

Fuente: FMI y elaboración propia.

Nivel de PIB



Fuente: FMI, WEO

Escenario Central asume que no hay segunda oleada. Alto grado de incertidumbre

Respecto a abril:

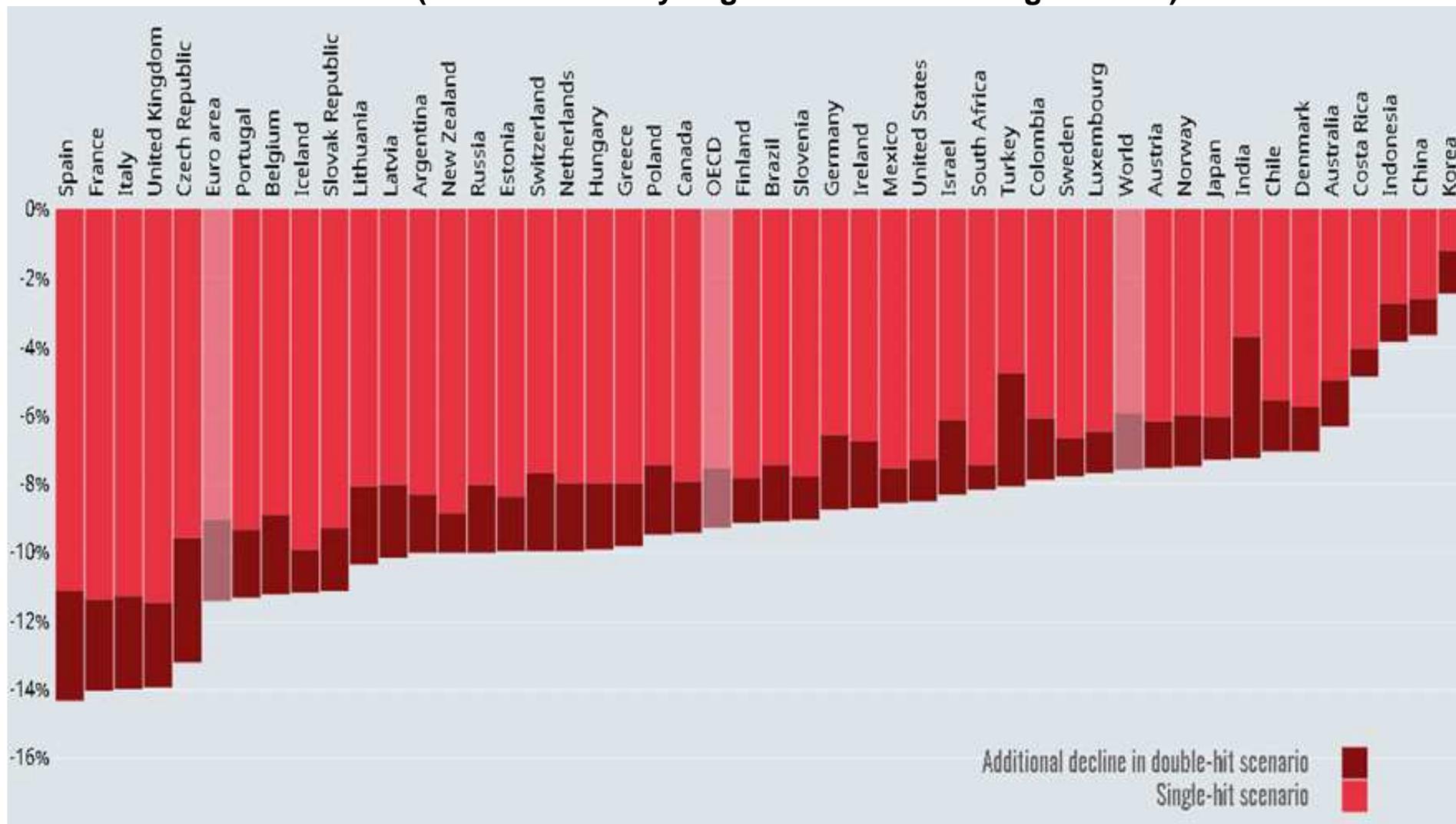
- Más retroceso 2020
- Recuperación más lenta 2021

Riesgos sesgados a la baja, recuperación lenta, se tardará en volver a “normalidad”.

Incremento desempleo, principal preocupación.

Desconexión mercados - expectativas económicas.

PIB 2020e (escenario base y negativo asumiendo segunda ola)

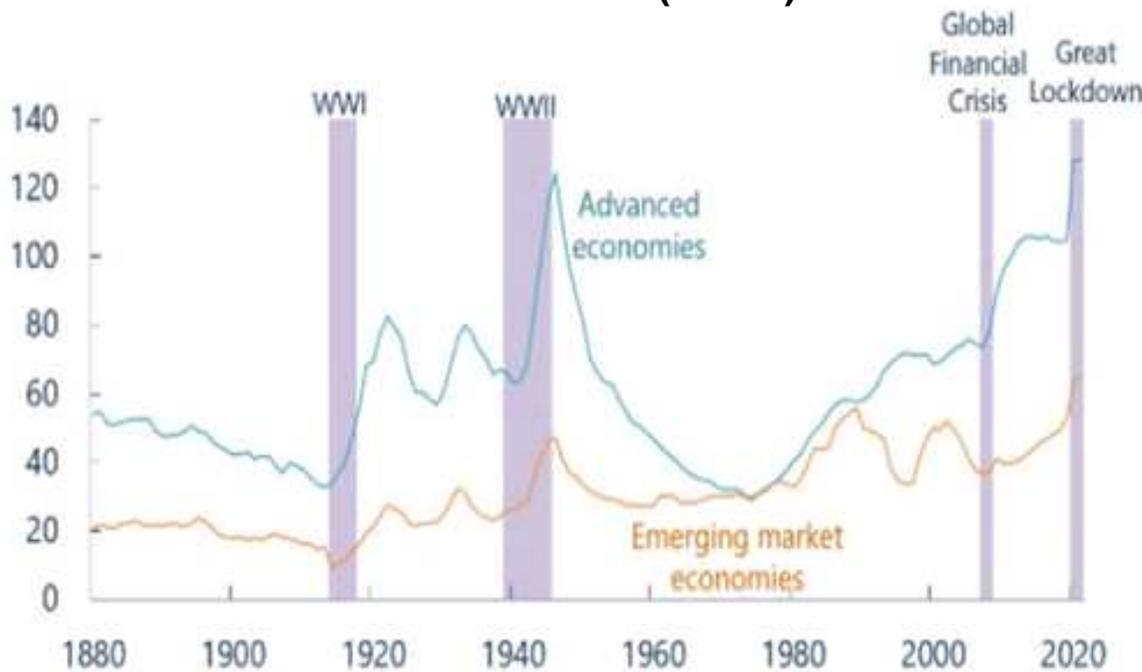


Fuente: OCDE

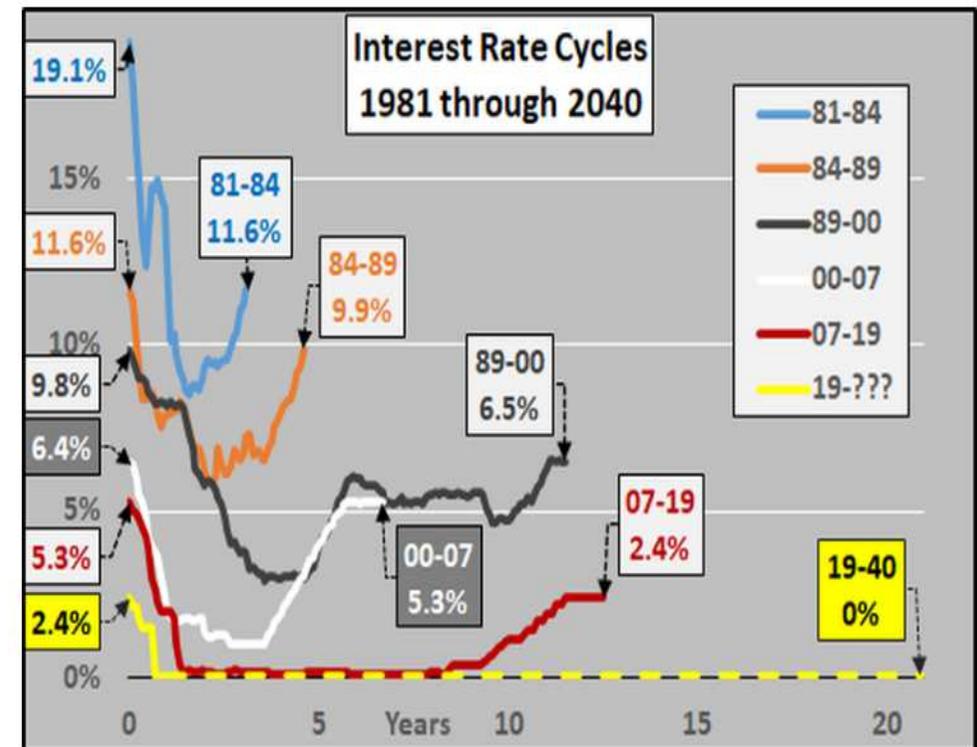
Compromiso claro de bancos centrales: mantener costes de financiación bajos, ayudar a recuperación económica y garantizar la estabilidad de precios.

Entorno de débil crecimiento, baja inflación y fuerte incremento de deuda a nivel global (> pico marcado en II Guerra Mundial, en %PIB) justifican mantener tipos muy bajos durante un largo periodo de tiempo.

Deuda en niveles récord (% PIB)



Ciclos de tipos de interés

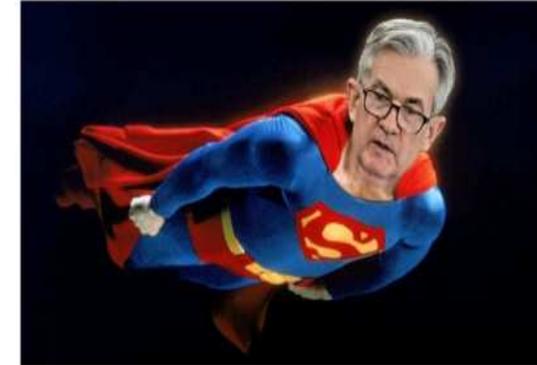


Fuente: FMI, WEO

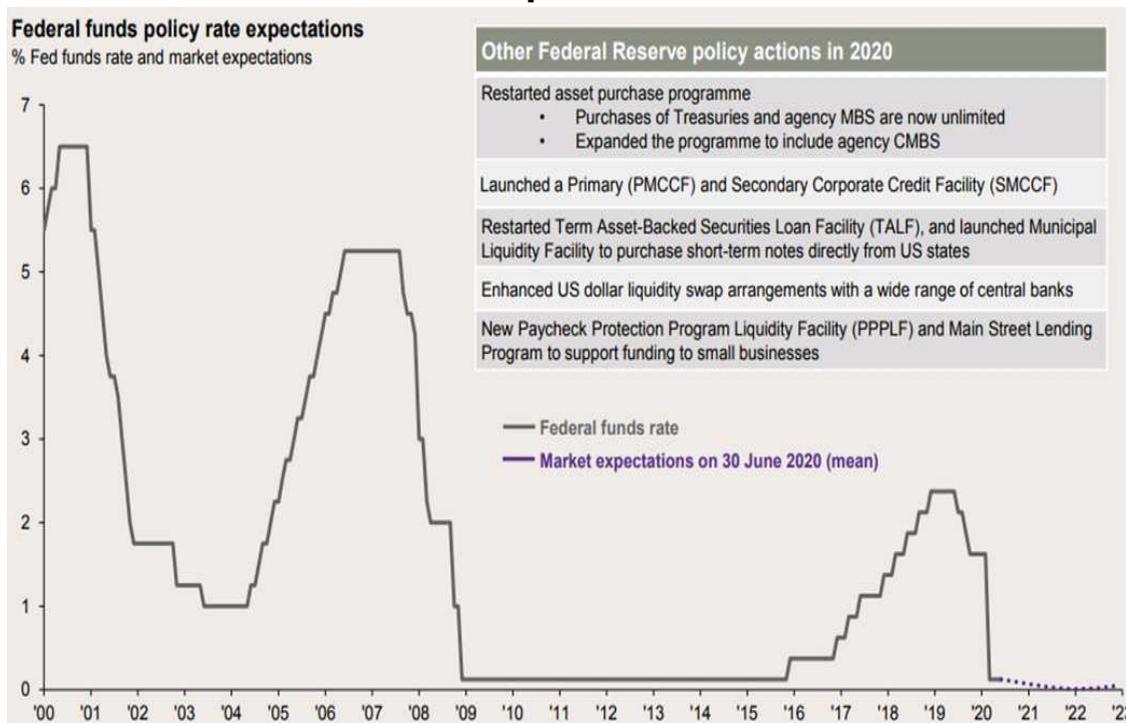
“Esperar y ver”: mantiene tipos (0-0,25%) y programas de compra de deuda.

Evaluar estímulos aplicados hasta ahora, con **puerta abierta a seguir inyectando estímulos hasta recuperación del mercado laboral y estabilidad de precios en contexto incierto ante evolución de la pandemia.**

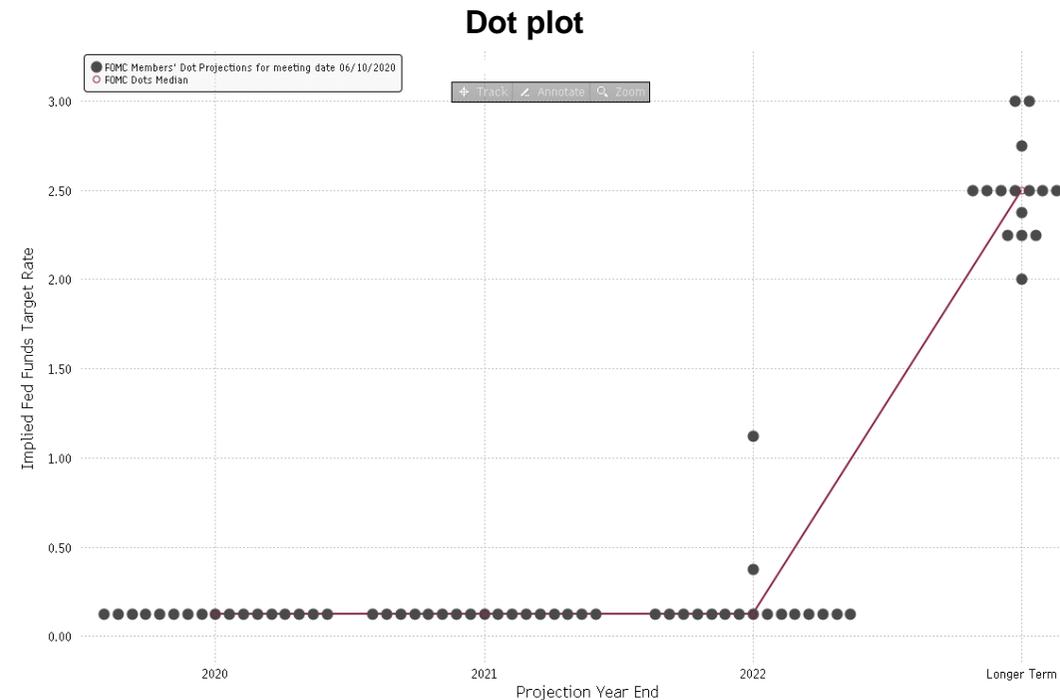
Dot plot: no espera subida de tipos hasta más allá de 2022.



Evolución tipos FED



Fuente: JP Morgan Asset Management



Fuente: Bloomberg

“Esperar y ver”: política monetaria sin cambios (tipo repo 0% y depósito -0,5%, programas QE). Recordamos que en junio amplió PEPP +600.000 mln eur y hasta jun-2021, hasta 1,35 bln eur.

Completará PEPP, salvo sorpresas positivas inesperadas. Y hacerlo de forma flexible: clave de capital sigue siendo su *benchmark* pero no permitirá que su convergencia perjudique la eficiencia en la transmisión de la política monetaria.

Evaluará medidas aplicadas hasta ahora, con puerta abierta a seguir inyectando estímulos en caso necesario. Mantendrá tipos en niveles actuales o inferiores hasta que inflación converja con objetivo 2%.

Fuerte contracción PIB (-9%/-12% en 2020e)

+

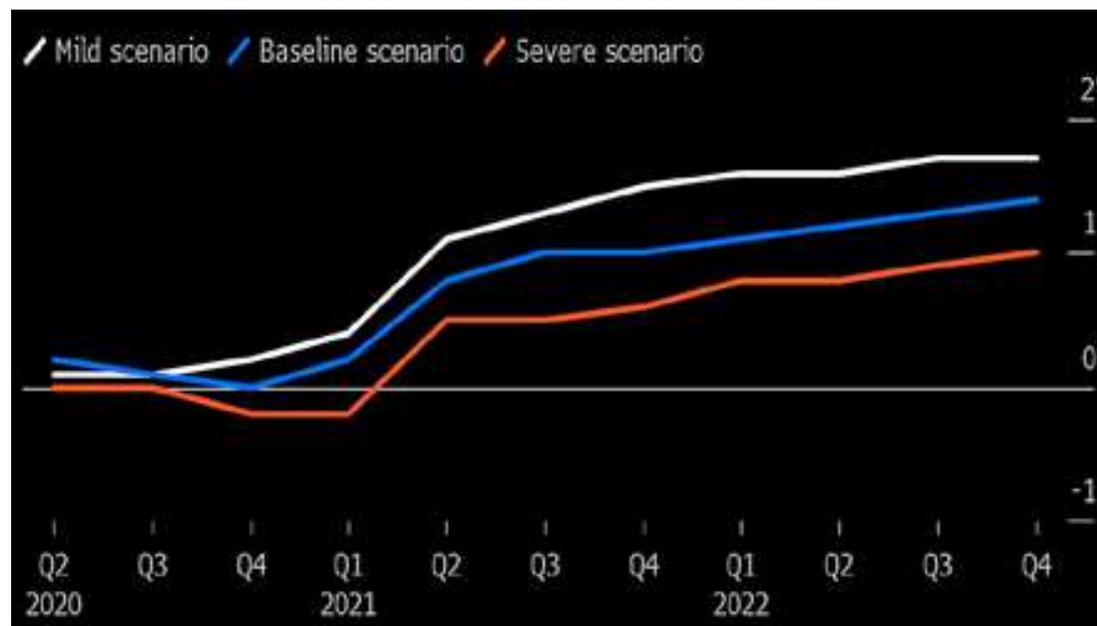
inflación cercana a 0%

=

más estímulo monetario



Escenarios de inflación del BCE



Fuente: Bloomberg

Estímulo fiscal Europa: acuerdo sobre Fondo de Recuperación

20-julio: Acuerdo unánime Eurogrupo sobre Fondo Recuperación Europea (NEXT GENERATION UE) por 750.000 mln eur. Objetivo: estimular la economía a través de la emisión de deuda conjunta.

Reparto final:

- **390.000 mln eur a fondo perdido** (vs 500.000 mln eur acuerdo original)
- **360.000 mln eur en forma de préstamos a bajos tipos de interés** (vs 250.000 mln eur borrador inicial).

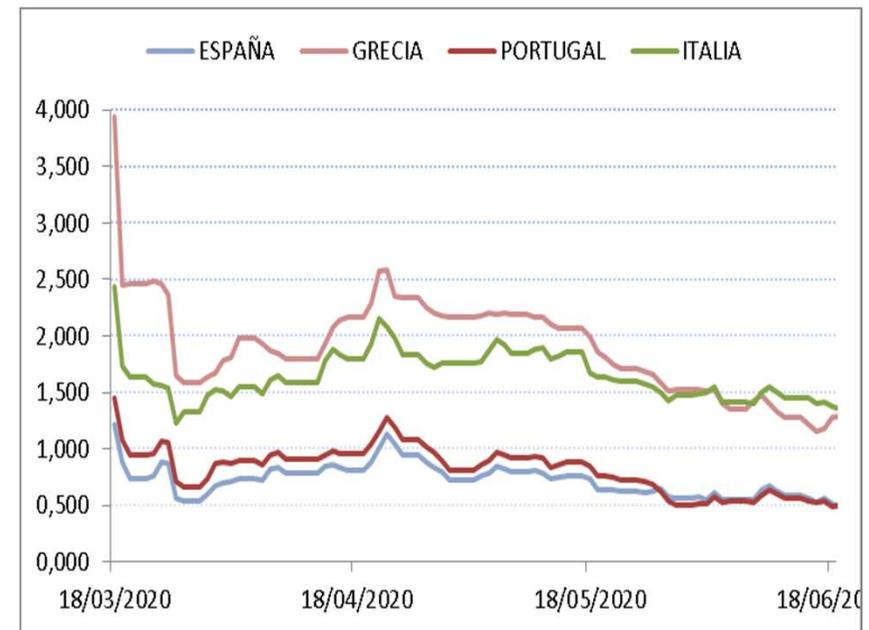
Acuerdo posible gracias a:

- **ciertas concesiones en términos de reparto de los fondos** (porcentaje a fondo perdido se reduce de 66% a 52%)
- **condicionalidad en términos de reformas estructurales** (los fondos a entregar **se paralizarán en caso de incumplimiento** de compromisos). Los fondos **se irán desembolsando** de forma gradual y sobre todo **a partir de 2021**.

Lectura positiva (más subvenciones que préstamos, **MÁS EUROPA**) ➔ **caen TIRes periféricas.**

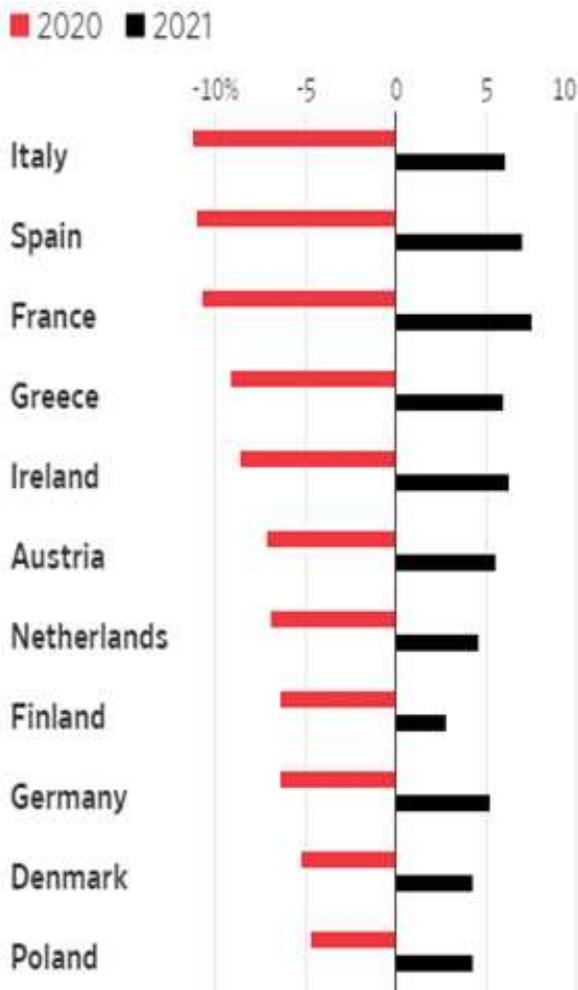
- **Italia 10 años 1%** (vs 2,4% mediados marzo, previo a anuncio PEPP y a expectativas fondo de recuperación)
- **España 0,34%** (vs 1,2%)
- **Euro** en máximos pre-pandemia en **1,15 USD/Eur con anuncio**, luego continúa apreciación a 1,18.

TIRes 10 años

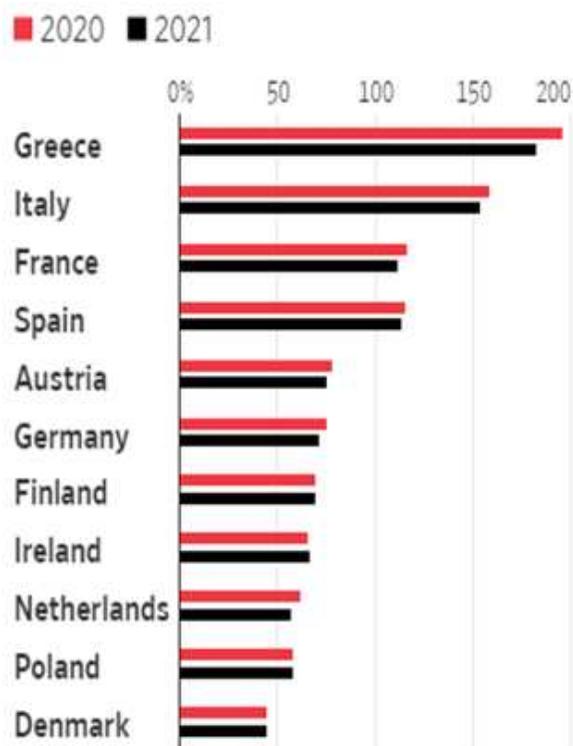


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

PIB estimado (variación i.a.)



Deuda Pública / PIB estimado



Fuente: Comisión Europea

Los “pros”:

- Países con mayores shocks económicos, los más beneficiados. España 140.000 mln eur (11% PIB 2019), de los cuales 73.000 mln eur en subvenciones (6% PIB).
- Positiva condicionalidad, al prevenir uso ineficiente de fondos.

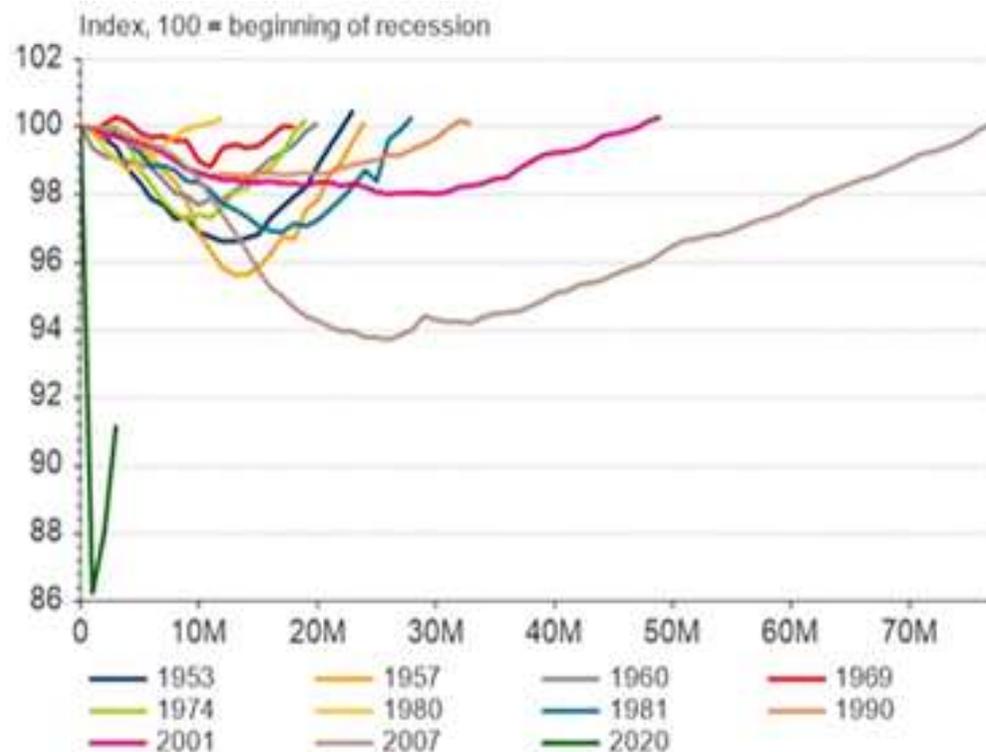
Los “peros”:

- Países diseñarán planes de recuperación 2021-23 (revisables en 2022) a aprobar por Consejo Europeo por mayoría cualificada. Deben promover crecimiento y empleo y contribuir a transición ecológica y digital.
- Los fondos pueden frenarse en caso de incumplimiento de compromisos de deuda y reformas, que serán monitorizados por la Comisión Europea. Posible volatilidad.
- El SHOCK económico que hay que afrontar es relevante. El apoyo fiscal, necesario, pero no suficiente. El BCE tendrá que mantener su apoyo.

EEUU deberá aprobar en breve un nuevo paquete de estímulo fiscal para evitar el “precipicio” que se abre al vencer el 31-julio las ayudas al desempleo (600 USD semanales que reciben actualmente 30 mln americanos).

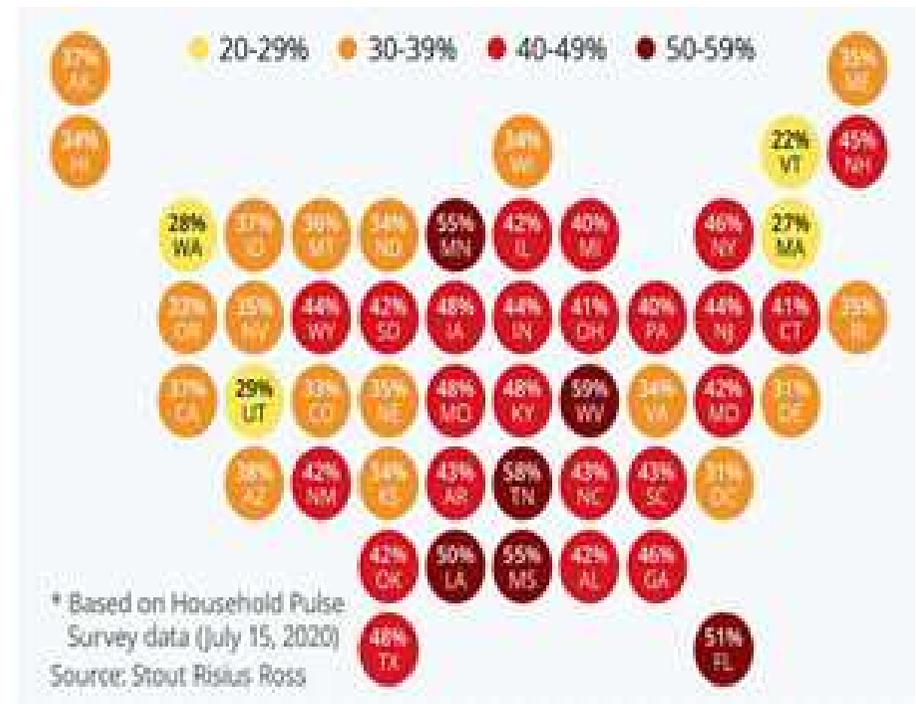
Dudas sobre evolución del empleo (**desempleo semanal repunta por primera vez tras 15 semanas consecutivas a la baja**) tienen a su vez **otras derivadas** en la economía (**consumo, pago de rentas**).

Empleo EEUU durante y después de recesiones



Fuente: Refinitiv, Datastream, Fathom Consulting

40% inquilinos EEUU en riesgo de impago de alquiler y desalojo



Fuente: Statista

Beneficios EEUU 2T20 (41 % cías presentadas)

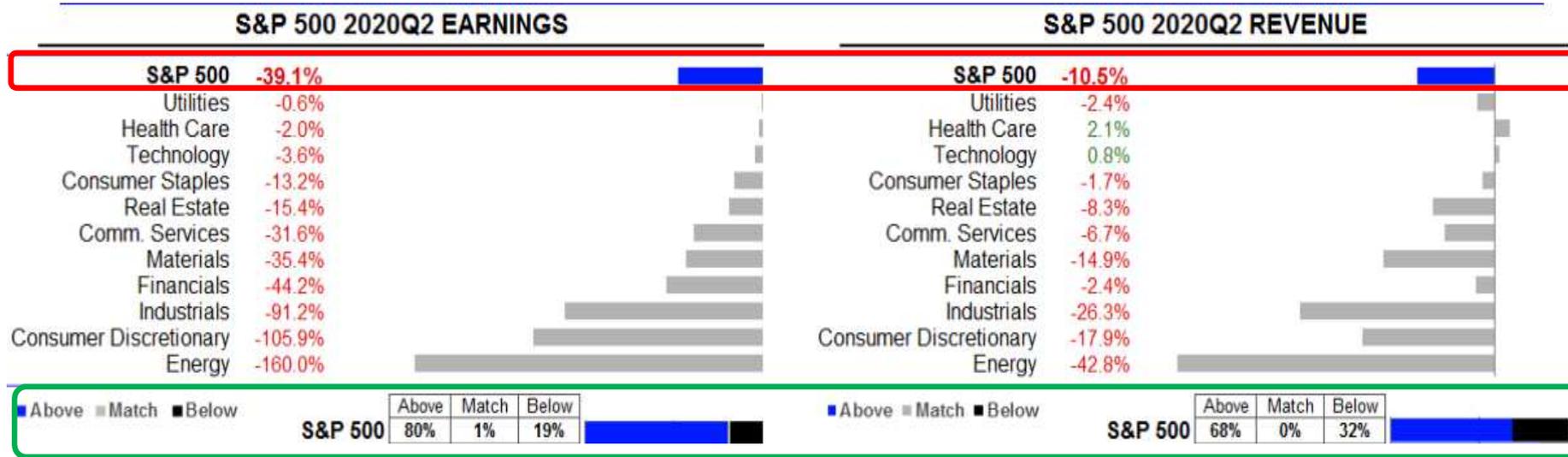
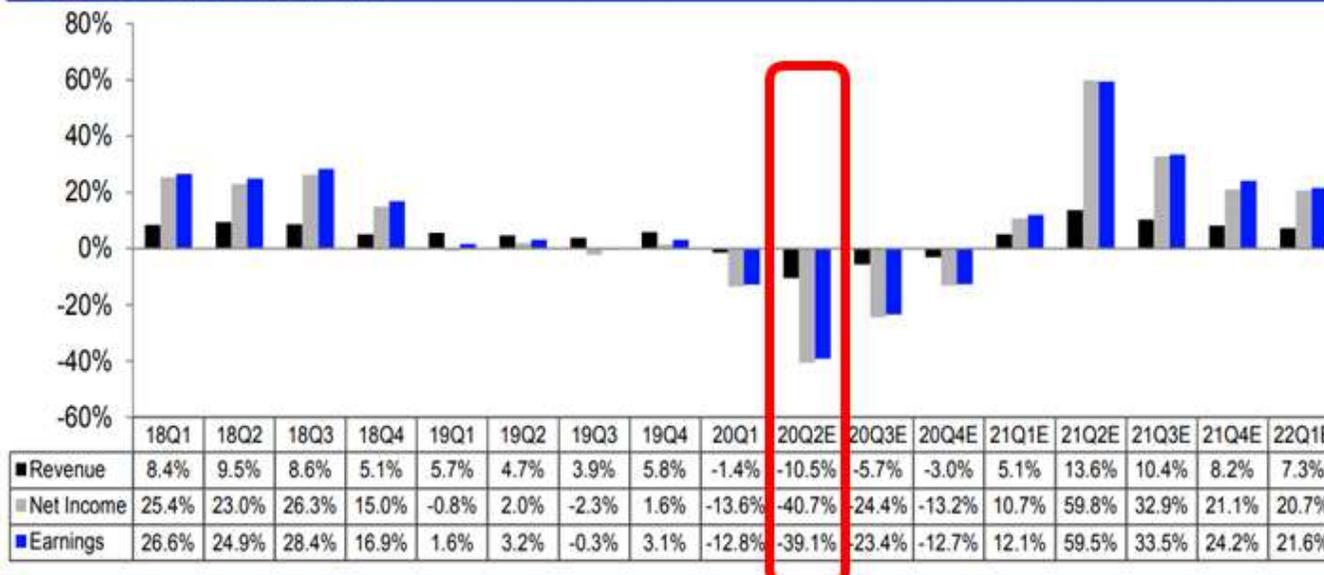


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates

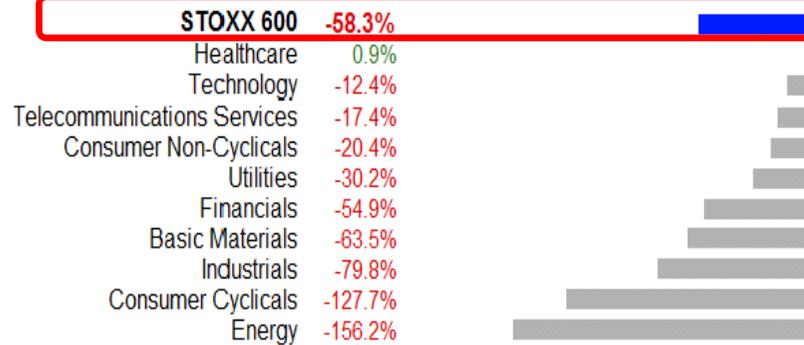


- Peor caída de beneficios desde 4T08. Impacto Gran Confinamiento.
- Baten previsiones por previa guía a la baja.
- En sectores cíclicos, escasa visibilidad a corto plazo.

Fuente: I/B/E/S datos de Refinitiv

Beneficios Europa 2T20 (18% cías presentadas)

STOXX 600 2020Q2 EARNINGS



STOXX 600 2020Q2 REVENUE

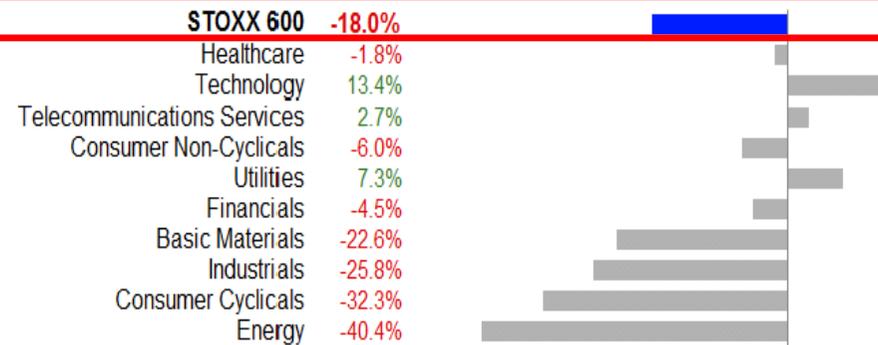
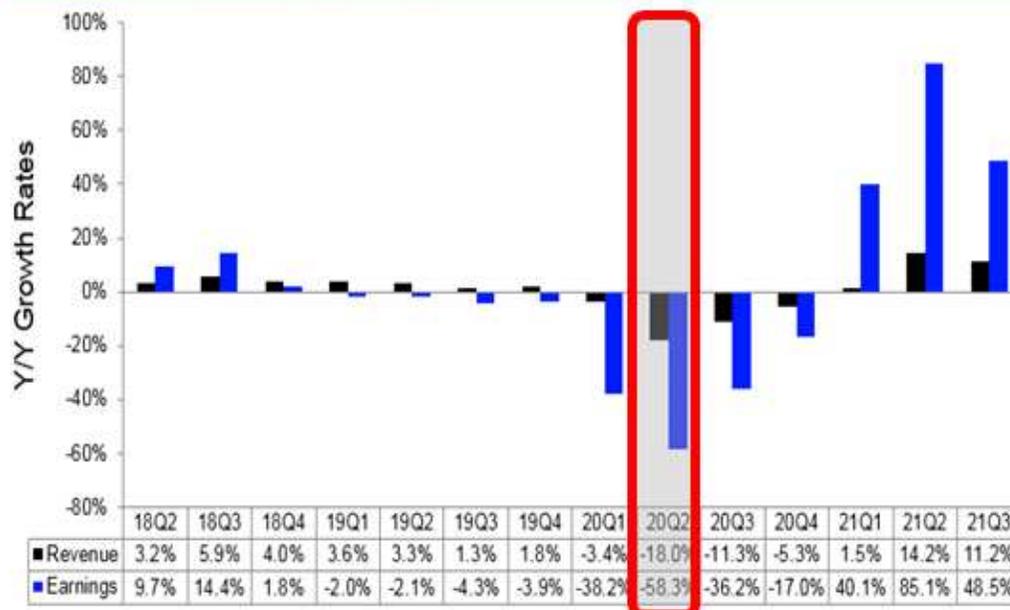
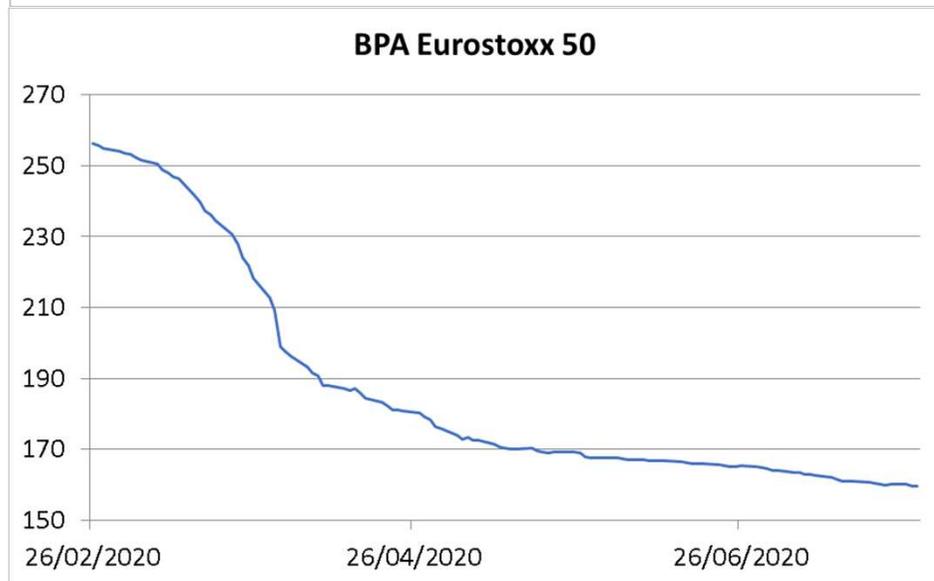
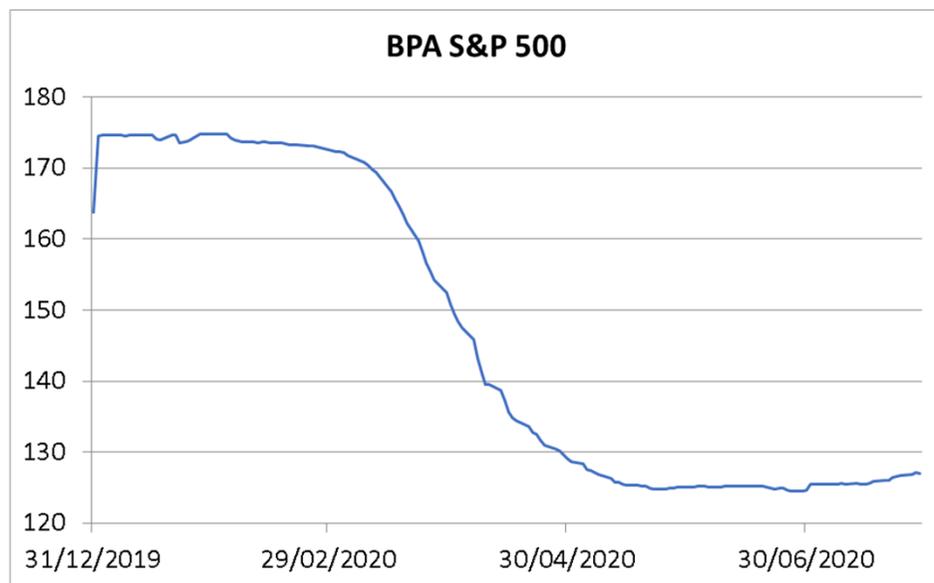


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



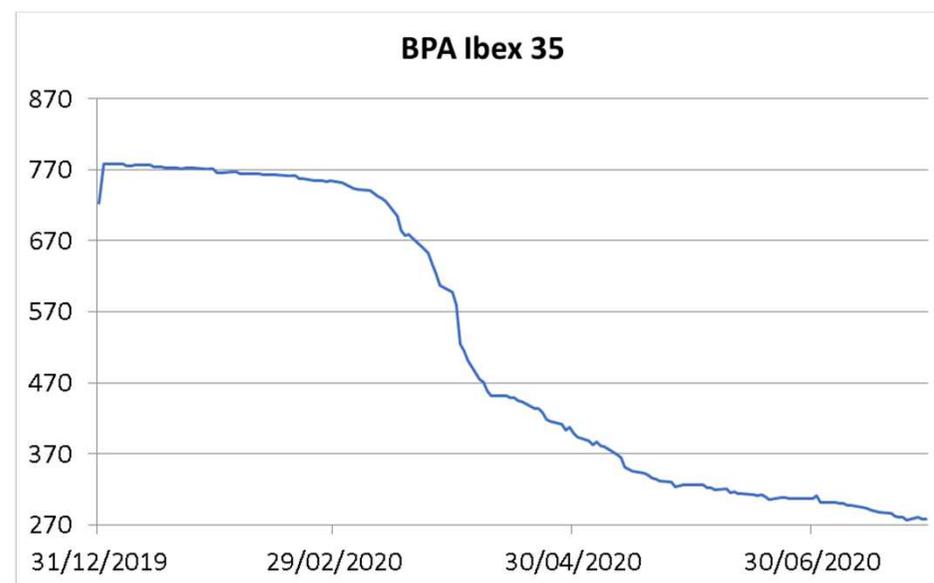
Fuente: I/B/E/S datos de Retinitiv



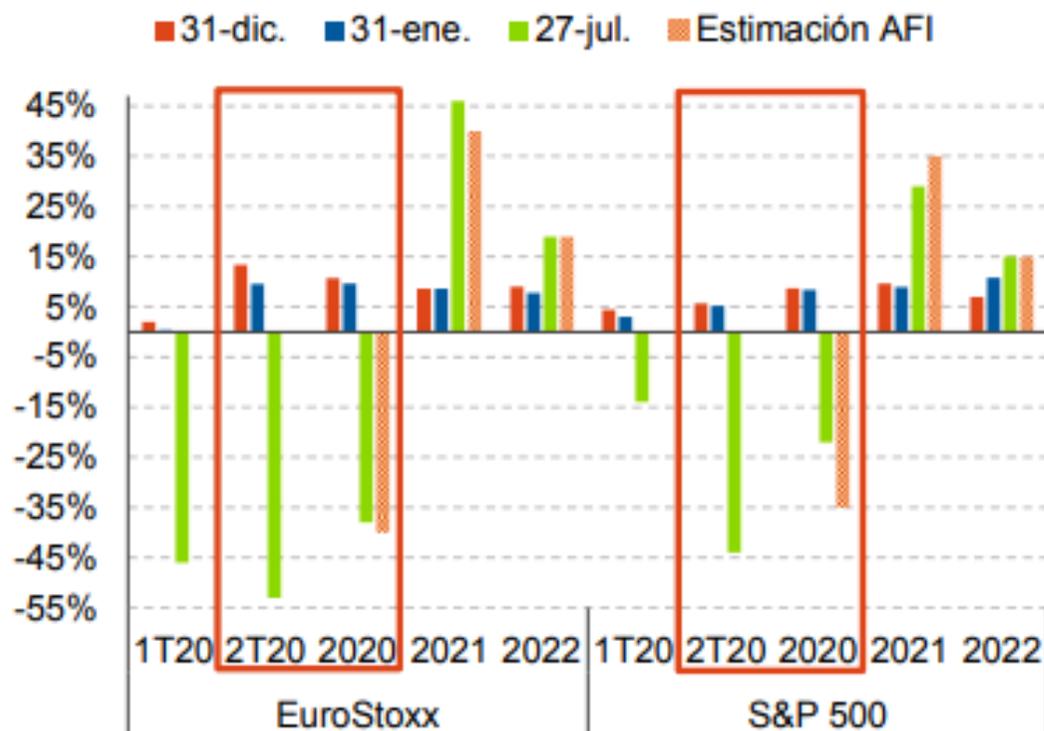
Fuente: Factset y elaboración propia

Aún pendientes de confirmar el suelo en la revisión a la baja de BPAs.

Clave: evolución de la pandemia y con ella de la reapertura económica.



Evolución estimaciones de beneficios



Fuente: AFI, Factset

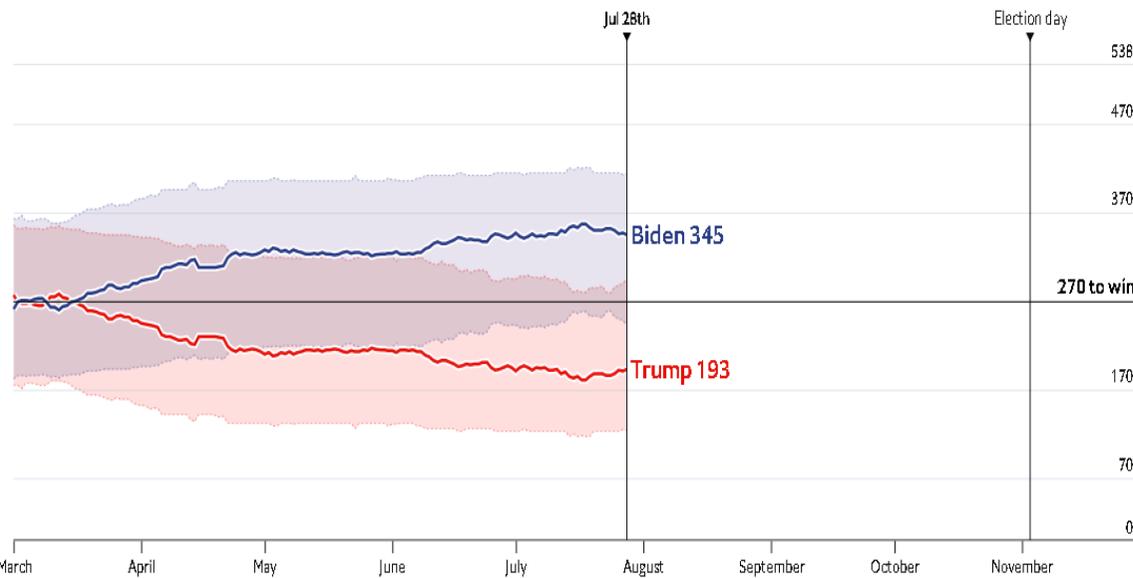
Eurostoxx:
 BPA 2020e -36%.
 2021e +45%.

S&P:
 BPA 2020e -23%.
 2021e +27%.

El ritmo e intensidad de la recuperación económica (vinculada a la evolución de la pandemia) determinará si las estimaciones actuales de beneficios empresariales son adecuadas.

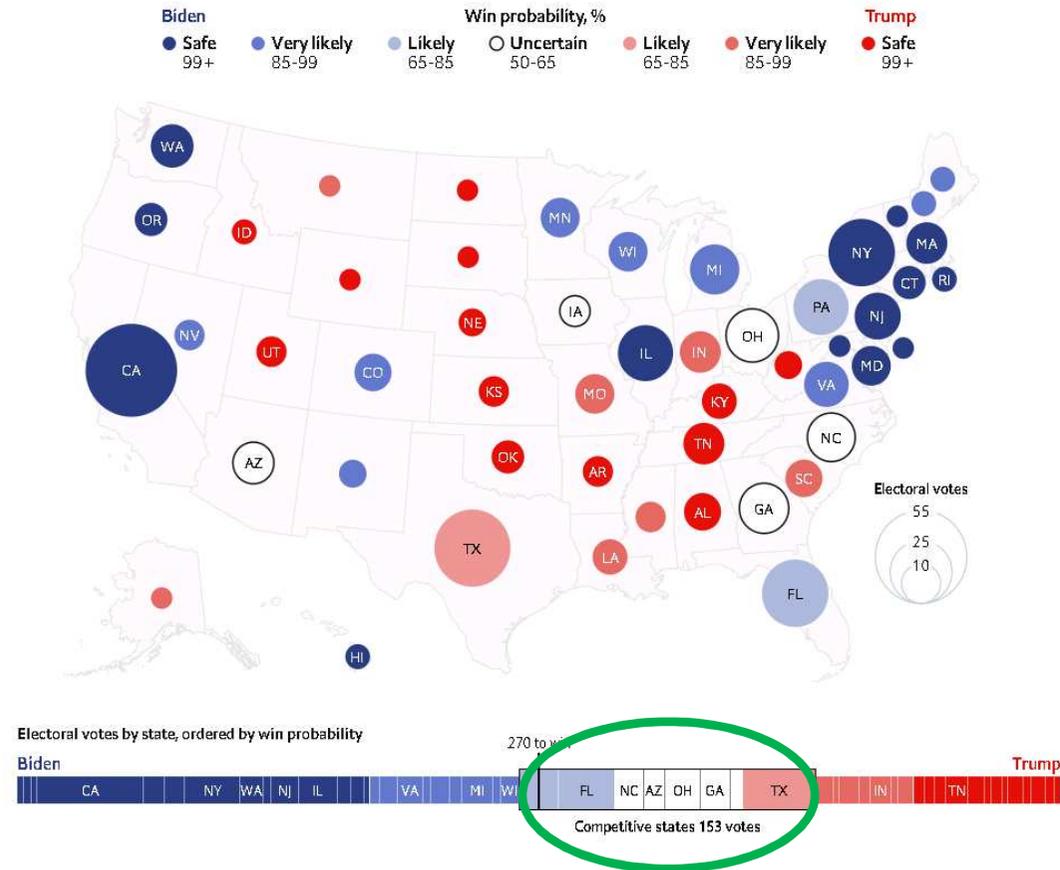
Biden adelanta a Trump en las encuestas.

Estimación de votos colegio electoral



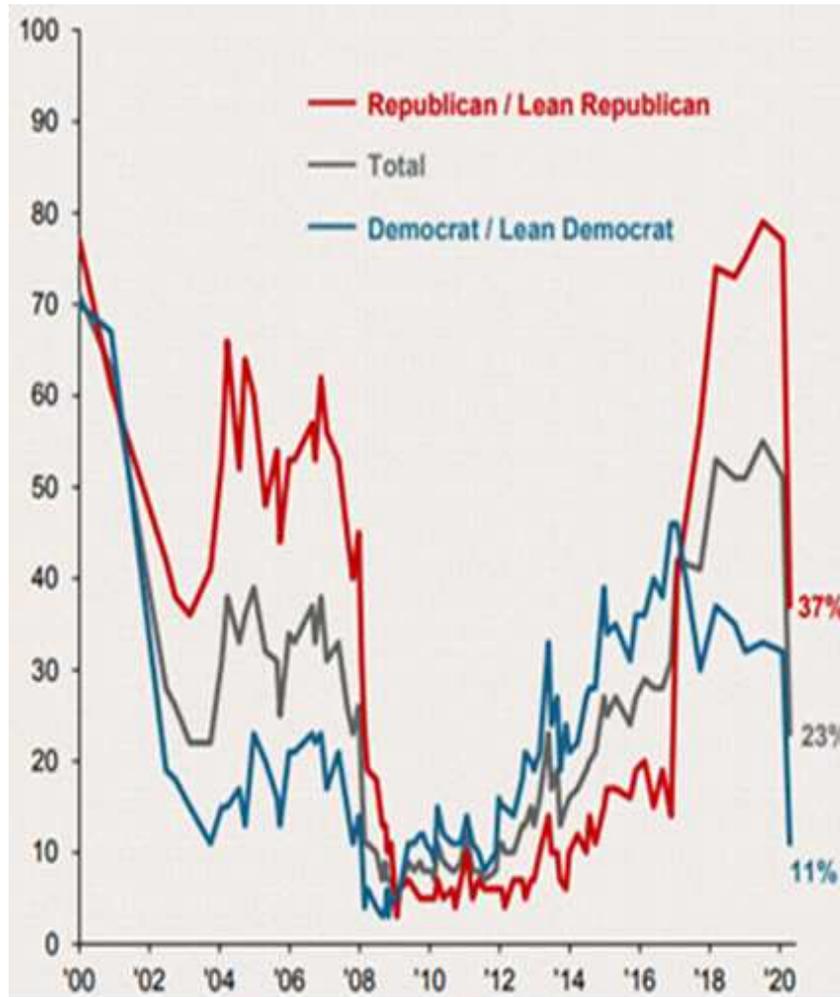
Fuente: The Economist

Probabilidad de victoria por estados



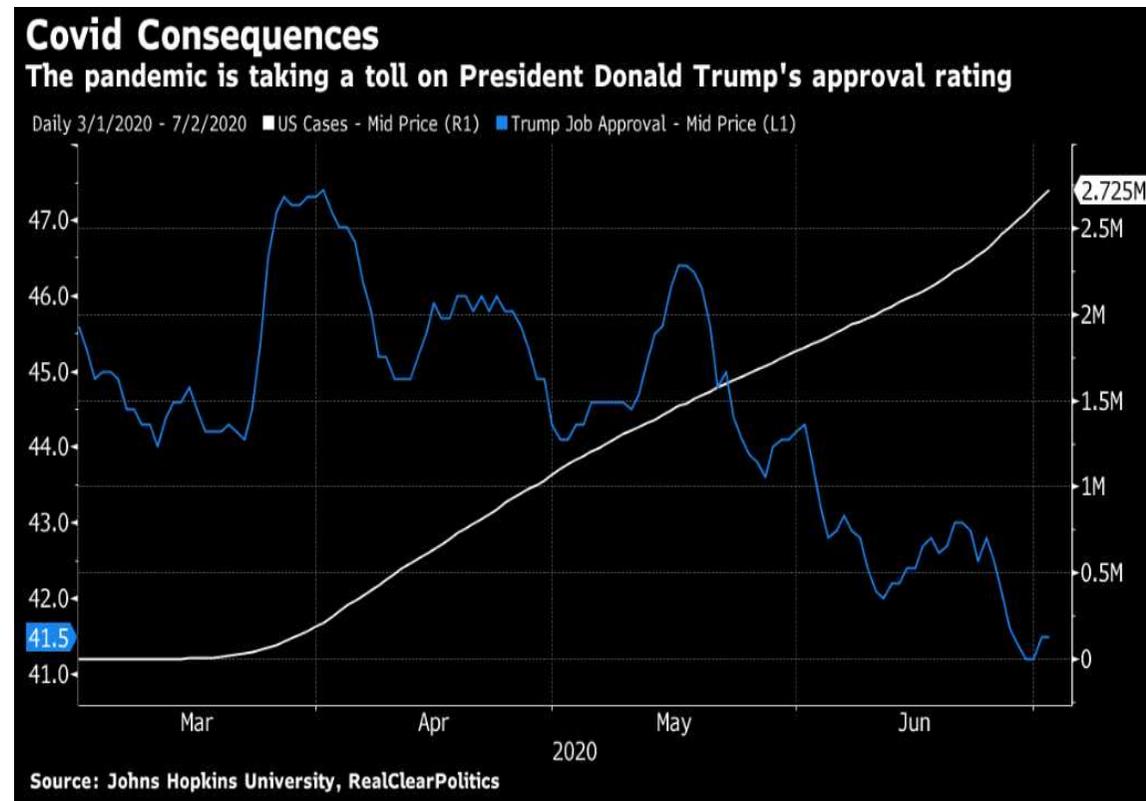
Gestión de la pandemia y ritmo de recuperación económica, claves.

Porcentaje de votantes que ven las condiciones económicas como buenas o excelentes



Fuente: Realclearpolitics.com. JP Morgan Asset Management

Aprobación Trump vs Evolución pandemia



Fuente: Johns Hopkins University, Realclearpolitics.com

Es previsible que la **volatilidad se incremente a medida que nos acerquemos a las elecciones EEUU**, haciendo lectura de todo en clave política.

Atención a **posible aumento de impuestos a empresas** en caso de victoria Demócrata (recorte de impuestos de 2017 podría revertirse). Capacidad para implementar esta subida dependería de si Demócratas ganan la Cámara y el Senado. Si los republicanos mantuviesen el Senado, la subida de impuestos sería más moderada.

El **amplio programa de infraestructuras** propuesto por Biden exigirá **financiación**.

Sesgo proteccionista, por lo que no es previsible que la relaciones con **China** mejorasen.

Su posicionamiento en aspectos **medioambientales** sería **positivo para el sector renovable y negativo para el petrolero**.

Partidario de reducir precios farmacéuticos, con impacto **negativo** previsible en **sector farma**.

Mantendrá **investigaciones sobre grandes tecnológicas**.

Por el origen del Covid. Cruce de acusaciones.

Tensiones comerciales: Covid 19 impide cumplir con fase 1 del acuerdo, China frena compras agrícolas a EEUU. Pone trabas a la importación de alimentos (certificado “virus free”).

Tensiones Hong Kong tras Ley de Seguridad Nacional impuesta por China, posible retirada de privilegios comerciales de HK como socio comercial de EEUU. **Cierre de consulados de uno y otro lado.**

Huawei: EEUU prohíbe ventas de chips a Huawei.
¿Represalias? ¿Implicaciones en precios tecnología?

EEUU amenaza con: 1) restringir capacidad de **empresas chinas para cotizar en Nasdaq**, 2) sanciones a oficiales chinos, 3) retirada del **SWIFT**, 4) evitar que **Fondo de Pensiones Federal invierta en valores chinos** .



© Ingram Pinn/Financial Times

Reciente evolución mercados

		1T20	2T20	jul-20	2020	Desde Mínimos 2020	Desde Máximos 2020
RENTA VARIABLE	IBEX	-28,9%	6,6%	-0,3%	-24,5%	18,0%	-28,5%
	EUROSTOXX	-25,6%	16,0%	2,0%	-11,9%	38,3%	-14,6%
	DAX	-25,0%	23,9%	4,2%	-3,2%	51,9%	-7,0%
	S&P500	-20,0%	20,0%	5,1%	0,9%	45,6%	-3,8%
	NASDAQ	-10,3%	30,3%	5,0%	22,7%	52,9%	-2,6%
	RUSSELL 2000	-30,9%	25,0%	4,1%	-10,1%	51,4%	-12,0%
	MSCI WORLD	-21,4%	18,8%	5,4%	-1,6%	44,8%	-4,7%
	MSCI EMERGING MARKETS	-23,9%	17,3%	9,2%	-2,5%	43,3%	-5,3%
DIVISAS (signo + se aprecia EUR)	1 EURO-USD	-1,6%	1,8%	5,0%	5,2%	10,3%	0,0%
	1 EURO-GBP	5,0%	2,0%	0,2%	7,3%	9,3%	-3,4%
	1 EURO-NOK	16,7%	-5,8%	-1,5%	8,2%	8,3%	-15,1%
MATERIAS PRIMAS	BRENT	-65,5%	81,0%	6,3%	-33,7%	126,3%	-36,5%
	WEST TEXAS	-66,5%	91,7%	5,1%	-32,4%	-	-34,8%
	ORO	3,9%	12,9%	10,7%	29,9%	34,0%	0,0%
INDICES RENTA FIJA	GLOBAL CORPORATE	-5,5%	9,1%	3,0%	6,2%	20,8%	-0,9%
	GLOBAL GOBIERNOS DESARROLLADOS	3,5%	1,3%	2,8%	7,7%	17,7%	-0,5%
	EURO AGGREGATE	-1,3%	2,5%	0,8%	2,0%	9,6%	-1,0%
	EURO CORPORATE	-4,2%	3,2%	0,9%	-0,3%	9,8%	-0,9%
	EMERGENTE DIVISA LOCAL	-16,1%	9,8%	3,7%	-4,5%	21,1%	-4,5%
	EMERGENTE \$ (€ cubierto)	-14,1%	11,7%	3,3%	-0,9%	33,2%	-3,0%

Fuerte recuperación desde mínimos de marzo apoyada por:

- Mar de liquidez
- Expectativa de rápida recuperación económica y de beneficios.

La liquidez se mantendrá, pero somos cautos con las expectativas de rápida recuperación.

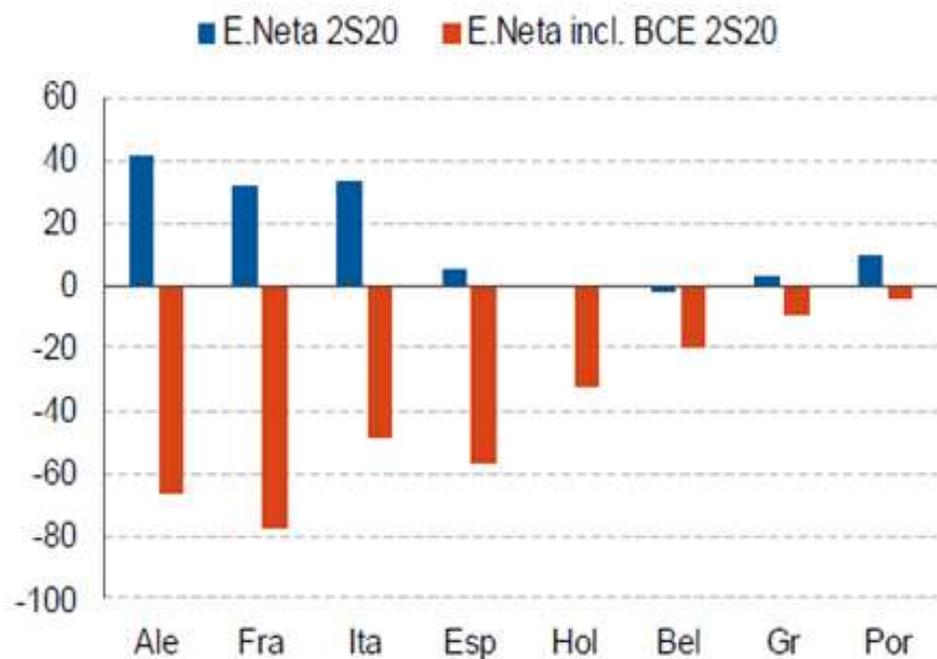
Mundo post Covid (ganadores y perdedores) exige ser muy selectivo en el *stock picking*.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia, datos a 29/07/2020, en divisa local .

Deuda pública intervenida (1)

TIRs continúan cayendo en entorno de bajo crecimiento, baja inflación y apoyos de bancos centrales.

Emisión neta en segundo semestre 2020 (mil. Mill eur)



Fuente: AFI, JP Morgan

BCE cuantifica impacto del QE (por lo bajo, reconoce, podría ser más) en **145 pb menos de TIR en promedio ponderado** Alemania, Francia, España e Italia. Sería incluso más en España e Italia por el sesgo del PEPP hacia estos países.

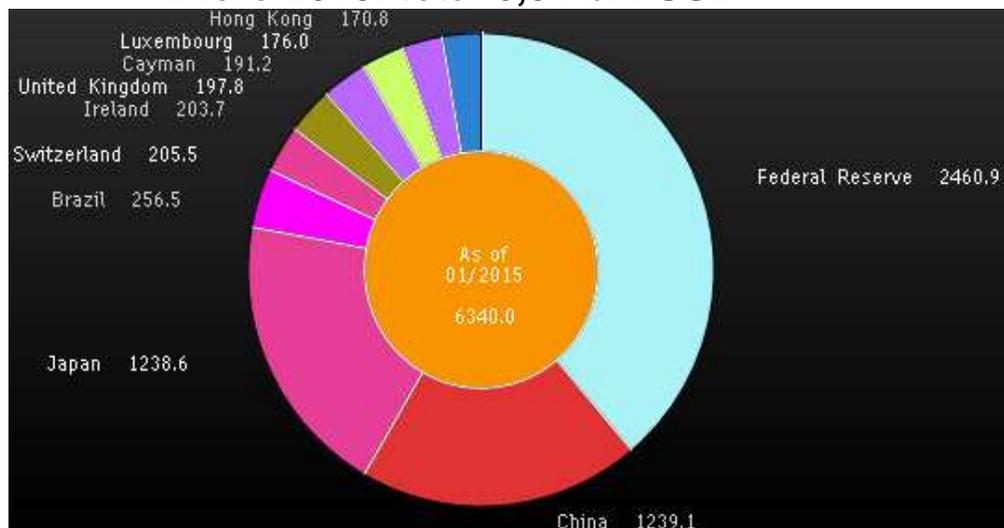
	ESPAÑA	ITALIA	FRANCIA	ALEMANIA
TIR 10 años actual	0,32	0,98	-0,22	-0,54
TIR 10 años sin QE (e)	1,77	2,43	1,23	0,91

	2 años	5 años	7 años	10 años	30 años
Alemania	-0,71	-0,73	-0,67	-0,54	-0,13
Países Bajos	-0,68	-0,66	-0,56	-0,41	-0,11
Austria	-0,64	-0,60	-0,51	-0,33	0,14
Dinamarca	-0,61	-0,57	-	-0,39	0,03
Bélgica	-0,61	-0,59	-0,42	-0,24	0,48
Francia	-0,63	-0,58	-0,45	-0,22	0,49
España	-0,41	-0,24	0,01	0,32	1,12
Italia	-0,07	0,48	0,65	0,98	1,93
Portugal	-	-0,20	0,04	0,32	1,06
USA	0,12	0,24	0,42	0,56	1,21

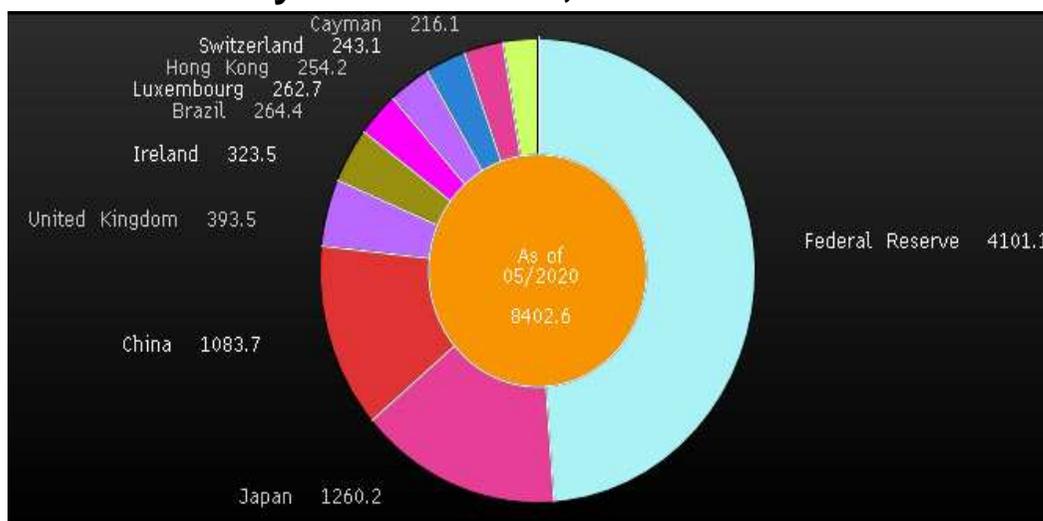
Fuente: Bloomberg y elaboración propia, datos a 22/06/2020

Deuda pública intervenida (2)

Enero 2015: total 6,34 bln USD



Mayo 2020: total 8,4 bln USD



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tenencias de Deuda Pública EEUU

	ene-15	may-20	var
Total deuda	100,0%	100,0%	33%
Reserva Federal	38,8%	48,8%	67%
Japón	19,5%	15,0%	2%
China	19,5%	12,9%	-13%
Reino Unido	3,1%	4,7%	99%
Irlanda	3,2%	3,8%	59%
Brasil	4,0%	3,1%	3%
Luxemburgo	2,8%	3,1%	49%
Hong Kong	2,7%	3,0%	49%
Suiza	3,2%	2,9%	18%
Cayman	3,0%	2,6%	13%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Estímulos extraordinarios (monetarios y fiscales) distorsionan las valoraciones

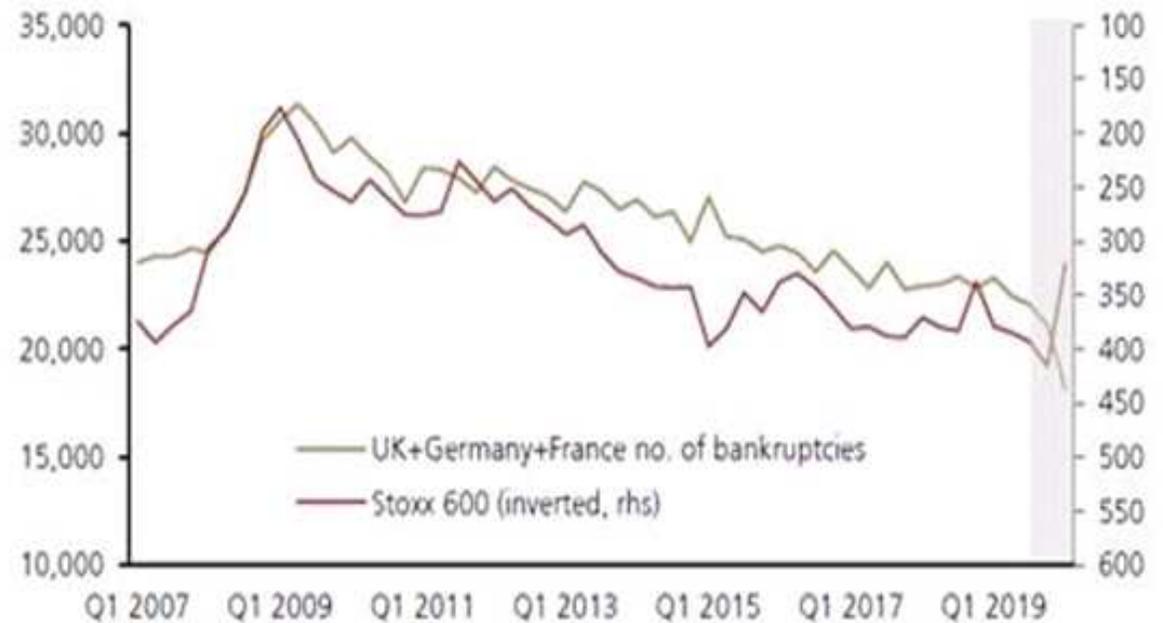
Caídas en PIB y aumento de quiebras coincidieron en la Gran Crisis Financiera con caídas a mínimos en las bolsas europeas.

El apoyo fiscal suaviza pero no elimina el riesgo de insolvencia en determinadas compañías dada la magnitud del shock económico.

Las compras por parte de los bancos centrales también distorsionan la percepción de riesgos.

Necesidad de ser extremadamente selectivos en las inversiones.

Bancarrotas (Francia, Alemania, Reino Unido, eje izq)
vs Stoxx 600 (eje dcho invertido)



Fuente: UBS

S&P 500 cotiza a PER 12 meses forward de 22,4x vs promedio últimos 5 años de 17x.

Stoxx 600 cotiza a PER 12 meses forward de 19,2x vs promedio últimos 5 años de 14,6x.

PER 12m forward

	Energía	Consumo Cíclico	Tecnológico	Consumo no Cíclico	Industria	Utilities	S&P 500	Materiales	Telecom	Salud	Financiero
PER ene-20	16,1x	23,0x	21,9x	20,1x	17,9x	21,1x	18,2x	17,8x	18,9x	15,8x	12,7x
PER 23-mar	23,4x	18,3x	16,2x	16,0x	11,9x	13,7x	13,3x	12,5x	14,2x	11,9x	7,5x
PER actual	-479,6x	47,6x	24,8x	21,0x	26,6x	18,7x	22,4x	22,8x	23,3x	17,1x	14,3x
PER actual vs ene-20	-	107%	13%	4%	49%	-11%	23%	28%	23%	8%	13%

	Retail	Petróleo	Travel & Leisure	Servicios Financieros	Salud	Servicios Industriales	Real Estate	Construcción	Stoxx 600	Media	Utilities	Telecom	RRNN	Seguros
PER ene-20	20,6x	11,0x	12,9x	14,8x	18,6x	18,1x	19,7x	15,9x	15,1x	16,2x	16,7x	14,9x	11,4x	10,8x
PER 23-mar	16,7x	11,8x	9,1x	9,6x	14,8x	11,9x	13,2x	10,3x	11,3x	11,3x	12,2x	12,0x	7,5x	6,5x
PER actual	26,7x	23,8x	8,5x	16,8x	19,1x	24,7x	17,4x	20,0x	19,2x	16,6x	17,4x	14,6x	15,3x	10,1x
PER actual vs ene-20	30%	116%	-34%	14%	3%	37%	-11%	26%	27%	2%	4%	-2%	34%	-6%

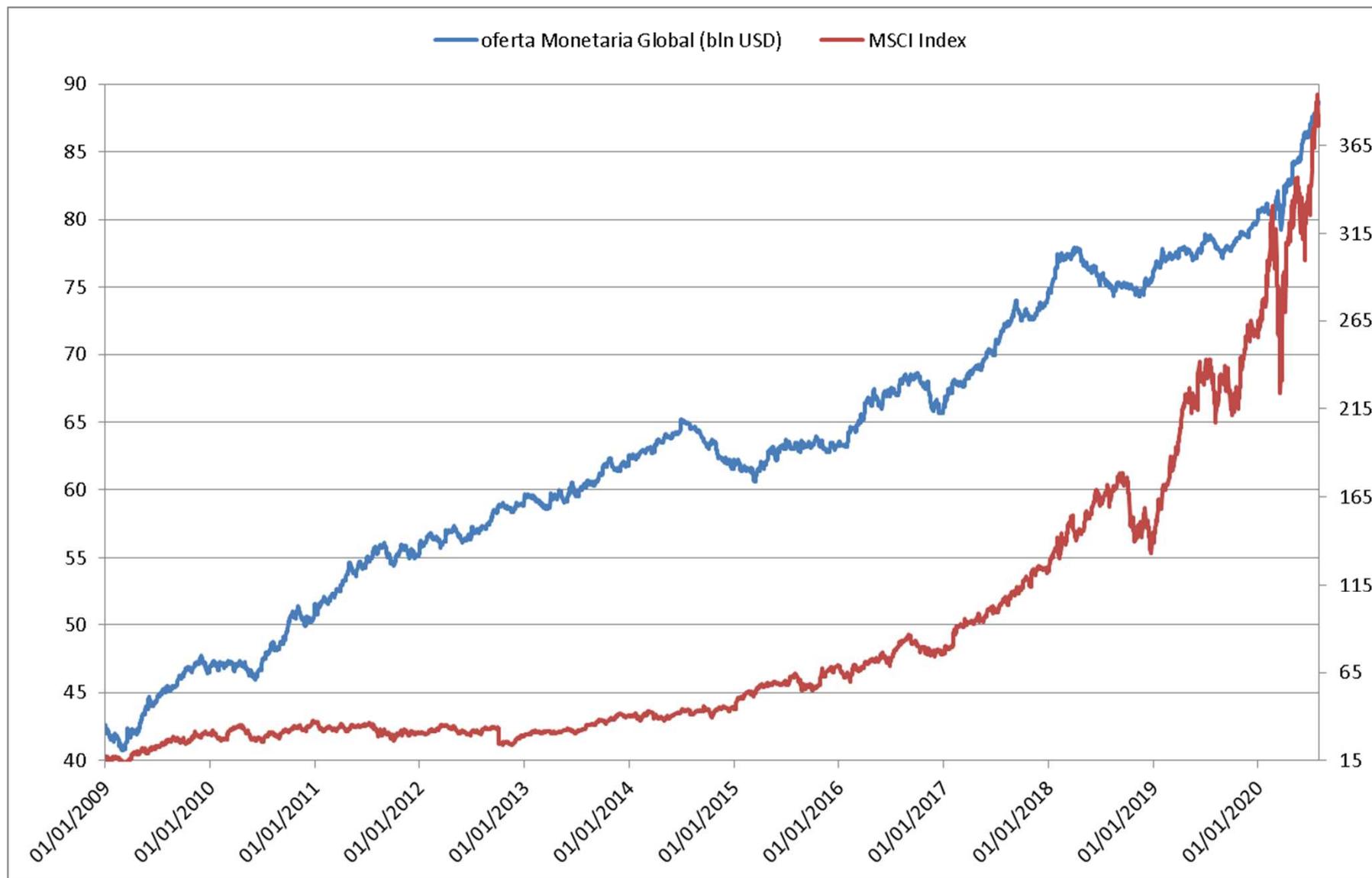
Fuente: Factset y elaboración propia

PER 24m forward

	Energía	Consumo Cíclico	Tecnológico	Consumo no Cíclico	Industria	Utilities	S&P 500	Materiales	Telecom	Salud	Financiero
PER ene-20	16,3x	23,2x	22,1x	20,2x	18,1x	21,2x	18,4x	18,0x	19,1x	15,9x	12,7x
PER 23-mar	13,2x	16,0x	14,6x	15,2x	10,0x	13,2x	12,1x	11,1x	12,9x	11,1x	7,0x
PER actual	30,1x	31,9x	23,4x	20,3x	19,3x	18,3x	20,0x	20,3x	21,1x	16,2x	12,6x
PER actual vs ene-20	85%	37%	6%	0%	7%	-14%	9%	13%	11%	1%	-1%

	Retail	Petróleo	Travel & Leisure	Servicios Financieros	Salud	Servicios Industriales	Real Estate	Construcción	Stoxx 600	Media	Utilities	Telecom	RRNN	Seguros
PER ene-20	20,8x	11,1x	13,0x	14,9x	18,8x	18,3x	19,8x	16,0x	15,2x	16,3x	16,8x	15,1x	11,5x	10,9x
PER 23-mar	15,2x	8,5x	6,6x	9,2x	13,6x	10,8x	12,6x	9,7x	10,4x	10,5x	11,8x	11,0x	7,0x	6,2x
PER actual	23,0x	14,3x	25,0x	15,9x	18,2x	20,2x	16,8x	17,1x	16,5x	15,0x	16,5x	13,9x	13,2x	9,1x
PER actual vs ene-20	11%	29%	93%	7%	-3%	11%	-15%	7%	9%	-8%	-2%	-8%	15%	-17%

Fuente: Factset y elaboración propia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Y la valoración relativa Bolsa-Deuda sigue siendo atractiva

Spread RPD Europa vs TIR Bund 10 años



Fuente: Refinitiv Datastream

Spread RPD S&P vs TIR EEUU 10 años



Fuente: Refinitiv Datastream

La Renta Variable sigue ofreciendo el mejor binomio rentabilidad – riesgo

¿Demasiado pronto para rotar a ciclo?

La buena evolución de los valores más defensivos parece apuntar a que **es necesaria una mayor rotación a ciclo para mantener las subidas en bolsas.**

A pesar de cierta **entrada de dinero en cíclicas y financieras** desde finales de mayo, su continuidad **precisaría de una confirmación de recuperación sostenida que incrementase la visibilidad a medio plazo así como una recuperación de expectativas de inflación y su consiguiente impacto en mayores TIRes,** que no obstante siguen claramente deprimidos por las políticas monetarias ultraexpansivas.

Los **apoyos fiscales únicamente compensan (en el mejor de los casos) la demanda perdida,** pero no suponen un estímulo al crecimiento pre Covid 19.

Mantenemos sesgo defensivo por el momento, y aprovecharemos potenciales tomas de beneficios (recogiendo los citados riesgos) para ir tomando de forma gradual y con una visión de medio plazo posiciones en algunos valores más vinculados al ciclo y que puedan salir como ganadores de la situación actual.

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. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 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 puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Grupo Renta 4. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

D^a. Natalia Aguirre Vergara

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Grupo Renta 4: 48% Sobreponderar, 42% Mantener y 10% Infraponderar.