

Rebote o reb(r)ote

Estrategia de inversión &
Asset Allocation 3T20

Julio 2020

The logo for 'a&g Banca Privada' is located on the upper part of the building facade. It features the letters 'a&g' in a white, lowercase, sans-serif font, followed by the words 'Banca Privada' in a smaller, white, uppercase, sans-serif font.

Rebote o rebrote

1. La gran recesión del Covid-19 queda atrás
2. Breve análisis de escenarios
3. Pandemia temporal, reapertura irreversible
4. Respuesta sin precedentes a la crisis sin precedentes
5. Evidencias de recuperación: lo peor queda atrás
6. Principales temas para el 3T2020
7. Riesgos al escenario principal
8. Asset Allocation
 - Renta Fija
 - Renta Variable
 - Otros activos
9. Resumen de nuestro posicionamiento





1.

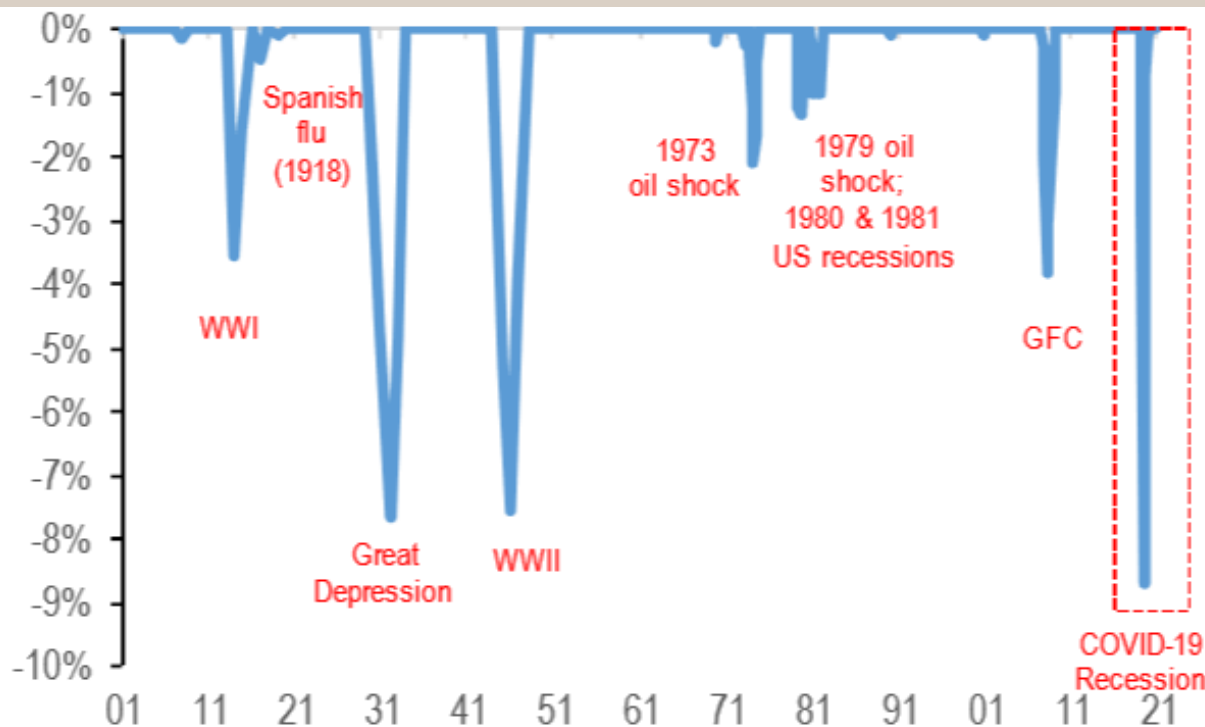
**LA GRAN RECESIÓN COVID-19
QUEDA ATRÁS**

HA SIDO UNA RECESIÓN MUY ESPECIAL RECESIÓN MUY PROFUNDA Y MUY RÁPIDA



3T20- Rebote o Rebrote

Caída de pico a valle del PIB global



Fuente: JP Morgan

HA SIDO UNA RECESIÓN MUY ESPECIAL

- Casi todo ha sido único durante la recesión del Covid-19.
- Su causa: un virus.
- Su intensidad: la más profunda en 100 años.
- Su duración: la más corta en 100 años.
- La magnitud y rapidez de la respuesta: estímulos monetarios fiscales mayores, más rápidos y más coordinados de la historia.
- Reacción del mercado: caídas y recuperaciones más rápidos nunca vistos.

COVID-19: MAYOR RECESIÓN DE LA HISTORIA QUEDA ATRÁS



3T20- Rebote o Rebote

- No sabemos aún cómo de profunda será (o habrá sido) la recesión.
- Existe una gran divergencia entre estimaciones, pero una de las más pesimistas ha sido la del FMI, que espera una contracción de la actividad económica global del -4,9% para 2020.
- Incluso FMI estima que la actividad económica global habrá recuperado su nivel pre-covid en el primer semestre de 2021.

PREVISIONES ECONÓMICAS DEL FMI

- La tabla de la izquierda recoge las previsiones económicas del FMI, revisadas durante el mes de junio.
- Se revisaron fuertemente a la baja las estimaciones del mes de abril.
- La recuperación será muy diferente por regiones, más rápida en países emergentes que desarrollados.
- Las mayores caídas las sufrirán economías europeas, sobre las que el FMI estima un rebote más fuerte en 2021 que en EE.UU.

Table 1. Overview of the World Economic Outlook Projections
(Percent change, unless noted otherwise)

	Year over Year						Q4 over Q4 2/		
	2018	2019	Projections		Difference from April 2020 WEO Projections 1/		2019	Projections	
			2020	2021	2020	2021		2020	2021
World Output	3.6	2.9	-4.9	5.4	-1.9	-0.4	2.8	-3.5	4.6
Advanced Economies	2.2	1.7	-8.0	4.8	-1.9	0.3	1.5	-7.2	5.1
United States	2.9	2.3	-8.0	4.5	-2.1	-0.2	2.3	-8.2	5.4
Euro Area	1.9	1.3	-10.2	6.0	-2.7	1.3	1.0	-8.6	5.8
Germany	1.5	0.6	-7.8	5.4	-0.8	0.2	0.4	-6.7	5.5
France	1.8	1.5	-12.5	7.3	-5.3	2.8	0.9	-8.9	4.2
Italy	0.8	0.3	-12.8	6.3	-3.7	1.5	0.1	-10.9	5.5
Spain	2.4	2.0	-12.8	6.3	-4.8	2.0	1.8	-11.4	6.3
Japan	0.3	0.7	-5.8	2.4	-0.6	-0.6	-0.7	-1.8	0.0
United Kingdom	1.3	1.4	-10.2	6.3	-3.7	2.3	1.1	-9.0	6.9
Canada	2.0	1.7	-8.4	4.9	-2.2	0.7	1.5	-7.5	4.6
Other Advanced Economies 3/	2.7	1.7	-4.8	4.2	-0.2	-0.3	1.9	-5.1	5.5
Emerging Market and Developing Economies	4.5	3.7	-3.0	5.9	-2.0	-0.7	3.9	-0.5	4.2

Fuente: FMI

TIEMPO PARA LA RECUPERACIÓN EN FASE DE REPARACIÓN HACIA LA RECUPERACIÓN

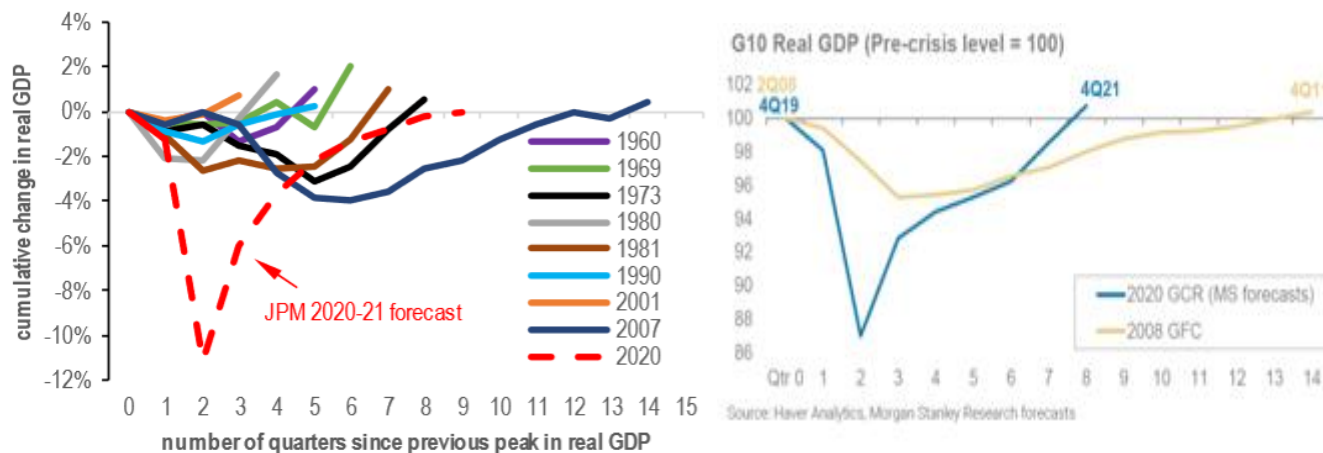
- Uno de los temas a los que se está dando gran importancia es el tiempo que podrá tardar la economía global en volver a sus niveles anteriores al covid-19.
- Se ha escrito mucho sobre la “letra” de la recuperación pero, lo que es seguro, es que será la más rápida de la historia moderna.
- Casas de análisis más optimistas ante la situación actual (Morgan Stanley) estiman que la economía global habrá alcanzado el nivel anterior a la Pandemia a final de 2021, mientras que otras que muestran mayor cautela, como JP Morgan, no desplazan ese momento hasta más allá de 2022



RAPIDEZ DE LA RECUPERACIÓN: “V” SIMILAR

- Existen diferencias relevantes entre estimaciones sobre el momento en el que la actividad económica volverá al nivel anterior a la pandemia.
- Todas ellas tienen en común la rapidez de la recuperación. Mayor en unos casos que en otros, pero existe consenso sobre el hecho de que será la recuperación más rápida recordada.
- En el debate sobre la “letra” de la recuperación, casas como MS abogan por una recuperación en “V”, pero, incluso aquellos con posicionamiento algo más cauto como JP Morgan, apuestan por algo parecido.

Estimaciones sobre la vuelta al nivel de actividad pre-covid 19



Fuente: JP Morgan (izqda.) y Morgan Stanley Research (dcha)

ESTIMACIONES SOBRE LA RECUPERACIÓN DE DEMANDA POR SECTORES

- Para estimar el alcance en el tiempo de la recuperación, es necesario hacer un ejercicio sectorial con el que se concluye que los sectores ganadores en esta crisis, ya por encima de sus niveles anteriores, acelerarán la recuperación global, lastrada por algunos sectores que podrían no recuperar nunca los niveles pre-covid.

Estimaciones de fechas de recuperación de la demanda a niveles pre-covid por sectores

Above pre-Covid-19 levels	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	Later than 4Q21
Agriculture	Household Products & Beverages	Software	Restaurants	Media	IT Hardware	Metals and Mining	Autos and Retail
Cable / Satellite	NA Freight Transportation			Payments	IT Services	Multi-Industry	Energy and energy related
E-Commerce						Pharmaceuticals	Gaming and Lodging
Hardline / Broadline / Food Retail						Commercial Real Estate	Online Travel and Ride Sharing Services
Telecom Services						Semiconductors	
						Telecom Networking & Equipment	

Demand level indexed to 100 in 4Q2019.
Source: Morgan Stanley Research

Fuente: Morgan Stanley



3T20- Rebote o Rebote

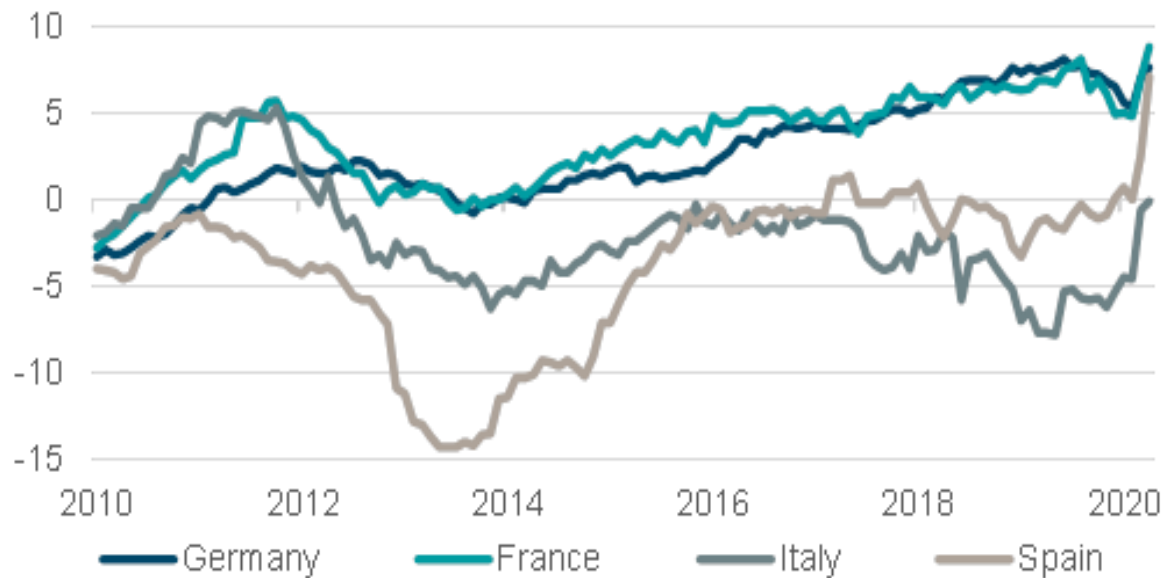
FUERTES DIVERGENCIAS EN LA RECUPERACIÓN

- Existirán grandes divergencias y, sin duda, una de las características del covid a nivel económico, es haber acelerado determinadas tendencias estructurales.
- Habrá ganadores y perdedores y quizás algunos sectores nunca vuelvan al nivel de actividad de finales de 2019, pero muchos otros están ya hoy por encima de esos niveles.
- Para que la actividad económica vuelva a niveles pre-covid no es necesario que todos y cada uno de los sectores lo hagan.

RIESGO DE COLAPSO CASI ELIMINADO ESCAPAMOS DE LA CRISIS DE CRÉDITO

- La pandemia causó el temor de una recesión más profunda que cualquier otra experimentada desde la Segunda Guerra Mundial y **la preocupación era que la recesión pudiera ir acompañada de una crisis crediticia, es decir, una escasez de oferta de crédito en la economía.**
- El riesgo de una crisis crediticia parece evitarse por el momento, debido a las intervenciones de la política fiscal y monetaria que otorgan préstamos a la economía. Los préstamos otorgados ayudan a las empresas a obtener la liquidez que se necesita con urgencia y la variable tiempo será clave para el desenlace.

Crecimiento anual del crédito corporativo



HEMOS ESCAPADO DE UNA CRISIS DE CRÉDITO SISTÉMICA

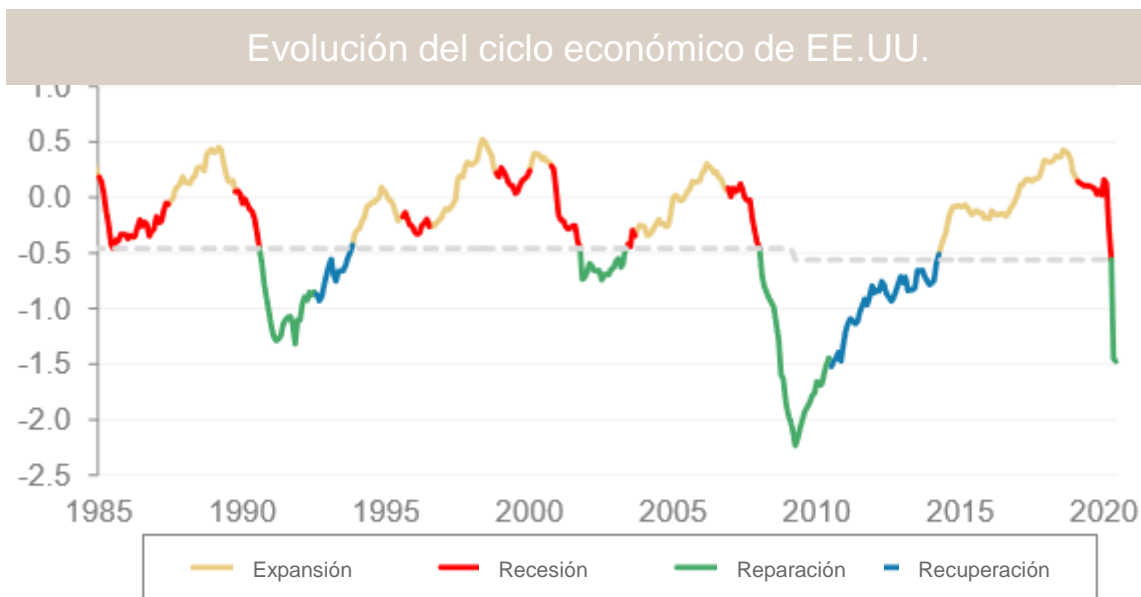
- Con las medidas de inyección de liquidez y avales gubernamentales, se ha logrado evitar una gran crisis sistémica de crédito.
- Las compañías que lo necesitan están consiguiendo refinanciar su deuda sin grandes problemas y, aunque veremos un repunte de los impagos y, posiblemente, consolidación en muchos sectores, será la habitual post- recesión y no algo inédito como se argumentaba en el pico de la crisis.

INDICADOR DEL CICLO ECONÓMICO EN FASE DE REPARACIÓN HACIA LA RECUPERACIÓN



3T20- Rebote o Rebrote

ENTRAMOS EN FASE DE REPARACIÓN



Fuente: Morgan Stanley Research

- Tras la fase de recesión, que damos por finalizada entre el mes abril y mayo, entramos en la fase de reparación.
- La fase de recesión es aquella en la que los datos aún están por encima de la tendencia de largo plazo, pero cayendo.
- En esta fase de reparación, los datos están aún por debajo de la tendencia y cayendo. Es el final de las malas noticias y el mercado normalmente se anticipa a la fase de recuperación, en la que los datos ya comienzan a mejorar.



2.

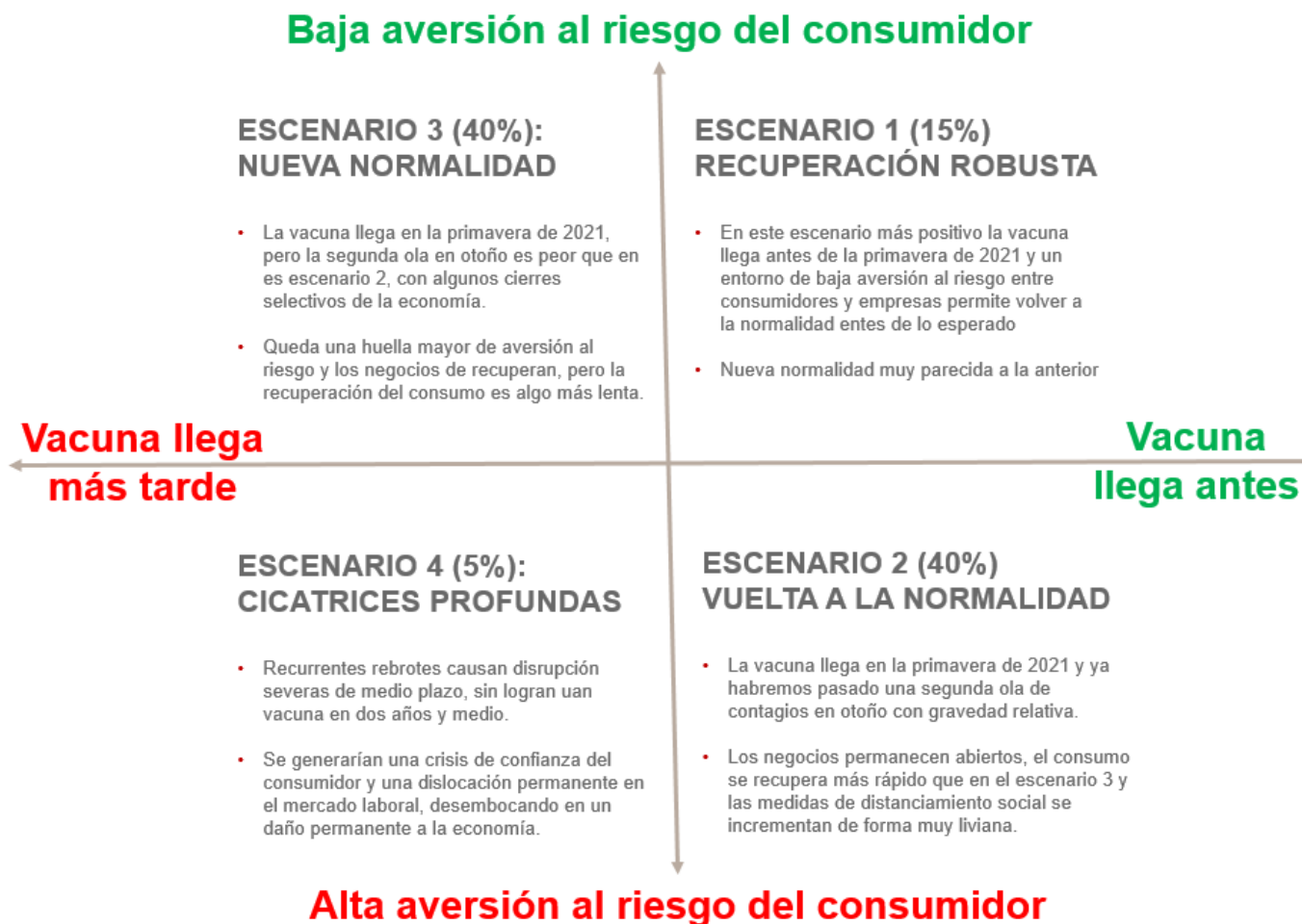
BREVE ANÁLISIS
DE ESCENARIOS

ESCENARIOS ECONÓMICOS

GRAN INCERTIDUMBRE Y DEPENDENCIA DE REBROTOS



3T20- Rebote o Rebrote



DESENLACES EXTREMOS MUY POCO PROBABLES

- El escenario principal es una combinación de los escenarios 2 y 3.
- Estamos en proceso de vuelta a la normalidad y está por ver cuáles son las secuelas de la crisis.
- Posiblemente exista el llamado “nuevo normal” pero creemos que se parecerá mucho al anterior.
- Algunas tendencias estructurales se han acelerado, como la aplicación de tecnología a diferentes ámbitos de nuestras vidas y determinados cambios en el patrón de consumo.



3.

**PANDEMIA TEMPORAL,
REAPERTURA IRREVERSIBLE**

COVID-19: UNA PANDEMIA TEMPORAL

- La situación actual tiene poco o nada que ver con la del trimestre anterior.
- La gravísima situación vivida queda fundamentalmente atrás, más por una menor gravedad de los nuevos contagios que por haber erradicado el virus, dado que los nuevos casos siguen en niveles máximos.
- El rebrote está ocurriendo y puede seguir durante algún tiempo, pero la combinación de (i) tratamientos terapéuticos, (ii) preparación de los diferentes sistemas sanitarios y (iii) la posibilidad de vacuna hacen que, incluso en ese escenario negativo, las consecuencias económicas sean moderadas.
- EE.UU. está viviendo el rebrote que más preocupa desde el punto de vista económico. África y Latinoamérica están siendo duramente golpeados y el coste humano podría ser muy superior al económico en estas regiones, que en muchos casos, no pueden permitirse medias de aislamiento social.



PROPAGACIÓN GLOBAL DEL CORONAVIRUS

- Debemos diferenciar los riesgos de rebrote en economías que ya habían sido golpeadas por el virus (eso es realmente el rebrote), del riesgo de propagación a regiones a las que no había llegado en su primera fase, como es el caso de gran parte del hemisferio sur.

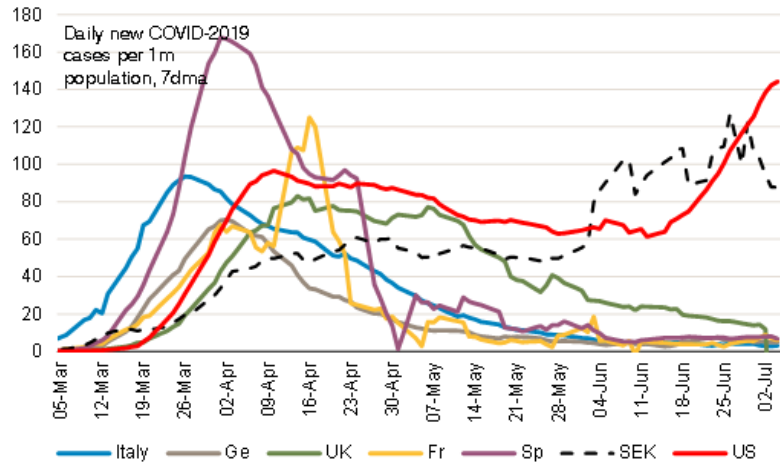
EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA

ESCENARIOS MÁS NEGATIVOS SON POCO PROBABLES



3T20- Rebote o Rebrote

Nuevos casos diarios de Covid-19 por millón de habitantes



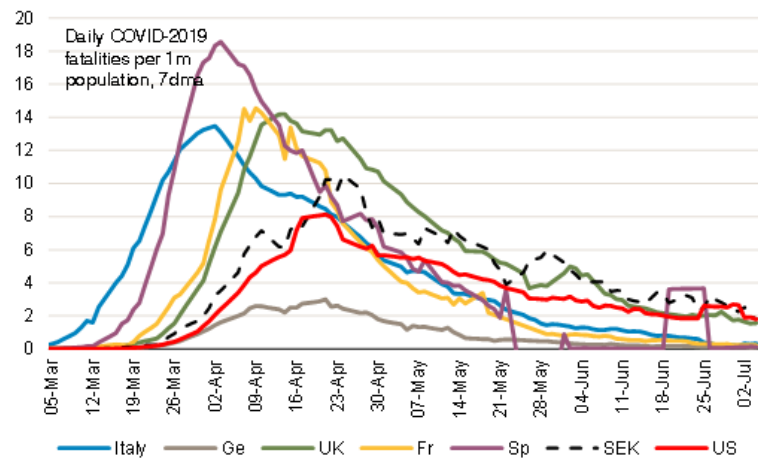
El virus continúa propagándose y el rebrote es inevitable

ESCENARIOS MÁS NEGATIVOS MUY POCO PROBABLES

Rebotes inevitables, mayores en economías donde las medidas de aislamiento fueron más laxas.

La situación nada tiene que ver con la de finales de marzo.

Fallecimientos diarios por Covid-19 por millón de hab.



Pero la tasa de mortalidad es muy inferior a la de los meses de marzo y abril

- Diagnóstico y seguimiento a través de tests.
- Preparación y equipamiento sanitario.
- Gran evolución de los tratamientos terapéuticos, incluyendo medicamentos.
- La solución definitiva pasa por la vacuna: 200 proyectos y casi 30.000 millones de inversión la hacen altamente probable, aunque existen retos de producción y vacunación masiva sin resolver.
- El virus continúa propagándose, pero no causa el daño que causaba, aunque no es descartable al 100% la mutación o fuerte rebrote en otoño.

Fuente: GAM

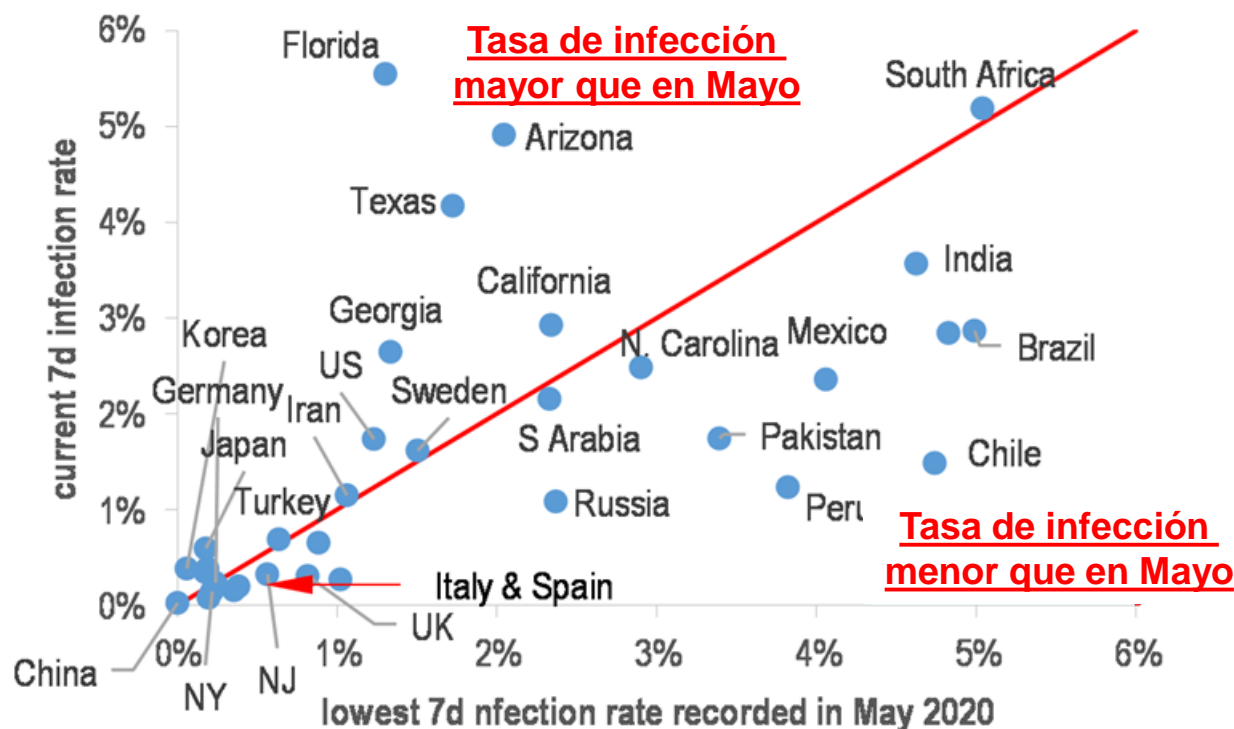
EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA

REBROTE MUY CENTRADO EN EE.UU.



3T20- Rebote o Rebrote

Tasa de infección de junio en comparación con mayo



Fuente: JP Morgan

REBROTES DE JUNIO EN EE.UU. PRINCIPALMENTE

- Tras la gran mejora lograda en el mes de mayo, el Covid-19 vuelve a propagarse en junio, consecuencia de la reapertura de las diferentes economías.
- El gráfico de la izquierda muestra la evolución de los contagios en mayo frente a junio, y estos se han incrementado especialmente en EE.UU.
- Confluyen en EE.UU. varios factores que dificultan la conclusión del dato, desde las manifestaciones por la igualdad de la comunidad afroamericana, hasta el hecho de haber incrementado el número de tests.
- El hecho de tener más contagios tiene unas consecuencias relativas mientras hospitalizaciones y fallecimientos se mantengan en niveles cercanos a los de mayo.

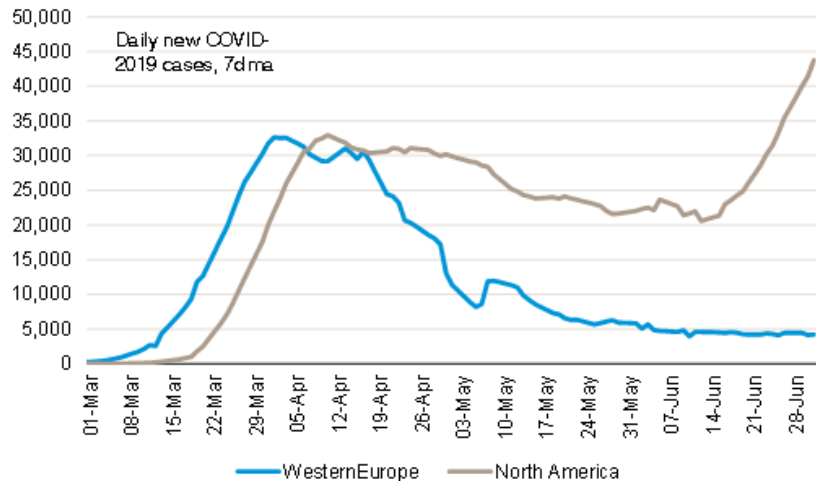
EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA

PAÍSES DESARROLLADOS: EUROPA MEJOR QUE EE.UU.

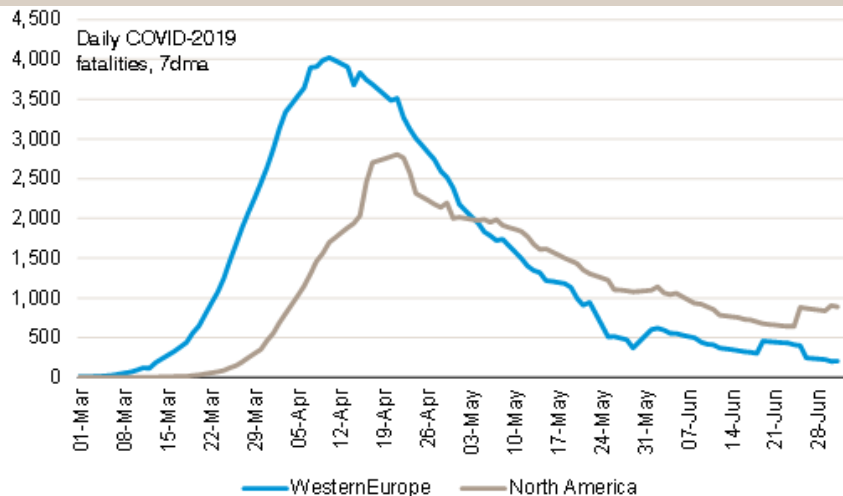


3T20- Rebote o Rebrote

Nuevos casos diarios de Covid-19 en EE.UU. y Europa



Fallecimientos diarios de Covid-19 en EE.UU. y Europa



REBOTES EN EE.UU. CON BAJA MORTALIDAD

- En países desarrollados, los nuevos casos se mantiene estables, lastrados por el fuerte incremento en EE.UU., mientras que la situación en Europa continúa mejorando.
- En EE.UU. las nuevas infecciones continúan aumentando fuertemente (último aumento >50k/día), pero las muertes, en promedio, continúan disminuyendo.
- Tasa de pruebas positivas y las hospitalizaciones están aumentando. La proporción de muertes por hospitalización ha disminuido desde abril.
- En China, aumento en nuevos casos, pero la tendencia ha sido ampliamente estable; los nuevos casos de Corea han tenido una tendencia lateral. EM: las muertes diarias están aumentando en India, SA, Rumania, Colombia...

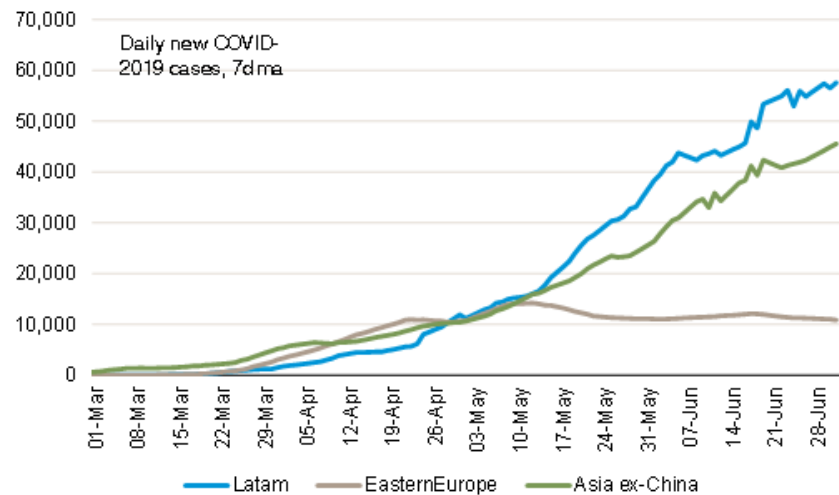
EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA

PAÍSES EMERGENTES:

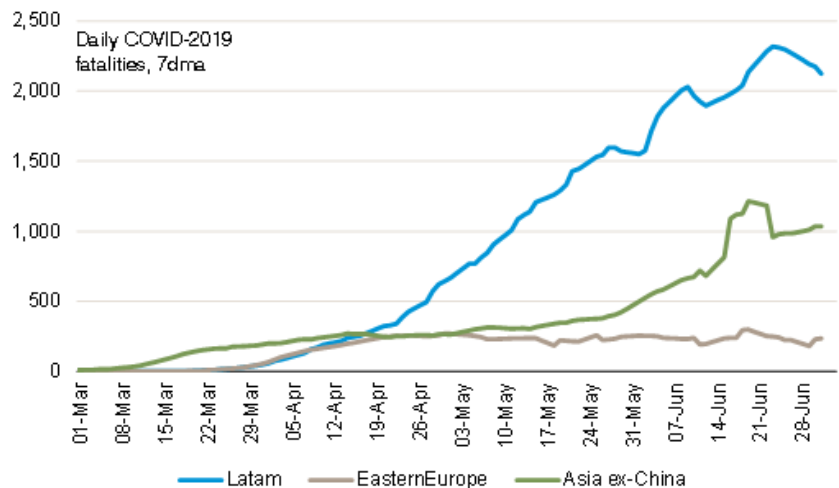


3T20- Rebote o Rebrote

Nuevos casos diarios de Covid-19 en emergentes



Fallecimientos diarios de Covid-19 en emergentes



EMERGENTES

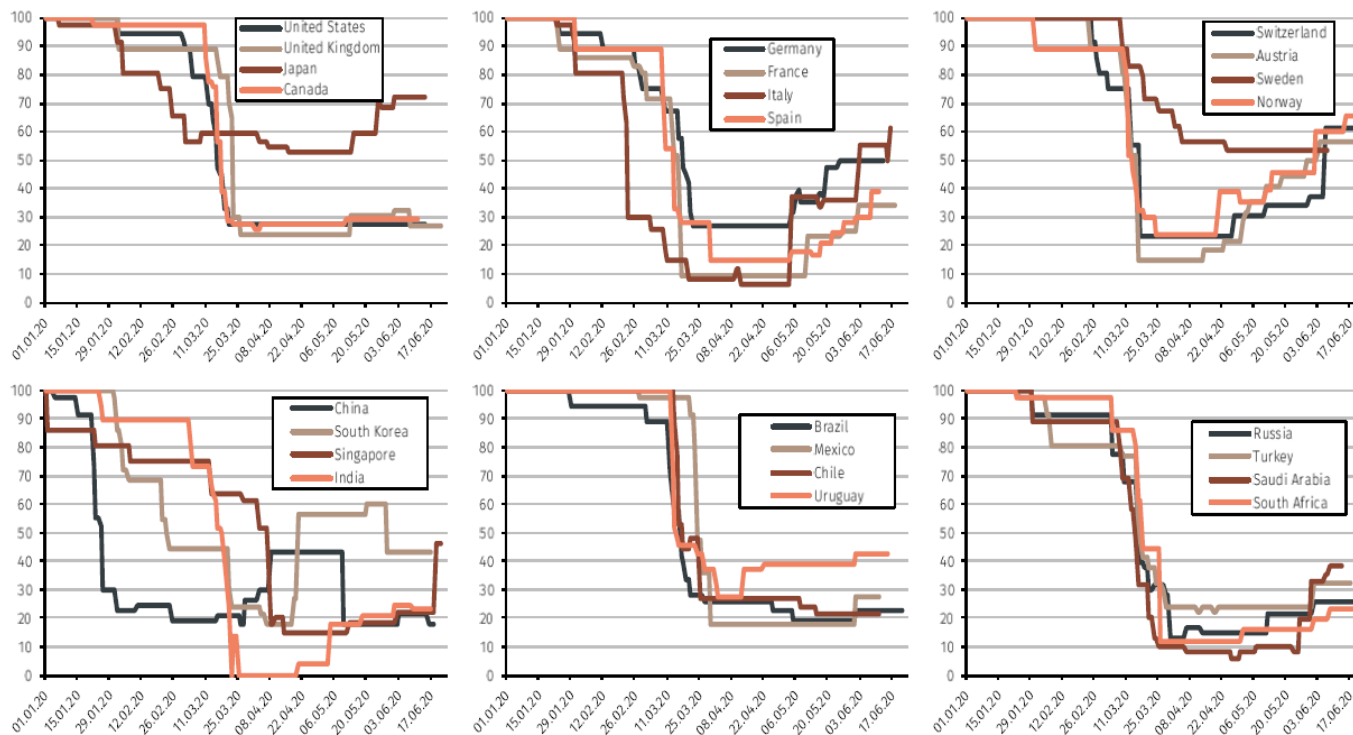
- Grandes diferencias en cuanto a la propagación y situación del virus entre las 3 grandes regiones emergentes.
- Asia, que fue la primera en ser golpeada por el virus, ha experimentado un rebrote significativo, con un repunte simultáneo en el número de fallecimientos, pero las consecuencias económicas han sido limitadas.
- Latam es ahora el epicentro del virus, con más contagios y fallecimientos que el resto. La curva comenzó a aplanar a mediados de junio.
- El impacto en Europa del Este ha sido, hasta ahora, muy inferior a otras regiones.

EVOLUCIÓN DE LAS MEDIDAS DE DISTANCIAMIENTO SOCIAL



3T20- Rebote o Rebrote

Índice de la universidad de Oxford de dureza de las restricciones a la economía



Fuente: EFG AM y Universidad de Oxford

COVID-19: LA REAPERTURA IRREVERSIBLE

- Durante los meses de mayo y junio se han levantado las medidas de confinamiento a nivel global.
- La economía sale así de su coma inducido y se va recuperando la normalidad de forma progresiva, pero más rápida de lo que esperaba el consenso.
- El proceso de des-escalada es irreversible salvo que la gravedad del rebrote sea muy superior a la actual:
 - Muy difícilmente la sociedad civil tolerará un nuevo confinamiento
 - La economía no se puede permitir un segundo parón
 - La carga vírica parece ser menor y su mortalidad se ha reducido
 - La crisis económica preocupa tanto como la sanitaria y, posiblemente, las prioridades hoy están más igualadas que en el pico de la pandemia.
- Habrá **cierres parciales** y determinadas actividades tardarán tiempo en volver a la normalidad, pero las consecuencias económicas de esos nuevos cierres pensamos serán muy acotadas.



3T20- Rebote o Rebote

REAPERTURA IRREVERSIBLE

- La apertura de las diferentes economías no tiene marcha atrás.
- En un escenario remoto, al que damos muy baja probabilidad de vuelta al confinamiento, la tesis de inversión podría cambiar de forma drástica en función de la actuación de los diferentes actores, como son Gobiernos, Bancos Centrales e inversores. Se trata de un riesgo remoto, pero el más grande de los imaginables a la fecha.



4.

**RESPUESTA SIN PRECEDENTES
A LA CRISIS SIN PRECEDENTES**

RESPUESTA COORDINADA SIN PRECEDENTES

- Estímulos monetarios han sido muy efectivos deteniendo una posible crisis de crédito y de liquidez.
- Muchas medidas, algunas de ellas de gran complejidad pero, resumiendo, tipos muy bajos para mucho tiempo y programas de compras de activos prácticamente “infinitos”.
- Estímulos fiscales de gran magnitud, diferentes en su tamaño y forma en diferentes regiones.
- Coordinación de ambas medidas hace que el efecto combinado sea muy superior al que tendrían cada uno de los paquetes de estímulo de forma individual.

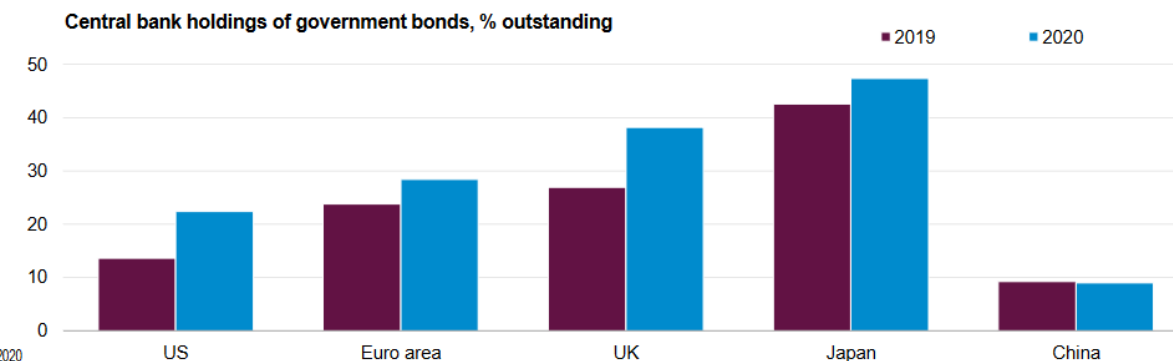
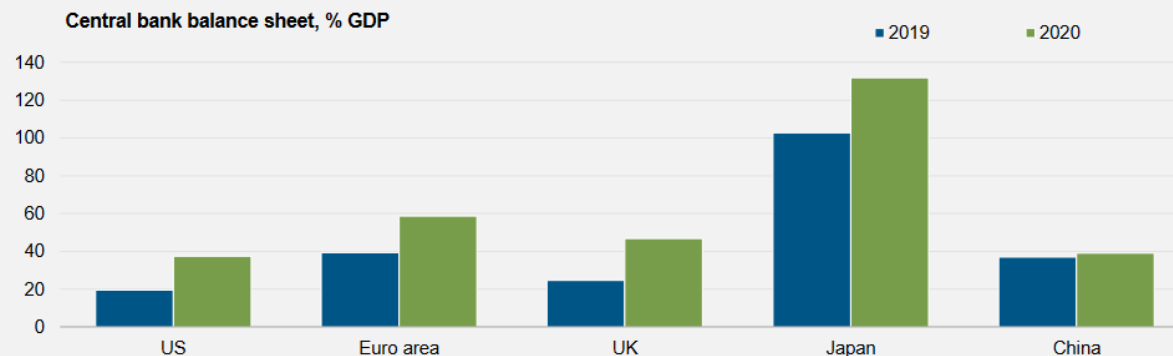


ESTÍMULOS MONETARIOS BANCOS CENTRALES AMPLIANDO BALANCE Y COMPRANDO BONOS “SIN LÍMITE”



3T20- Rebote o Rebote

Balace de BC en % PIB y en % bonos en el mercado



As of June 2020
Source: PIMCO, Haver, central banks

Fuente: Pimco

MÁS MADERA

- Los bancos centrales han continuado ampliando, flexibilizando o extendiendo sus políticas de expansión monetaria desde que se inició la Pandemia y han alcanzado niveles inimaginables.
- Las principales economía mundiales han visto expandirse el balance de sus respectivos bancos centrales en, al menos, un 50%, superando ya ampliamente en la mayoría de los casos el 40% sobre el PIB.
- Al haber incrementado el volumen de compras de bonos, casi el 30% del mercado de bonos de la Eurozona está en manos del BCE y, en el caso del BoJ, esta cifra alcanza prácticamente el 50%.
- Desde los dos puntos de vista anteriores, la Reserva Federal es el BC que cuenta con mayor margen de actuación en caso de ser necesarias medidas adicionales.

ESTÍMULOS MONETARIOS

TIPOS CERO, QE INFINITO



3T20- Rebote o Rebrote

Powell Q&A: We're not thinking about raising rates, we're not even thinking about thinking about raising rates

Wed 10 Jun 2020 18:47:31 GMT

Author: Adam Button | Category: Central Banks



Comments from Powell in response to reporter questions:



Fuente: WSJ

FED: TIPOS CERO DURANTE MUCHO TIEMPO

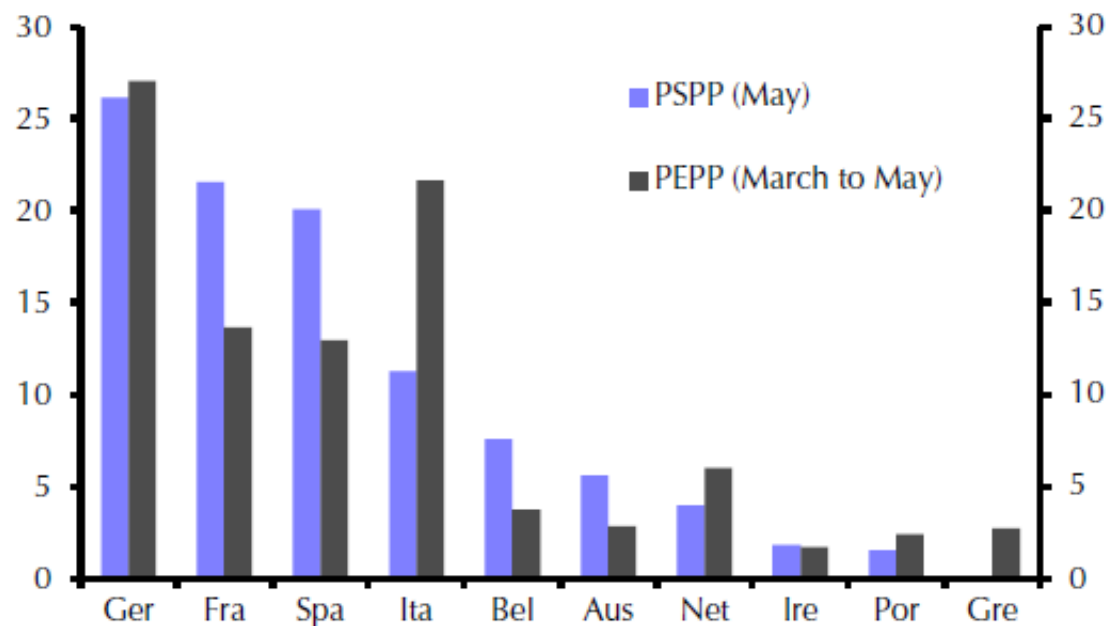
- En la rueda de prensa tras la reunión de la Reserva Federal del mes de junio, el presidente Powell afirmó que, desde la institución, “ni siquiera están pensando en pensar en subir los tipos de interés”.
- El volumen de compra de activos, que recordamos no tiene límite (QE infinito) pasó a tener un suelo mensual de \$120.000 millones.
- Adicionalmente, la Fed anunció que el martes 16 de junio comenzaría a comprar bonos corporativos en el mercado secundario y que, en el futuro, lo podrá hacer también en el primario.

ESTÍMULOS MONETARIOS

BCE NO PUEDE SER INFINITO PERO SÍ CONTUNDENTE

- El BCE anunció el PEPP, programa de compras de activos por importe de €750.000 millones. Siendo un programa mucho mayor y más flexible que los programas anteriores.
- El Tribunal Constitucional Alemán puso en duda el anterior programa de compras del BCE (PSPP) y recientemente ha quedado aclarado que el BCE no se ha extralimitado en sus funciones, haciendo política fiscal en lugar de monetaria.
- Adicionalmente, el BCE, a través de sus programas TLTRO II y PELTRO, ha bajado el tipo de interés a los bancos.

Desglose de los programas PSPP y PEPP por país (%)



Fuente: Capital Economics



3T20- Rebote o Rebote

BCE: NO PUEDE SER INFINITO PERO SÍ CONTUNDENTE

- A diferencia de la FED, el BCE no puede anunciar un programa ilimitado, porque generaría nuevas dudas en los “4 frugales” y sería políticamente complejo.
- En cualquier caso, lo que está implementando hoy es muy parecido y si sumamos las medidas fiscales y los planes del fondo de recuperación europeo, la red de seguridad del BCE es equivalente a la de su homólogo de EE.UU.
- Este conjunto de medidas limitan notablemente el riesgo de crédito en la Eurozona y favorecen especialmente a los países del sur, aunque se respetarán los *Capital Keys*, como muestra el gráfico de la izquierda.

BANCOS CENTRALES Y GOBIERNOS HASTA DONDE LLEGUE LA IMAGINACIÓN



3T20- Rebote o Rebote

POLÍTICAS MONETARIAS
SIN LÍMITES... AUNQUE SE
HAN DADO
PRÁCTICAMENTE TODOS
LOS PASOS

More “Regular” Policy Ease	Newer Forms of Monetary Ease	Monetary / Fiscal Coordination
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Fiscal Ease ▶ Rate Cuts to Zero ▶ QE through Sovereign Bonds ▶ Emergency Lending (if run / panic occurs) 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Negative Rates ▶ Long Rate Ceilings ▶ QE through Risky Assets (corporate bonds, equities, FX) ▶ Macroprudential Regulation ▶ Higher Inflation Targets ▶ Nominal GDP Targeting ▶ Price Level Targeting <ul style="list-style-type: none"> • Permanent • Temporary 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Debt Cancellation ▶ Helicopter Money ▶ Deflation Insurance Scheme

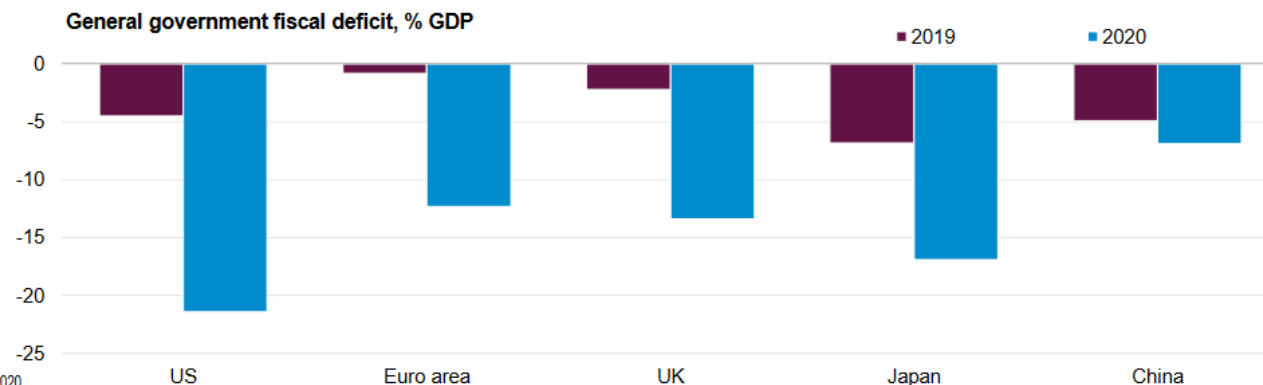
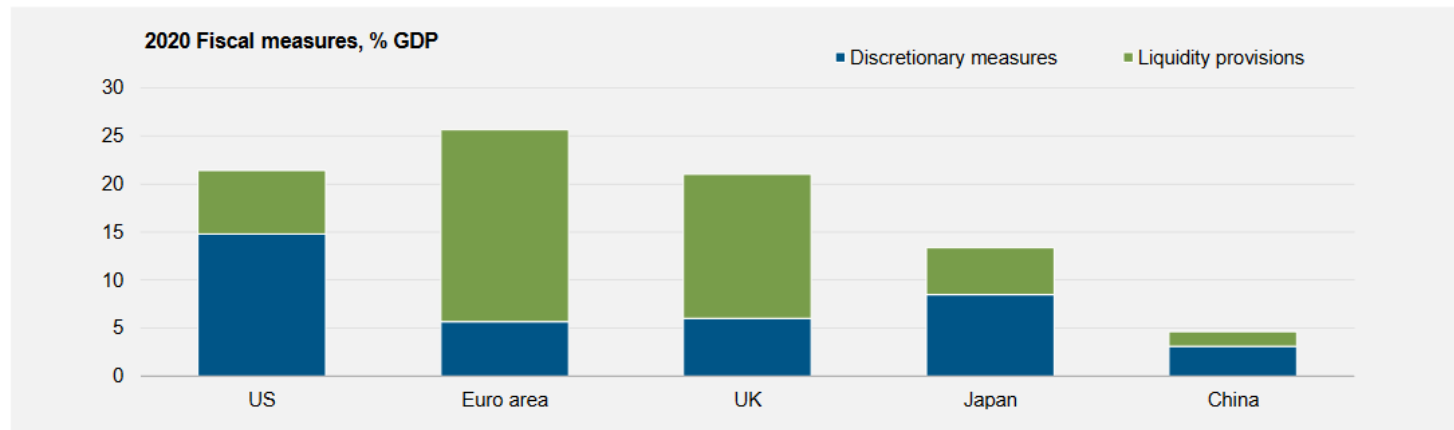
- Los bancos centrales han demostrado que pueden ir más allá de las políticas tradicionales y ser mucho más “creativos” de lo que la comunidad inversora pensaba antes de la gran crisis financiera.
- Las posibilidades son muy diversas y, además de las medidas tradicionales, existen nuevas formas de expansión monetaria.
- Como respuesta a la Pandemia, se han implementado finalmente medidas monetarias y fiscales coordinadas y, en ese ejercicio de creatividad de Blackstone de hace casi 2 años, quedan aún medidas sin utilizar, como puede ser la monetización de la deuda o un esquema de protección frente a la deflación.

Fuente: Blackstone Alternative Asset Managers 2018

FUERTE ESTÍMULO FISCAL GRAN INCREMENTO DE DÉFICITS



Magnitud de los estímulos fiscales



As of June 2020

Source: PIMCO, governments and central banks

Note: **Figures are forecasts for 2020**, and include both announced and expected policies. Discretionary measures include direct payments to individuals and businesses, loan forgiveness, increased healthcare spending, and tax cuts. Liquidity provisions include loan guarantees, forbearance, tax delays, and new loans.

Fuente: Pimco

PLAN DE INFRAESTRUCTURAS DE TRUMP UNA MUESTRA MÁS DEL “LO QUE SEA NECESARIO”



3T20- Rebote o Rebrote

ELECTION 2020

Trump Team Weighs \$1 Trillion for Infrastructure to Spur Economy

By [Jenny Leonard](#) and [Josh Wingrove](#)

16 de junio de 2020 4:34 CEST Updated on 16 de junio de 2020 14:37 CEST

- ▶ Push comes with current funding law set to expire on Sept. 30
- ▶ Democrats unveiled their own \$500 billion proposal this month



Fuente: Bloomberg

ESTÍMULOS FISCALES

- En EE.UU., después de todos los estímulos anunciados a finales de marzo y explicados en el informe anterior, no se ha terminado.
- Prueba de que el gobierno americano continúa teniendo munición en este sentido, es el reciente plan de infraestructuras, por importe de \$1 Billón de dólares.

IMPACTO COMPENSADO POR ESTÍMULOS MONETARIOS Y FISCALES



3T20- Rebote o Rebrote

$$E(m) + E(f) > \nabla \text{ PIB}$$

[c.10%]

Los estímulos monetarios, medidos simplemente por la expansión del tamaño del balance de los bancos centrales en 2020, estará en torno al 10% del PIB

+

[5- 15%]

Los estímulos fiscales directos aplicados a la economía global en 2020 superarán el 5% del PIB. Si sumamos avales y provisiones de liquidez, esa cifra se multiplica por tres.

>

[-4,9%]

Contracción del PIB global en 2020 estimada por el FMI

SUFICIENTES ESTÍMULOS

- La suma de los estímulos monetarios y fiscales, junto con el hecho de ser medidas, por su coordinación, más efectivas, pensamos que será superior a la contracción de la actividad económica.
- Y no hay evidencia alguna sobre el pensamiento, más o menos extendido, de que gobiernos y bancos centrales se estén quedando sin munición.
- En caso de un rebrote más fuerte de lo esperado, con consecuencias económicas graves, habrá nuevas rondas de estímulos.
- Las consecuencias de estos estímulos son inciertas en el largo plazo, siendo estas el principal riesgo... pero se trata de un riesgo a vigilar, que impactará en el próximo ciclo, no en el corto plazo.



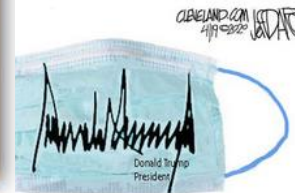
5.

**EVIDENCIAS DE RECUPERACIÓN:
LO PEOR QUEDA ATRÁS**

EL MUNDO REABRE SU ECONOMÍA



3T20- Rebote o Rebrote



↑ Must wear in all businesses.
↕ Must display in all businesses.



Come in We're OPEN
THANKS TO TRUMP!

★★★★★
TRUMP
KEEP AMERICA GREAT!
2020
★★★★★

RECUPERANDO LA ACTIVIDAD ECONÓMICA LO PEOR QUEDA ATRÁS



- Tras la recesión más profunda en varias generaciones, no sólo por su intensidad, sino principalmente por su rapidez, la recuperación está siendo igual de rápida e intensa.
- Para analizar la vuelta a la normalidad e intentar poner una letra a la recuperación, que en nuestra opinión no será una “V” completa, pero se asemejará bastante, observamos diferentes tipos de datos:
 - **Datos de alta frecuencia:** son datos que ofrecen información, casi en tiempo real, sobre la actividad económica y funcionan como indicadores adelantados de los datos macroeconómicos. *Ej: movilidad, tráfico de camiones, de buques de carga, transporte de materias primas, ventas de coches, reservas en restaurantes, etc.*
 - **Datos de sentimiento:** se trata en general de encuestas o análisis de sentimiento del consumidor o del inversor. Tienen también cierto carácter predictivo y toman relevancia en puntos de inflexión.
 - **Datos macroeconómicos:** las variables publicadas por diferentes entidades públicas o privadas que miden el desempeño de la actividad económica, como el PIB, PMI, datos de empleo, inflación, etc. Son de gran relevancia, pero se publican con algo de retraso. Esto hace que su valor predictivo sea muy escaso.
- En la situación actual, los datos de alta frecuencia y de sentimiento dan señales positivas que después, están siendo, en líneas generales, confirmadas por los datos macroeconómicos.

EVIDENCIAS DE LA RECUPERACIÓN

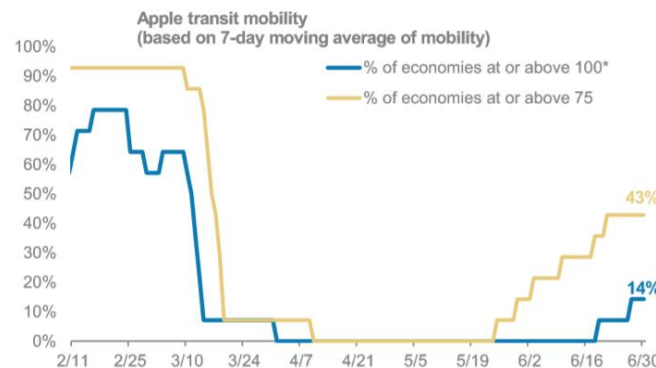
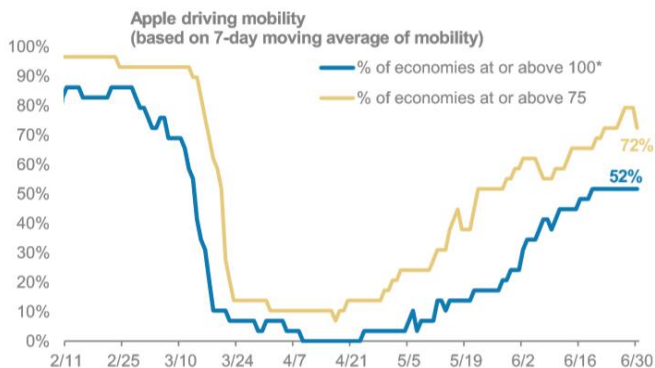
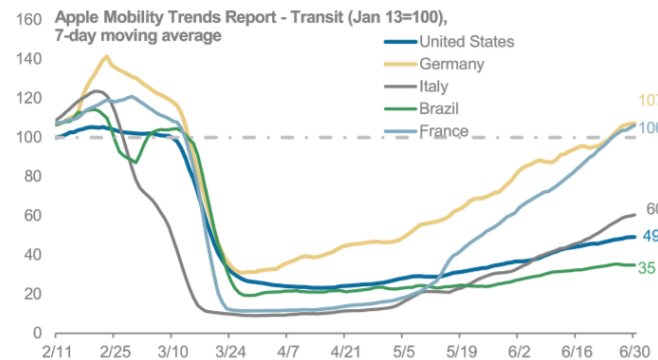
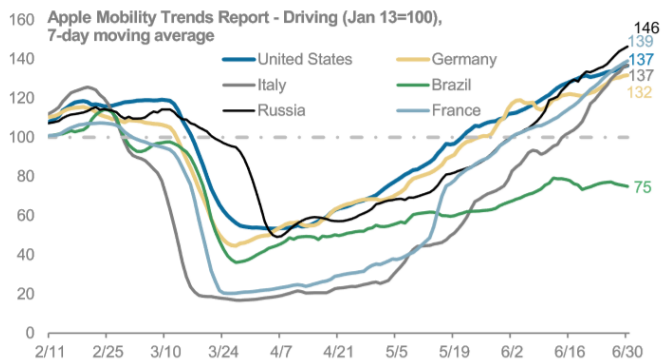
DATOS DE ALTA FRECUENCIA



3T20- Rebote o Rebote

DATOS DE MOVILIDAD RECUPERADOS

Datos de movilidad



- El tráfico ha recuperado prácticamente la normalidad y hoy es, en muchas regiones, superior al de mediados de enero.
- Un 52% de los países registran ya datos de movilidad de vehículos por encima del nivel pre-covid, y un 72% han recuperado al menos el 75% de la movilidad.

Fuente: Morgan Stanley Research
Datos a 30 de junio

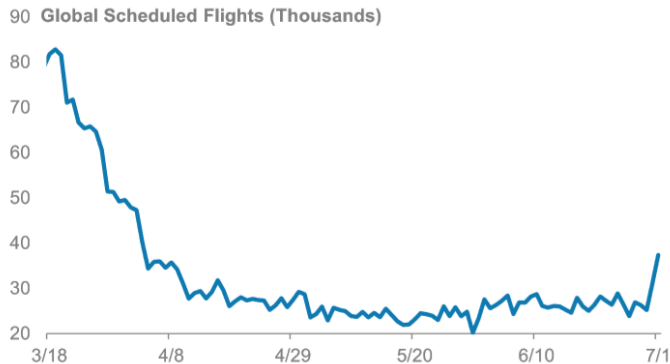
EVIDENCIAS DE LA RECUPERACIÓN

DATOS DE ALTA FRECUENCIA

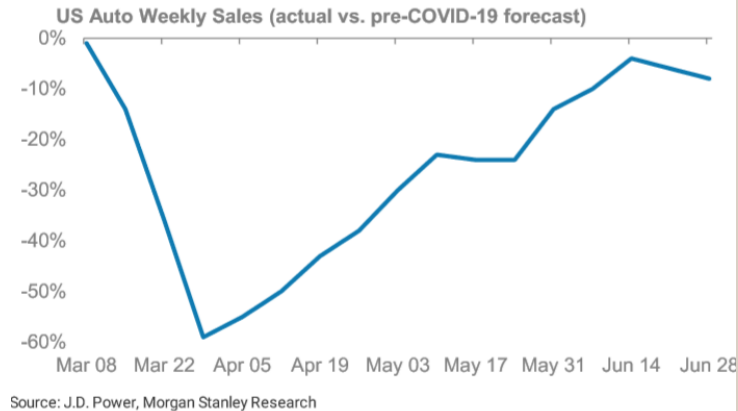


3T20- Rebote o Rebote

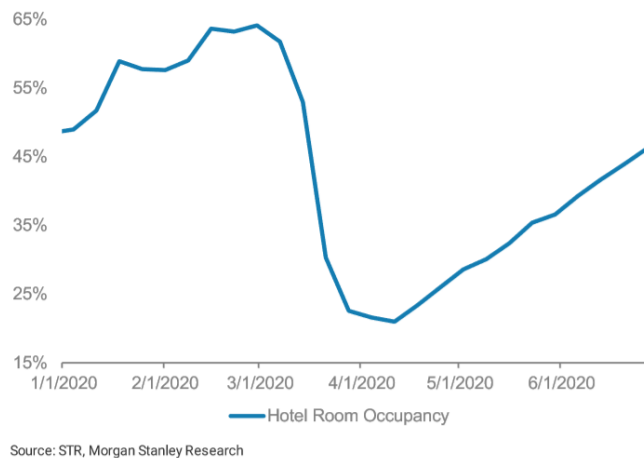
Vuelos programados a nivel global



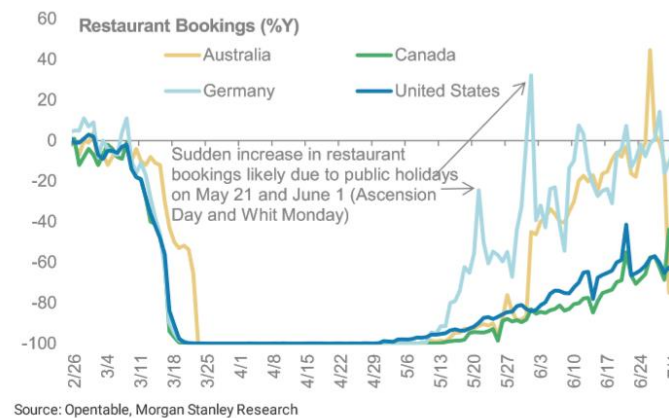
Ventas de coches en EE.UU.



Tasa de ocupación hotelera EE.UU.



Reservas en restaurantes



DATOS DE MOVILIDAD RECUPERADOS

- El número de vuelos programados a nivel global dista mucho de la normalidad, pero ha experimentado un tick al alza importante y está ya en niveles de abril.
- Un 52% de los países registran ya datos de movilidad de vehículos por encima del nivel pre-covid y un 72% han recuperado al menos el 75% de la movilidad.
- El ejemplo de las ventas de coches es interesante. La recuperación ha sido rápida, pero un tick a la baja genera dudas sobre la posible acumulación de demanda y sostenibilidad del movimiento.
- La conclusión de la mayor parte de los datos de alta frecuencia es que ya ha ocurrido la vuelta a la normalidad, aunque actividades más relacionadas con el ocio y con un componente más social, están algo rezagadas en la recuperación.

Fuente: Morgan Stanley Research
Datos a 30 de junio

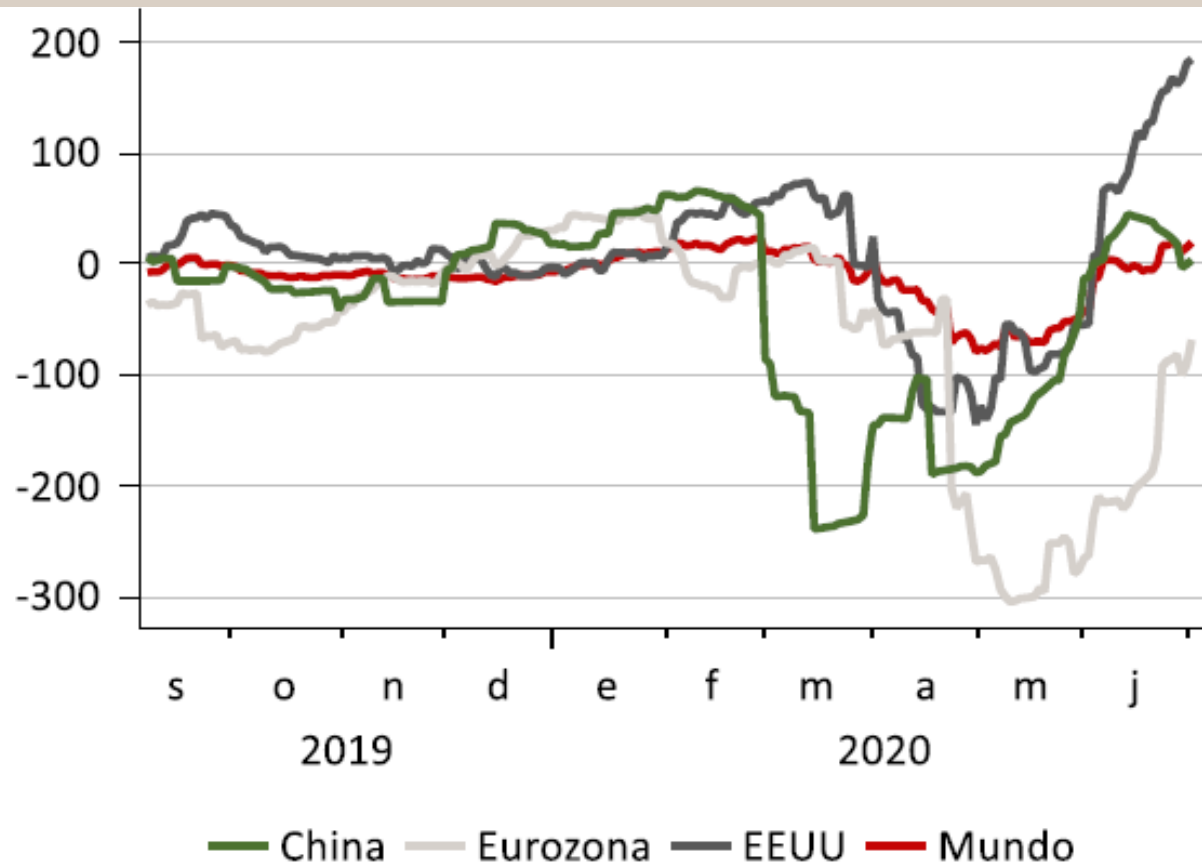
EVIDENCIAS DE LA RECUPERACIÓN

DATOS MACROECONÓMICOS



3T20- Rebote o Rebrote

Índices de sorpresas económicas



Fuente: Macrobond, Factset y Macroyield

ÍNDICE DE SOPRESAS ECONÓMICAS

- Recordamos que los índices de sorpresas económicas no miden la salud de la economía, sino la diferencia entre los datos que se van conociendo y los estimados por el consenso. Un número positivo implica que los datos están siendo mejores de lo esperado y viceversa.
- Esta ha sido, en nuestra opinión, el motor de la recuperación hasta ahora: datos macro que batan ampliamente unas expectativas muy deprimidas.
- Desde este punto, el margen para sorprender positivamente de las economías es menor y, posiblemente, para que las bolsas mantengan su buen comportamiento, deberá tomar el relevo los resultados empresariales del 2T 2020.

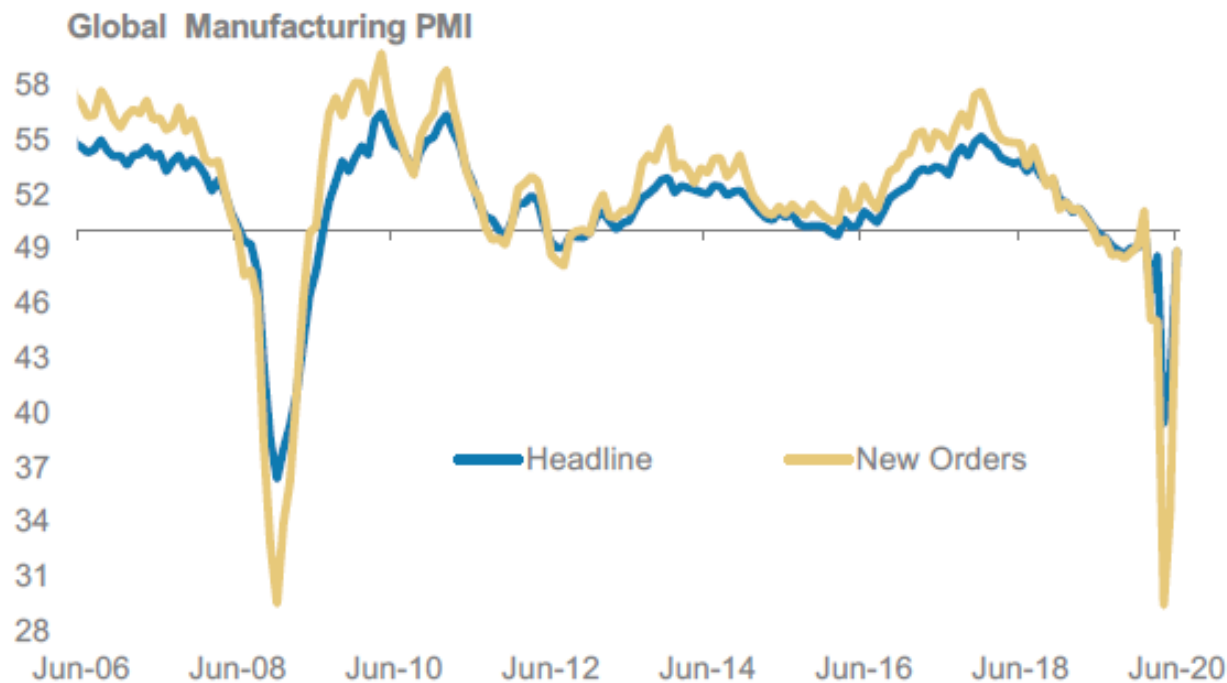
EVIDENCIAS DE LA RECUPERACIÓN

DATOS MACROECONÓMICOS



3T20- Rebote o Rebrote

PMI Global Manufacturero



Source: ISM, New York Fed, Philadelphia Fed, Richmond Fed, Kansas City Fed, Morgan Stanley Research estimate

Fuente: Morgan Stanley Research

ÍNDICE DE SOPRESAS ECONÓMICAS

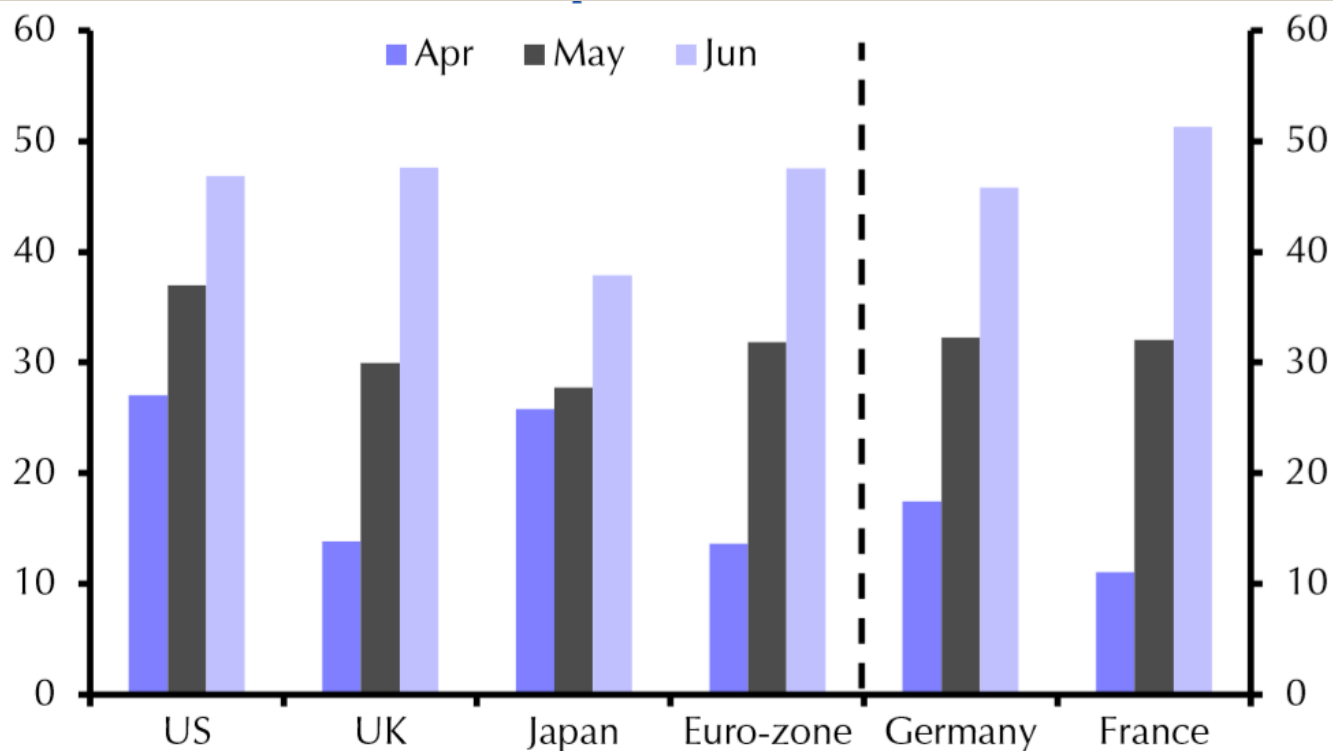
- El índice manufacturero global y el de nuevas órdenes, han rebotado fuerte en el mes de junio.
- Con ese dato, un 76% de las economías tienen su PMI por encima de 45 y un 90% por encima de 40.
- Respecto al PMI de nuevas órdenes, un 81% de las economías han publicado su indicador por encima de 40 y un 67% han publicado un dato mayor que 45.
- Colombia, Sudáfrica, Turquía, Australia, EE.UU., Brasil, China y Reino Unido tienen has registrado PMIs en terreno de expansión, es decir, por encima de 50.

EVIDENCIAS DE LA RECUPERACIÓN DATOS MACROECONÓMICOS



3T20- Rebote o Rebote

PMIs compuestos: fuerte rebote desde el suelo de abril



Fuente: Capital Economics

PMIS DE JUNIO CONFIRMAN LA TENDENCIA POSITIVA

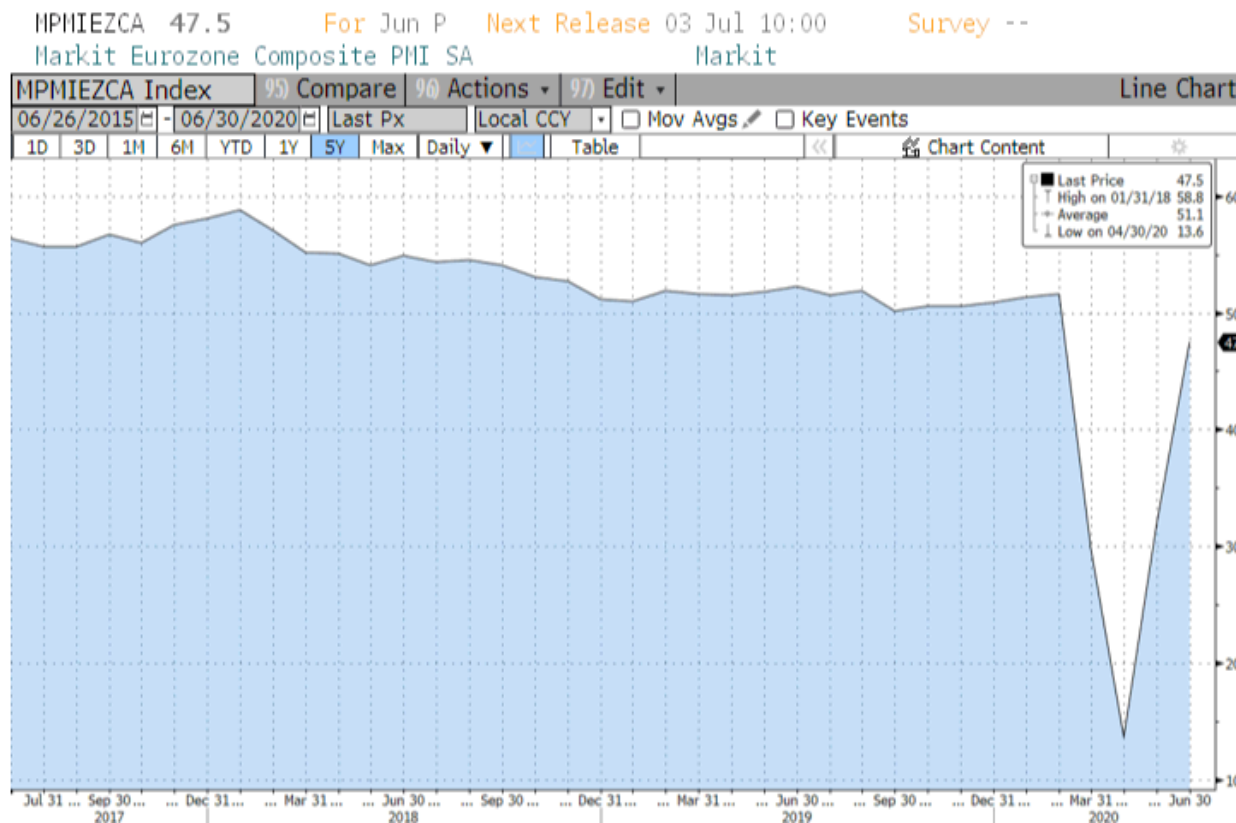
- Los PMI compuestos de las principales economías mundiales han mostrado un firme y constante camino al alza desde que hicieron suelo en el mes de abril.
- El componente manufacturero, que tiene un comportamiento adelantado, recuperó con más fuerza en una primera fase.
- Recordamos que PMI por encima de 50 implica expansión de la actividad económica.

EVIDENCIAS DE LA RECUPERACIÓN DATOS MACROECONÓMICOS



3T20- Rebote o Rebrote

PMI compuesto de la Eurozona



Fuente: Bloomberg

PMI COMPUESTO DE LA EUROZONA

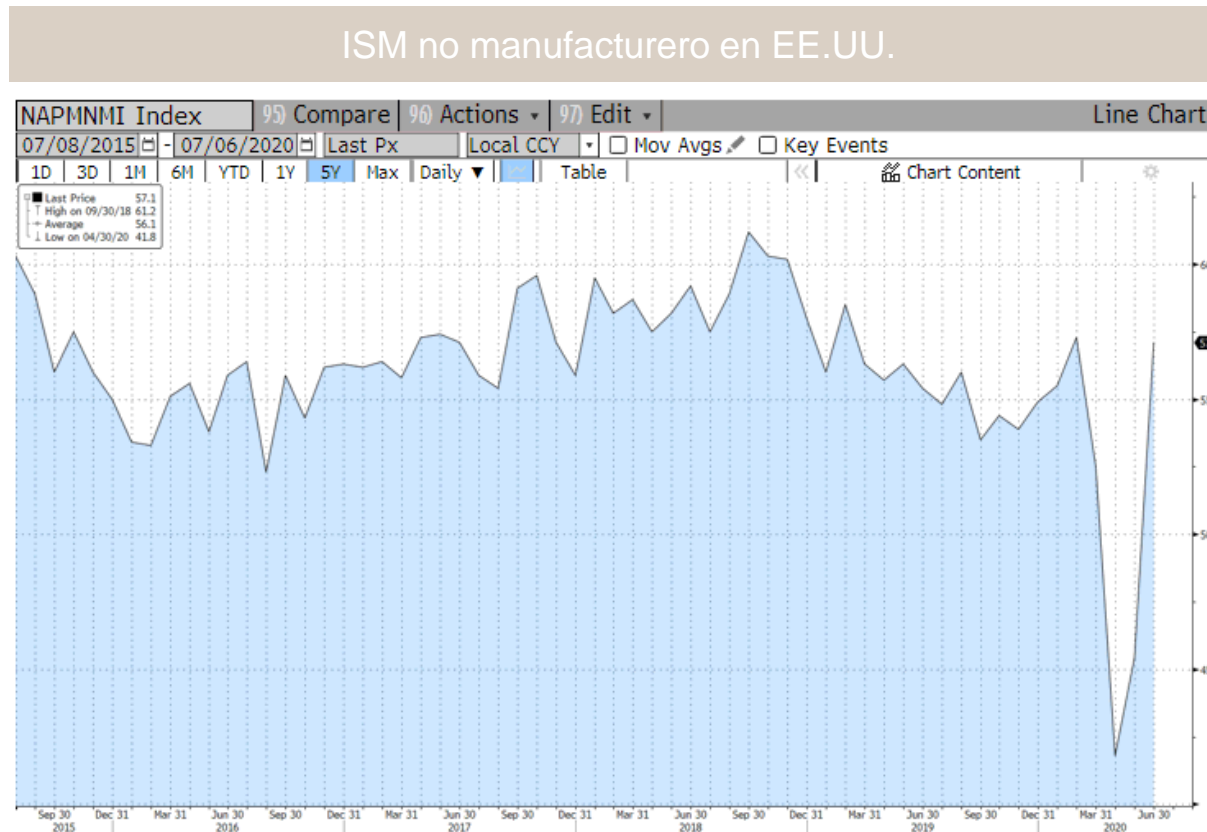
- El dato del mes de junio fue mejor de lo esperado y batió ampliamente al anterior, subiendo desde 31,9 hasta 47,5, cuando el consenso esperaba 43.
- Importante mejora tanto en el sector manufacturero (de 39,4 a 46,9), como en el sector servicios (de 30,5 a 47,3).
- Destacan la mejora de Francia y Alemania.

EVIDENCIAS DE LA RECUPERACIÓN DATOS MACROECONÓMICOS



3T20- Rebote o Rebote

ISM NO MANUFACTURERO EN EE.UU.



Fuente: Bloomberg

- El ISM no manufacturero del mes de junio subió fuertemente, desde 45,4 hasta 57,1, batiendo ampliamente las expectativas del consenso, que se situaban en 50,2.
- Fuerte recuperación del sector servicios de EE.UU. , con la mayoría de sus componentes por encima de la neutralidad de 50.
 - Actividad 66
 - Nuevos pedidos 61,6
 - Cartera de pedidos 51,9
 - Precios pagados 62,4
- Sólo el componente empleo se mantiene por debajo de 50 y sigue en niveles muy bajos. Recupera desde 31,8 hasta 43,1 en el mes de junio.

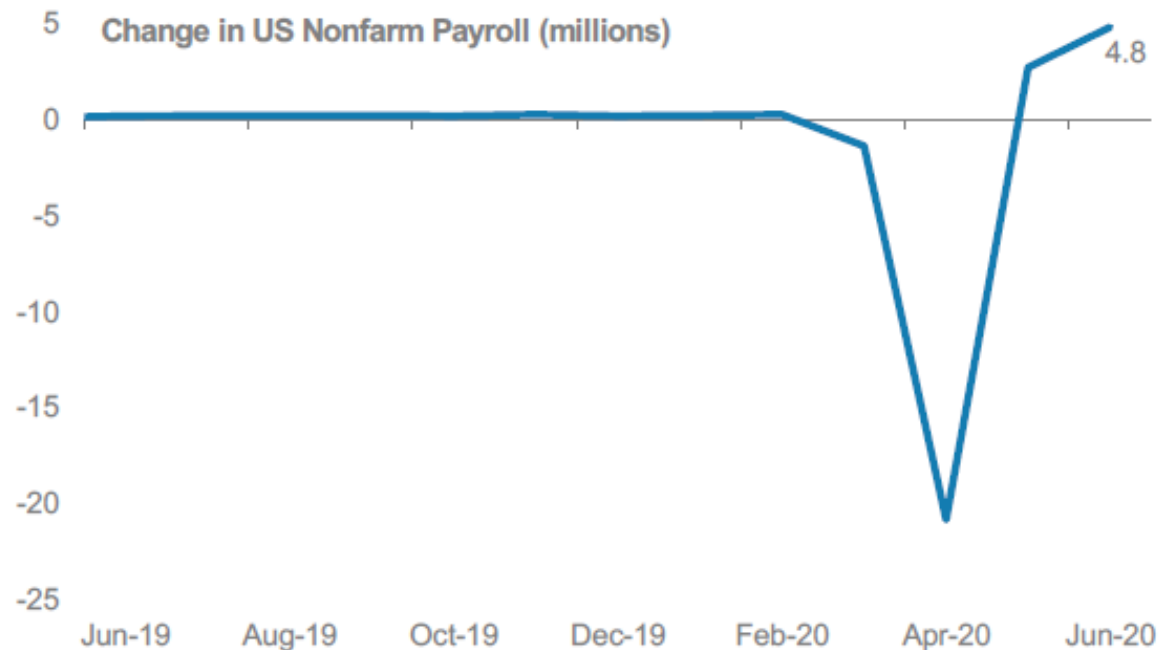
EVIDENCIAS DE LA RECUPERACIÓN

DATOS MACROECONÓMICOS: EMPLEO EE.UU.



3T20- Rebote o Rebote

Cambio en las nóminas no agrícolas de EE.UU.



Source: BLS, Haver Analytics, Morgan Stanley Research

Fuente: Morgan Stanley Research

MERCADO LABORAL DE EE.UU.

- Los datos de marzo y abril, en lo que a destrucción de empleo se refiere, han sido los dos peores de la historia económica moderna.
- Tras destruirse más de 22 millones de empleos no agrícolas en esos dos meses, se han creado 7,5 millones en los dos meses siguientes.
- En cualquier caso, el flujo en el mercado laboral es muy diferente del stock. La tasa de desempleo ha subido desde el 3,6% hasta el 13% en el ejercicio 2020.
- Permanece la duda sobre la temporalidad del desempleo en una situación temporal como la pandemia, pero es probable que la anomalía de tener una tasa de desempleo por debajo del 5%, que era la tasa natural de desempleo histórica, podría no repetirse en muchos años, con consecuencias positivas para la competitividad y negativas para el consumo

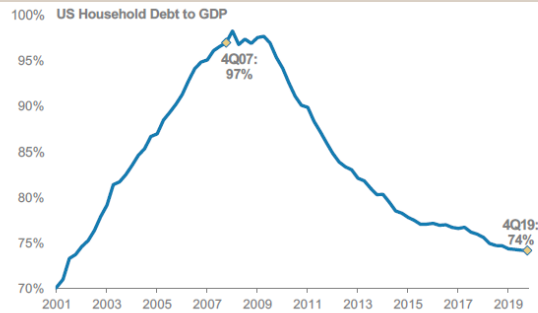
EVIDENCIAS DE LA RECUPERACIÓN SALUD DEL CONSUMIDOR EN EE.UU.



3T20- Rebote o Rebote

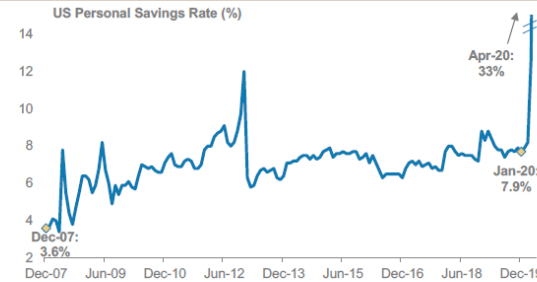
SALUD DEL CONSUMIDOR EN EE.UU.

Deuda de los hogares / PIB



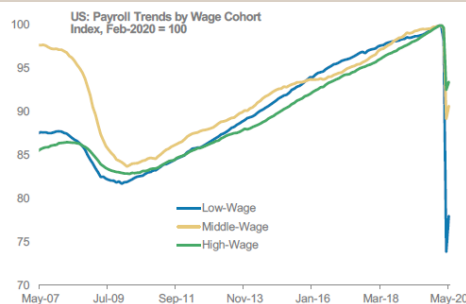
Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research

Tasa de ahorro de los hogares



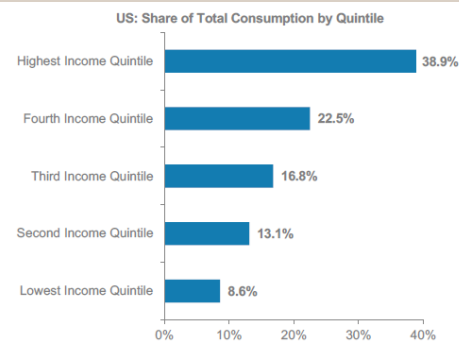
Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research

Nóminas por grupos de ingresos



Source: Bureau of Labor Statistics, Morgan Stanley Research

% consumo según franja ingresos



Source: Bureau of Economic Analysis, Morgan Stanley US Economics Team

Fuente: Morgan Stanley Research

- El punto de partida de endeudamiento de los hogares de esta crisis es significativamente más bajo que en la anterior crisis.
- Una tasa de ahorro más alta antes de la recesión también sitúan a los hogares en mejor situación que en la Gran Crisis Financiera.
- La reciente recesión ha generado mayor desempleo en hogares de rentas bajas.
- Las franjas de consumidores con mayores ingresos, que se han visto menos penalizadas en términos de desempleo durante la crisis, tienen un mayor peso sobre el consumo total.

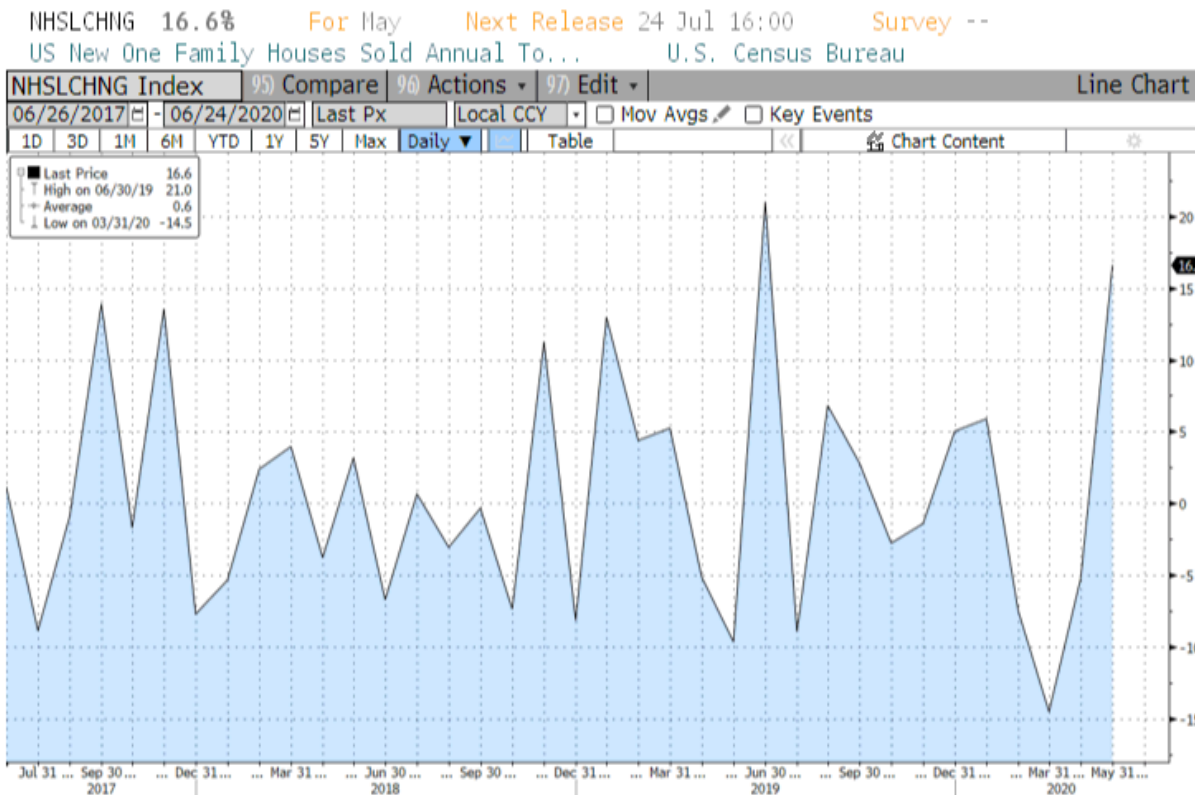
EVIDENCIAS DE LA RECUPERACIÓN VENTA VIVIENDAS EE.UU.



3T20- Rebote o Rebrote

MERCADO INMOBILIARIO DE EE.UU.

Ventas de viviendas nuevas en EE.UU.



Fuente: Bloomberg

- Las ventas de viviendas nuevas en EE.UU. crecieron un +16,6% en el mes de mayo, hasta las 676.000.
- Esto se produjo a pesar de la subida de precios (+4,7%), aunque en términos interanuales caen un -2,7%.
- Dato mejor de lo esperado, aún muy lejos de niveles previos a la crisis.

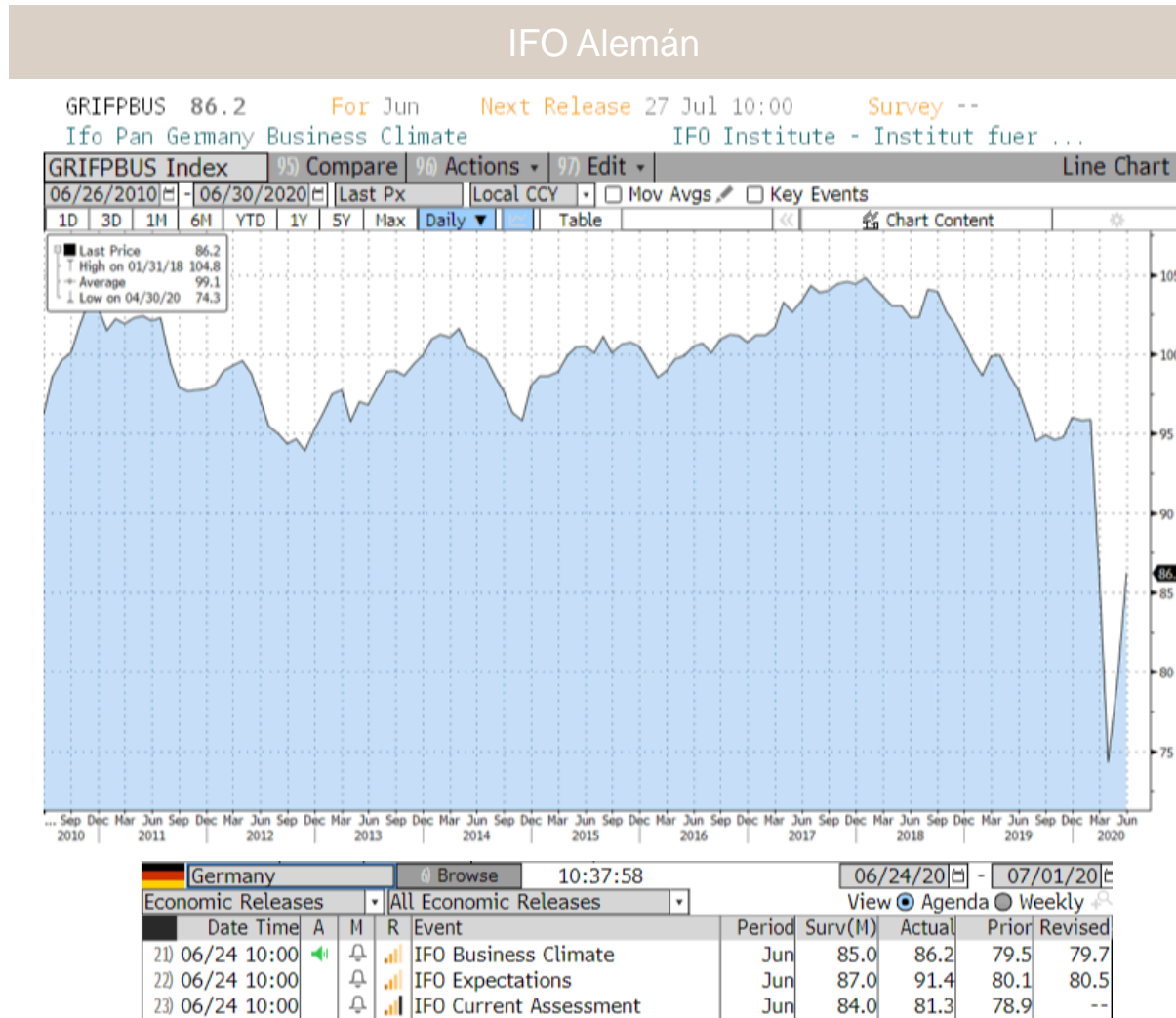
EVIDENCIAS DE LA RECUPERACIÓN IFO ALEMANIA



3T20- Rebote o Rebote

IFO DE ALEMANIA

- El Índice de Clima de Negocios del Information and Foschung Aleman (Ifo), determina el índice de confianza empresarial y las condiciones de la zona euro. La lectura se concluye a través de una encuesta realizada a aproximadamente 7.000 empresas.
- Aumentó fuertemente en el mes de junio.
- Mejora aún liderada el componente de expectativas.
- La situación actual también mejoró, pero menos de lo esperado.



Fuente: Bloomberg



6.

**PRINCIPALES TEMAS
PARA EL 3T2020**

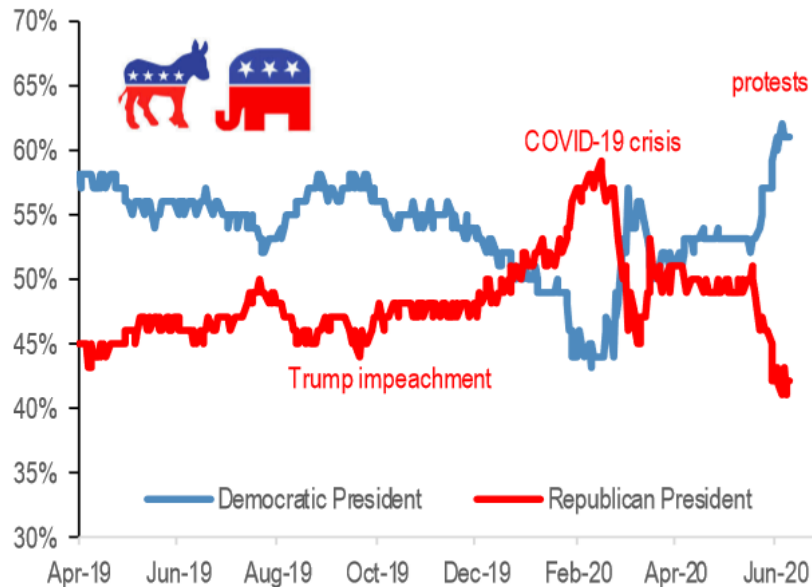
ELECCIONES EN EE.UU

BIDEN ENCABEZA LAS ENCUESTAS



3T20- Rebote o Rebote

Evolución de la intención de voto en EE.UU.



Fuente: JP Morgan, PredictIt y Real Clear Politics

GRANDES DIFERENCIAS PERO NO DEFINITIVAS

- Las elecciones presidenciales de EE.UU. que se celebrarán en el mes de noviembre, serán una fuente de volatilidad.
- Hasta hace poco tiempo, el mercado consideraba que era un evento positivo, porque garantizaban un soporte adicional, dado que Trump haría lo necesario para que la economía llegara en buena forma a la cita electoral.
- La Pandemia y demás factores, han lastrado fuertemente el nivel de aprobación de Trump y el candidato demócrata, Joe Biden, lidera las encuestas con una diferencia muy amplia a su favor.
- La ley electoral de EE.UU, junto con un porcentaje de indecisos aún muy abultado en estados importantes, hace que sea prematuro dar por hecho ningún resultado.

	Arizona	Florida	Michigan	North Carolina	Pennsylvania	Wisconsin
# electoral college votes	11	29	16	15	20	10
Democrat	46%	48%	50%	46%	47%	47%
Republican	44%	44%	42%	45%	45%	41%
Undecided	10%	8%	8%	9%	8%	12%

Source: 270towin.com, data taken from website on 17-Jun-20

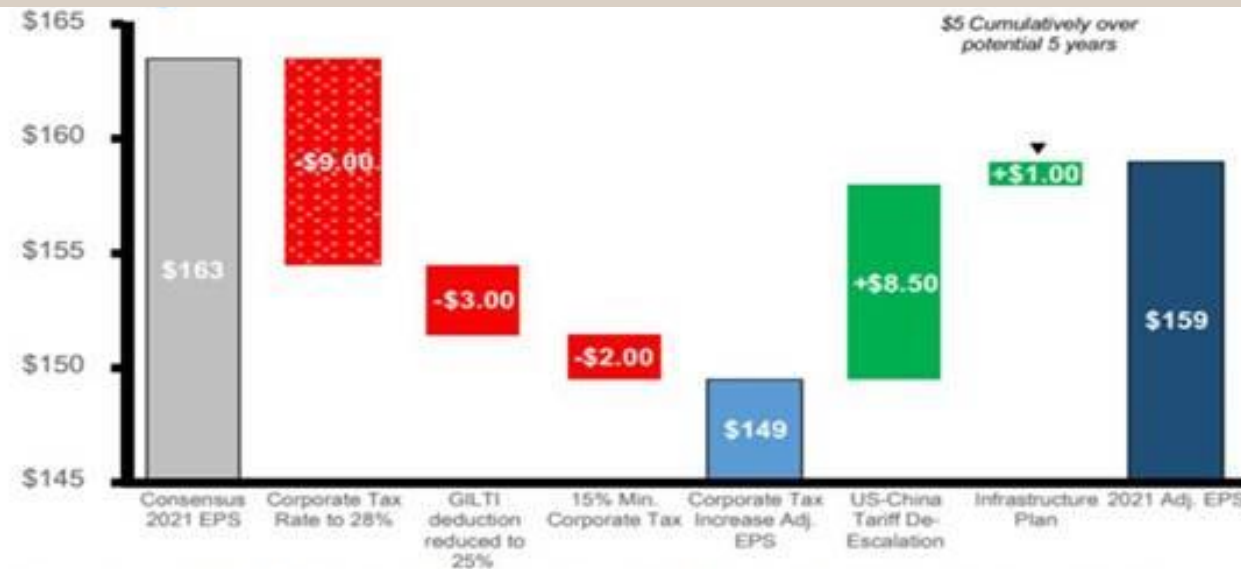
ELECCIONES EN EE.UU

IMPACTO EN BPA DE POLÍTICAS DEMÓCRATAS



3T20- Rebote o Rebrote

Sensibilidad del BPA a políticas demócratas



Fuente: JP Morgan

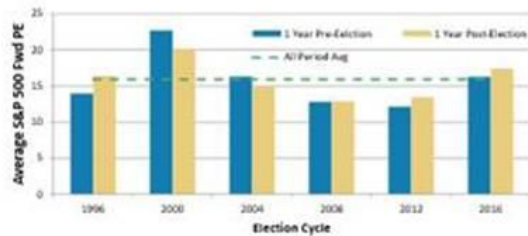
JP MORGAN ESTIMA CAÍDA DE BENEFICIOS DEL 2,5% CON GOBIERNO DEMÓCRATA

- La posibilidad de un gobierno demócrata ha ido aumentando y el mercado lo percibe como negativo, pero se trata de un evento neutral según JP Morgan.
- Todo son estimaciones basadas en datos subjetivos, muy inciertas hasta conocer el resultado electoral y las políticas a implementar finalmente por el partido que se haga con la presidencia.
- En caso de gobierno demócrata:
 - Se espera una subida del impuesto de sociedades hasta el 28%, recorte de las deducciones y una tasa mínima del 15%
 - Por el lado positivo, habría cierta desescalada de la guerra tarifaria con China, que podría compensar en torno al 60% de la subida del impuesto de sociedades.

ELECCIONES EN EE.UU. NO HAY PATRÓN CONSISTENTE EN MERCADO

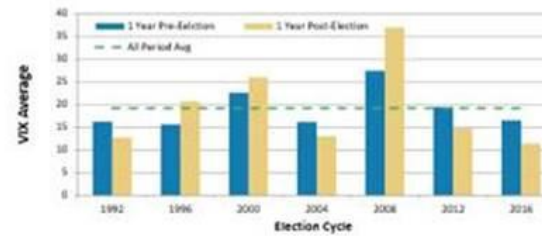


PER S&P 500



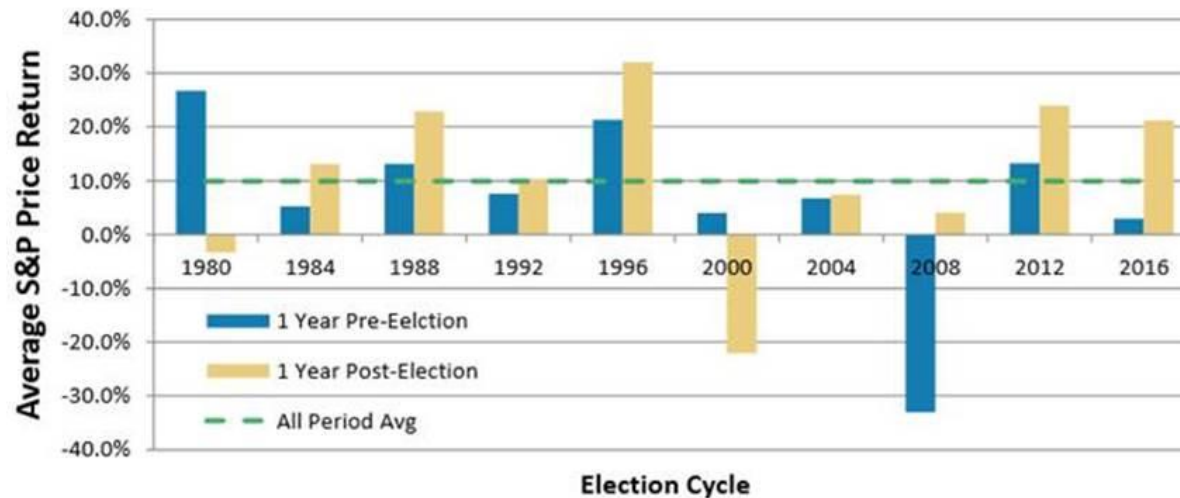
Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research.

VIX



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research.

Rentabilidades de los años pre y post electorales



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research.

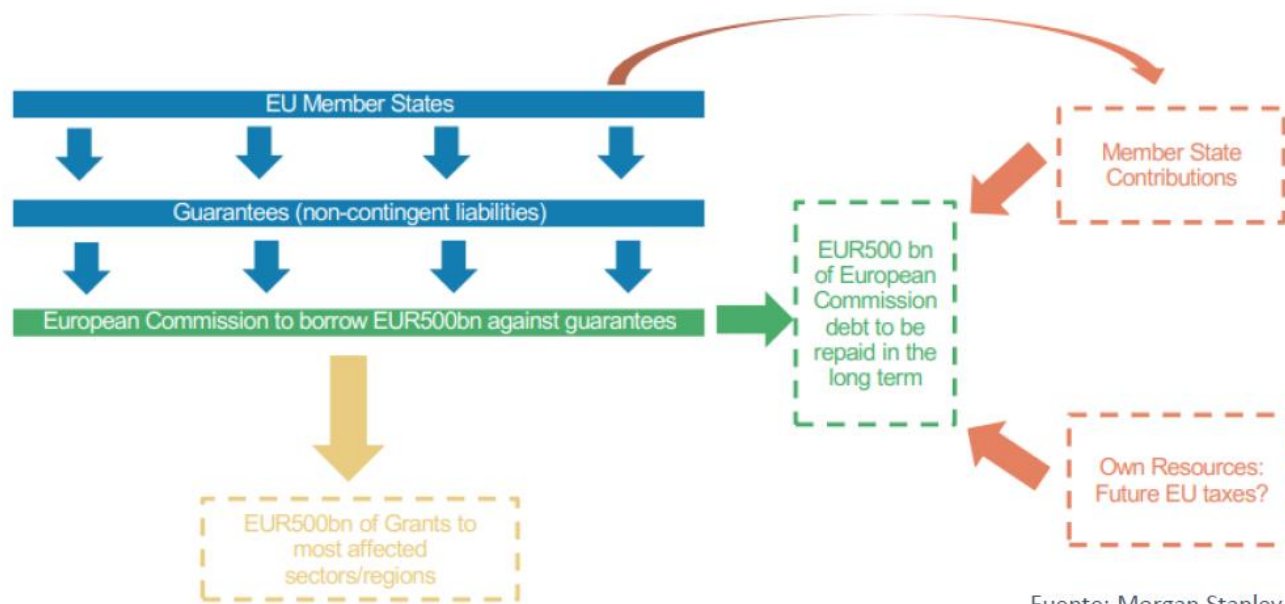
NO HAY PATRÓN CONSISTENTE

- El múltiplo de beneficios (PER) del S&P 500 no ha sido consistentemente mejor o peor en años pre electorales o post electorales.
- La volatilidad tampoco ha mostrado un patrón claro diferenciando años pre electorales o post electorales.
- Y el retomo de las bolsas tampoco muestra un patrón consistente. Aunque, de media, los tres meses anteriores a las elecciones han sido peores, esto está muy condicionado por 2008 y no es un patrón del que se puedan sacar conclusiones.

FONDO RECUPERACIÓN DE LA EUROZONA

EXPLICACIÓN DE LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN

- El lunes 18 de mayo, el presidente francés E. Macron y la canciller alemana A. Merkel presentaron un plan conjunto para impulsar la recuperación de la Unión Europea después de la pandemia. La idea era ofrecer, a los países más afectados por el Covid-19, subvenciones para financiar gastos relacionados con la crisis.
- La comisión hizo, unas semanas después, el planteamiento formal que se ha estado discutiendo en el mes de junio y se espera un acuerdo antes de verano, que puede dejar flecos, pero dando por cerrados los aspectos más relevantes.
- Se propuso un fondo rescate que se incluiría en el marco financiero plurianual 2021-2027 y sería financiado por la Comisión Europea en nombre de la UE, lo que podría marcar un punto de inflexión en el modelo económico y fiscal actual.



Fuente: Morgan Stanley.



3T20- Rebote o Rebote

FONDO DE RECUPERACIÓN DE LA EUROZONA

- Se han dado pasos muy relevantes en lo que al fondo de recuperación se refiere y la propuesta de la comisión actual es un paso determinante para la región.
- El hecho de plantear subvenciones en lugar de préstamos, junto con la posibilidad de financiarse con emisiones de bonos de la Comisión, tiene enormes similitudes con la vieja idea del “Eurobono” o la más novedosa del “Coronabono”, que son lo mismo.

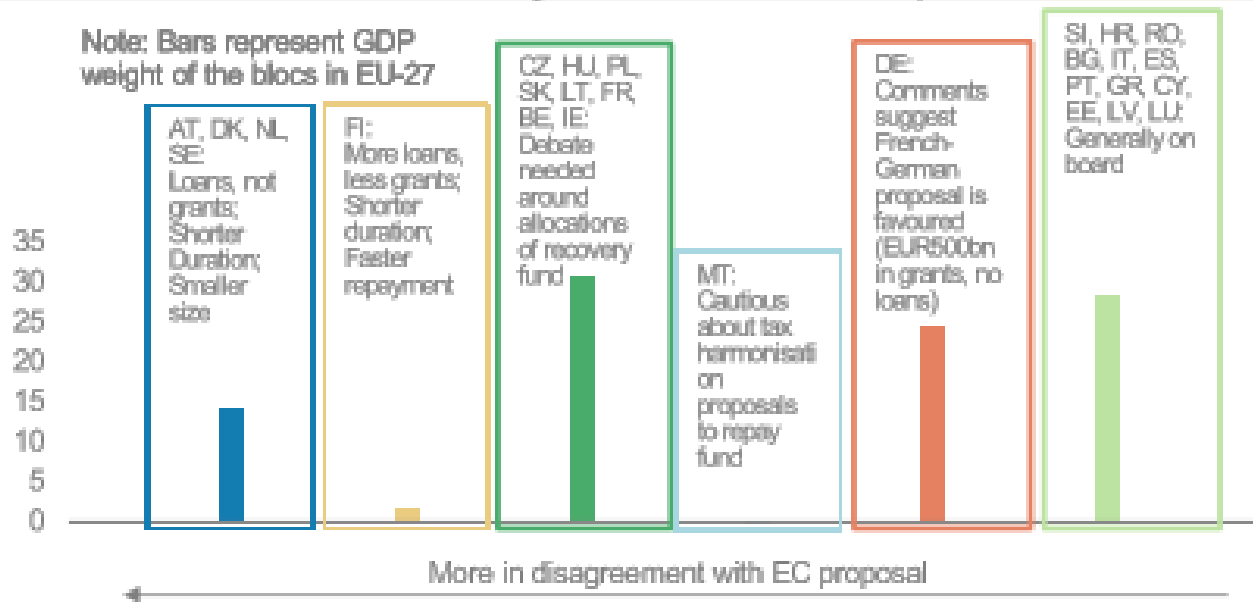
FONDO RECUPERACIÓN DE LA EUROZONA

POSICIONAMIENTO DE CADA PAÍS MIEMBRO



3T20- Rebote o Rebote

Diferentes opiniones nacionales de fondo de Recuperación frente a la propuesta de la Comisión



Source: FT, Helsinki Times, Reuters, STA, Independent Balkan News Agency, Romania Journal, Europosit, Corriere della Sera, Europa Press, Dinheiro Vivo, Kathimerini, Express, Malta Winds, Latvian Presidency, Lithuanian Presidency, ERR, German gov't, FAZ, Les Echos, Euroactiv, RTL, Irish Times, Morgan Stanley Research; Note: Interpretation on the back of various comments from European leaders and finance ministers and media reports.

APOYO DEL SUR, ALEMANIA Y LOS 4 FRUGALES EN CONTRA

- Como era de esperar, la primera reunión celebrada a mediados de junio, se limitó a que cada país marcara sus posiciones iniciales.
- Los 4 frugales, que son Austria, Dinamarca, Suecia y Holanda, se mostraron en contra de las subvenciones y quieren que el fondo otorgue préstamos más pequeños, a un plazo más corto y con condicionalidad.
- Son muchos los países que simplemente afirman necesitar debatir el reparto del fondo de recuperación
- Los países del sur, como se recoge en la parte derecha del gráfico, están, en líneas generales, de acuerdo con la propuesta.

FONDO RECUPERACIÓN DE LA EUROZONA

MOMENTO HAMILTONIANO PARA UE



3T20- Rebote o Rebote

- La referencia es a Alexander Hamilton (1755-1804), el primer secretario del Tesoro estadounidense, que hizo un famoso acuerdo con sus frágiles contemporáneos para permitir que el nuevo gobierno de los Estados Unidos, presidido por Thomas Jefferson, asumiera las deudas individuales en tiempo de guerra de las antiguas colonias, y convertirlos en obligaciones conjuntas de la unión federal. Los historiadores han visto esto como uno de los pasos decisivos hacia la creación del sistema de gobierno estadounidense.
- Hamilton es uno de los dos no-presidentes que figuran en los billetes emitidos actualmente los Estados Unidos, el otro es Benjamin Franklin en el billete de \$ 100.
- Hamilton es uno de sólo cuatro personas que figuran en el papel moneda de Estados Unidos (1861 hasta la actualidad) que no nació en los Estados Unidos continentales, ya que él era de las Indias Occidentales.



MOMENTO HAMILTONIANO

- En Europa, los acuerdos son muchas veces lentos y las decisiones sólo se toman a última hora y en situaciones de emergencia... como la actual.
- Típicamente se dan dos pasos hacia delante y uno hacia atrás pero se avanza y, esta vez, se cumple el patrón de forma casi exacta.
- Los puntos de inflexión sólo se identifican con el tiempo y pensamos que el fondo de recuperación de la Eurozona, será uno para la región: un momento hamiltoniano.



7.



**RIESGOS AL ESCENARIO
PRINCIPAL**

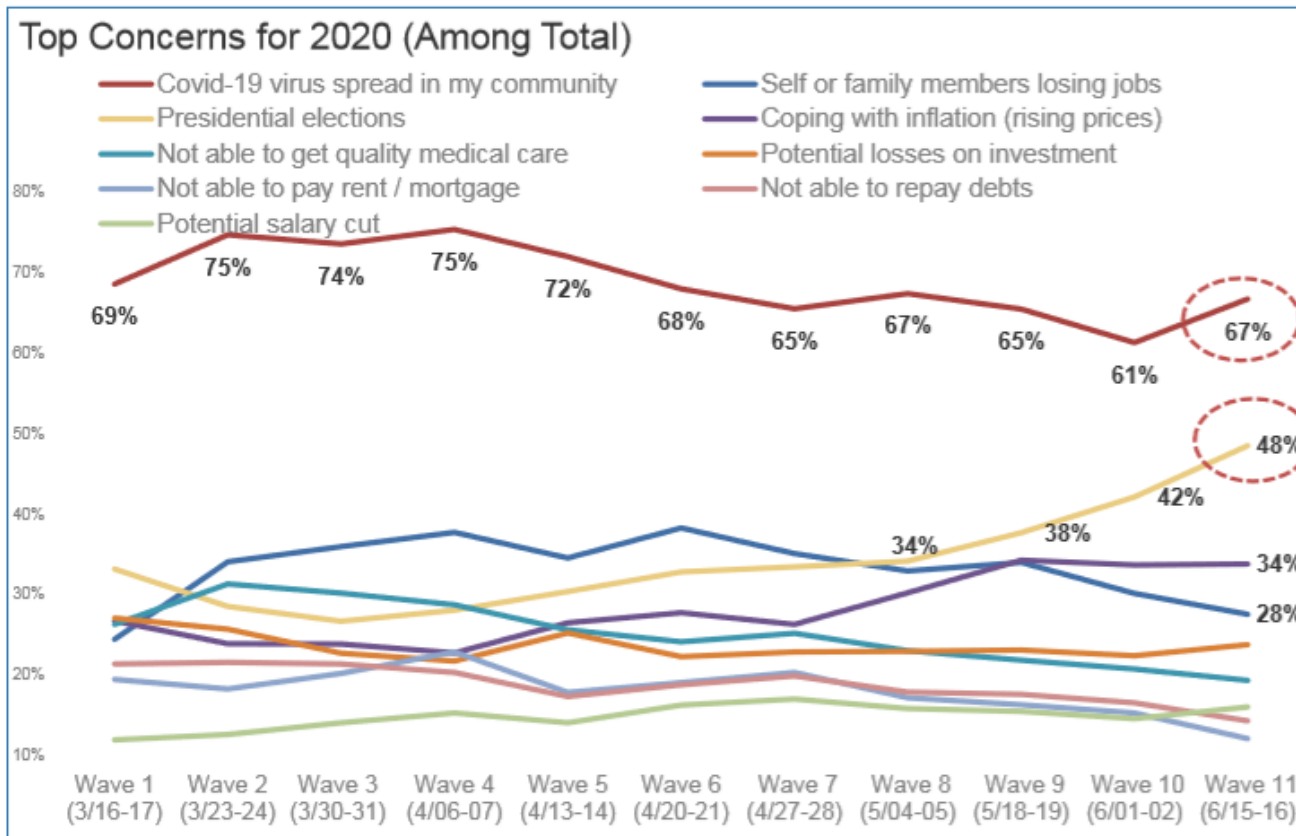
RIESGOS A LA VISTA

REBROTE: PRINCIPAL PREOCUPACIÓN EN EE.UU.



3T20- Rebote o Rebrote

Principales preocupaciones del consumidor en EE.UU.



Source: AlphaWise, Morgan Stanley Research

PREOCUPACIÓN DEL CONSUMIDOR EN EE.UU.

- Como se ha expuesto en diapositivas anteriores, el principal riesgo al que nos enfrentamos de corto plazo es un nuevo parón de la economía causado por los rebotes del covid-19.
- Hemos argumentado anteriormente el por qué, a pesar de que el rebrote es altamente probable, no pensamos que sus consecuencias e intensidad alcancen la gravedad suficiente como para revertir el imparable proceso de la apertura económica.
- Escenarios mucho más negativos en lo que a la Pandemia se refiere, como una posible mutación del virus y fuerte rebrote no pueden ser ignorados y modulan nuestro optimismo a la hora de construir carteras.

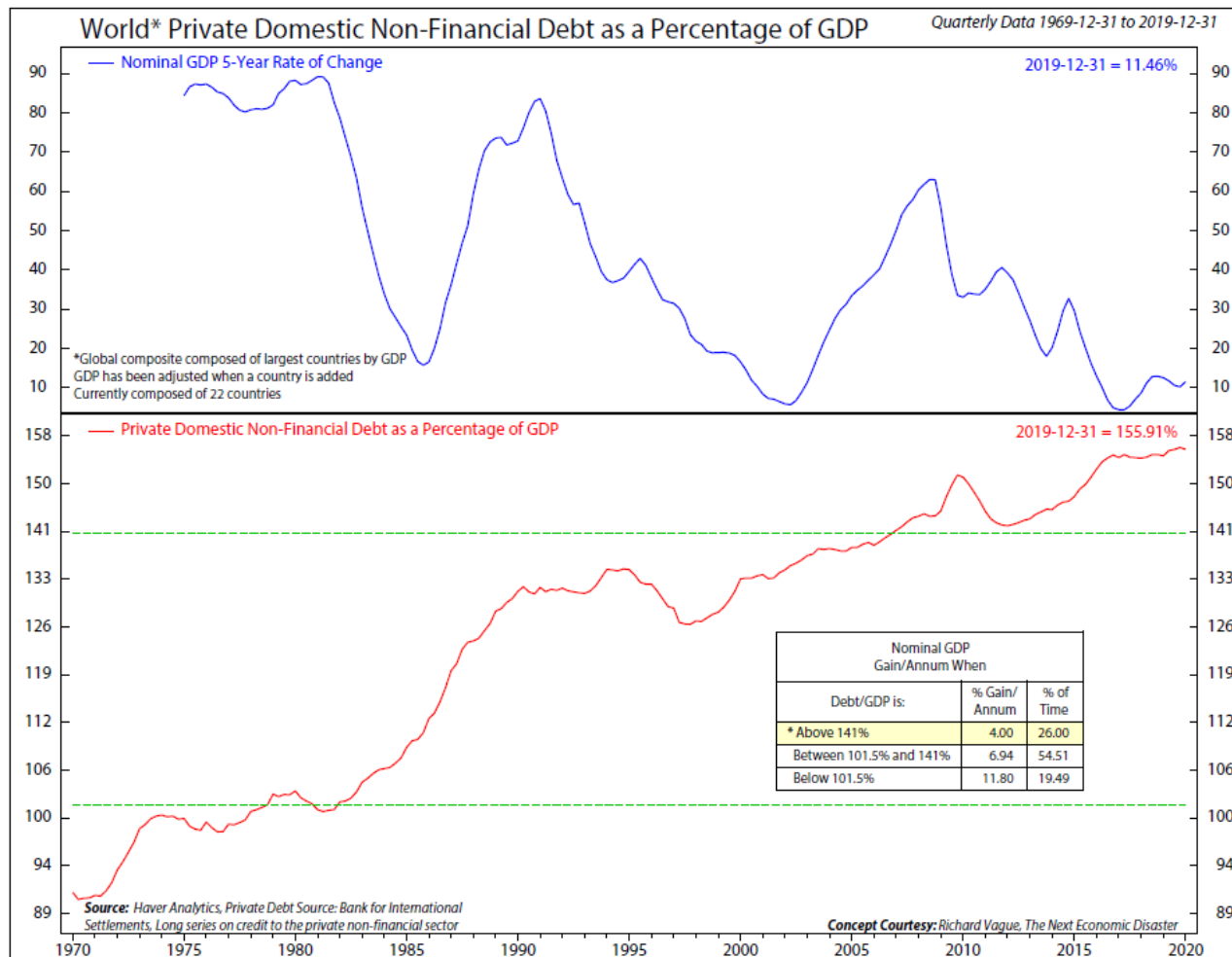
RIESGOS A LA VISTA

DEUDA GLOBAL EN MÁXIMOS



3T20- Rebote o Rebote

Deuda privada global sobre PIB



DEUDA GLOBAL EN MÁXIMOS

- La deuda global no ha parado de crecer en los últimos años es uno de los riesgos de largo plazo.
- Será un lastre para el crecimiento futuro y esperamos tipos de interés bajos, bajas tasas de crecimiento y bajos retornos esperados durante un prolongado periodo de tiempo.
- Mientras la nueva deuda emitido sea casi íntegramente comprada por los bancos centrales, el problema será gestionable.
- El riesgo sería que la autoridad monetaria no estuviera coordinada con la fiscal, pero es a la vez la razón por la que las medias actuales están funcionando de forma excelente.

Fuente: Ned Davis Research

RIESGOS A LA VISTA

INFLACIÓN

- La economía global, con el nivel de endeudamiento actual, no puede permitirse inflación que obligara a una subida de tipos.
- Podrían ser muy inflacionistas:
 - i. El efecto base, actual, dado que nos comparamos con un momento de contracción económica y caída de precios muy fuerte. La simple normalización podría ser inflacionista.
 - ii. El dinero en circulación y el experimento monetario actual de los BC, debería ser muy inflacionista según teorías monetarias, pero la realidad es que no lo está siendo.
 - iii. Movimiento anti-globalización y posible impacto inflacionista de repatriación de capacidad productiva.
- Pero las presiones deflacionista estructurales siguen presentes.
- Existe un factor frente a las teorías monetarias antiguas, que es el desarrollo de los activos financieros. La liquidez llevaba a un gasto, se suponía subida de precios, pero ahora existe otra opción, que es lo ocurrido en el último ciclo, que es que la liquidez lleva a una inversión, con inflación en el precio de los activos.



Fuente: Bloomberg



3T20- Rebote o Rebote

LA INFLACIÓN: EL GRAN RIESGO, MUY IMPROBABLE

- Pensamos que las medidas que se están implementando serán inflacionistas, pero **será inflación de activos, no inflación de precios.**

RIESGOS A LA VISTA GEOPOLÍTICOS Y TENSIONES COMERCIALES

- Tras las calma lógica durante la pandemia, existe el riesgo de reescalada de las disputas comerciales entre China y EE.UU, relacionado a su vez con el riesgo de inflación, el electoral en EE.UU. y el problema de deuda.
- A fecha de hoy, el desenlace más probable para las elecciones en EE.UU. es que Biden releve a Trump en la presidencia, lo que rebajará notablemente el nivel de disputas con China.
- Adicionalmente, en la situación actual, EE.UU. necesita que China cumpla con lo pactado en la fase I del acuerdo comercial. En la situación actual, vuelva a ser más importante para EE.UU. poder exportar a China que al contrario.
- Quizás haya ruido al respecto con fines electoralistas y, en el largo plazo, las disputas entre China y EE.UU. no desaparecerán, porque como llevamos tiempo argumentando, son algo mucho más profundo que unos aranceles, pero la situación en el medio plazo parece tener un riesgo acotado.



3T20- Rebote o Rebrote

RIESGO DE REESCALADA DE TENSIONES CHINA- EE.UU.

- Se trata de un riesgo controlada dada la situación actual descrita.



8.

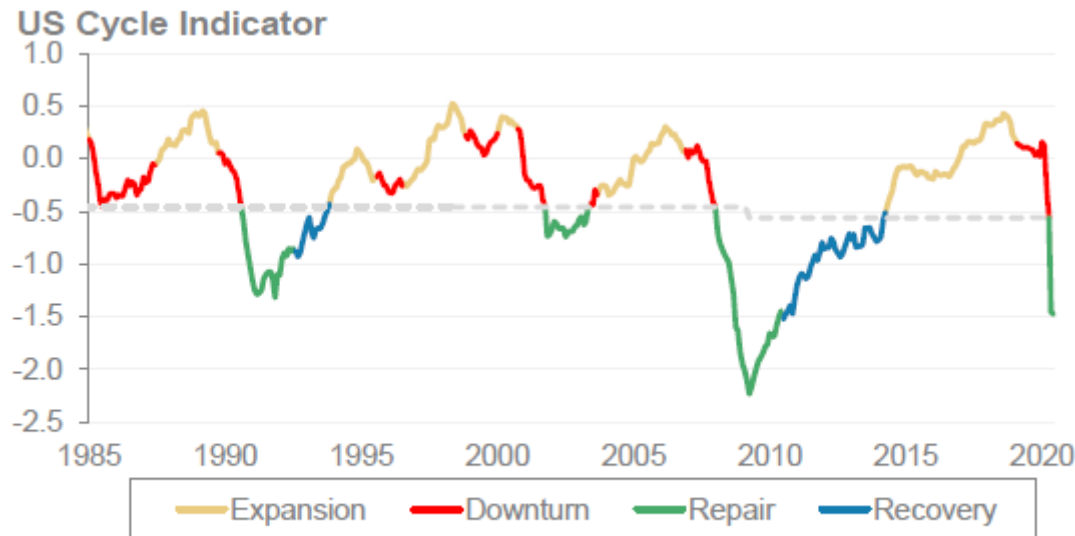
ASSET ALLOCATION

ASSET ALLOCATION

CICLO A FAVOR DE LOS ACTIVOS DE RIESGO



3T20- Rebote o Rebrote



Source: Bloomberg, Haver Analytics, Datastream, Morgan Stanley Research

	Next 12M Return vs All-Date Average		
	All Repair	Repair Until Indicator Low	Repair After Indicator Low
S&P 500	-2.3%	-8.4%	5.9%
UST 10Y	1.8%	3.3%	-0.4%
US IG (XS)	2.6%	2.5%	2.7%
US HY (XS)	8.6%	7.8%	9.7%

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note: Data from 1985 for equities and rates, and 1988 for credit.

CICLO ALCISTA A LA VISTA

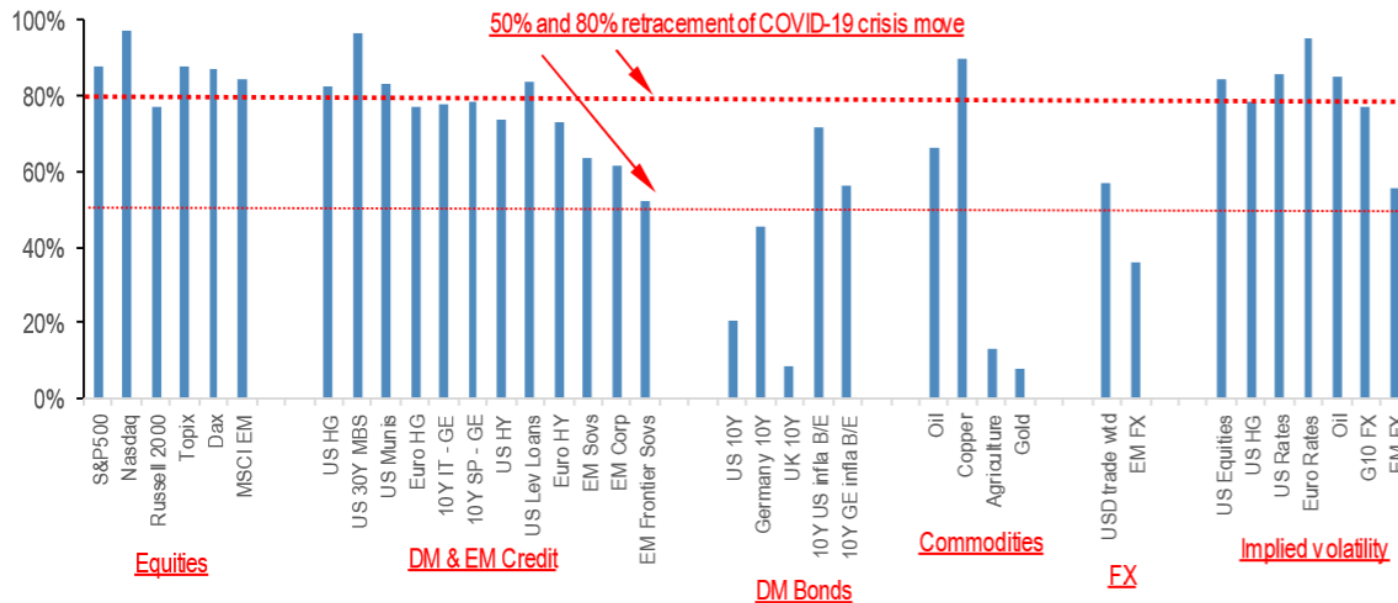
- El ciclo ha dejado atrás lo peor de la recesión y el principio de la fase de recuperación, en la que los datos siguen deteriorándose.
- Las rentabilidades de los activos de riesgo son históricamente excelentes desde que el indicador de la fase de recuperación hace mínimos, y pensamos que eso ocurrió en el mes de abril.
- Algunos mercados podrían haber recogido las buenas noticias excesivamente rápido y el ritmo de las subidas será menor, pero el fondo continúa siendo propicio para asumir riesgos.
- Los ciclos alcistas empiezan, y no terminan, con la recesión.

ASSET ALLOCATION RECUPERACIÓN AVANZADA



3T20- Rebote o Rebrote

Recuperación en la cotización de diferentes activos de las caídas del covid-19
(% de la caída)



Fuente: JP Morgan

RECUPERACIÓN AVANZADA

- La mayoría de los mercados han recuperado, al menos, un 50% de las caídas y muchos están en niveles del 80%.
- Pero pensamos que la situación justifica el movimiento.
- Lo que más llama la atención, como todo lo relacionado con la Pandemia en cuanto cogemos algo de perspectiva, ha sido la velocidad.
- El desacoplamiento entre economía y mercados no ha sido llamativo, teniendo en cuenta que los mercados anticipan el futuro escenario macro y no sólo el dato actual.

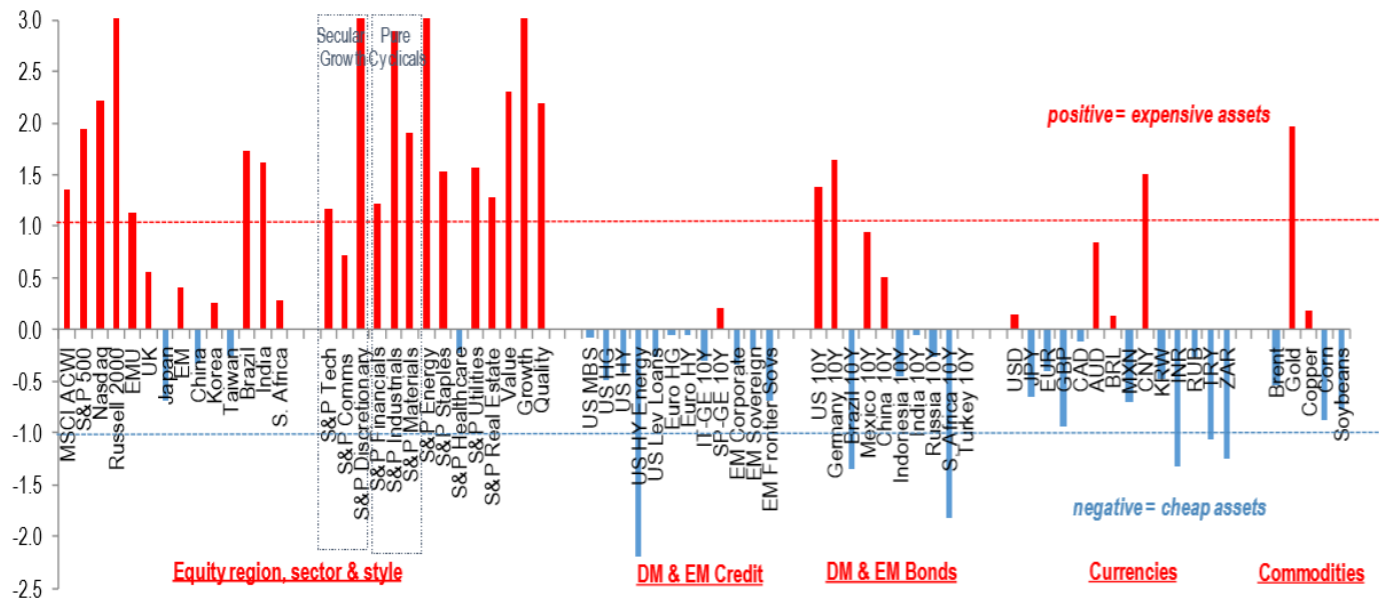
ASSET ALLOCATION

VALORACIONES EXIGENTES EN TÉRMINOS HISTÓRICOS



3T20- Rebote o Rebrote

Desviaciones estándar de la media de largo plazo de PER, diferenciales de crédito, tipos de interés reales de los bonos, precios reales de las materias primas y de los tipos de cambio



Fuente: JP Morgan, 22 de junio de 2020

VALORACIÓN

- El gráfico de la izquierda muestra la valoración de los diferentes activos, frente a sus medias históricas.
- En relativo, el crédito y las materias primas son más baratas que la bolsa.
- Si bien pensamos que la valoración no será el factor dominante en los próximos trimestres, siempre es un factor a tener en cuenta para construir carteras de largo plazo.
- Los activos más baratos respecto a su historia son el crédito, las acciones asiáticas, algunos bonos de países emergentes y las materias primas, con la excepción del oro.

ASSET ALLOCATION

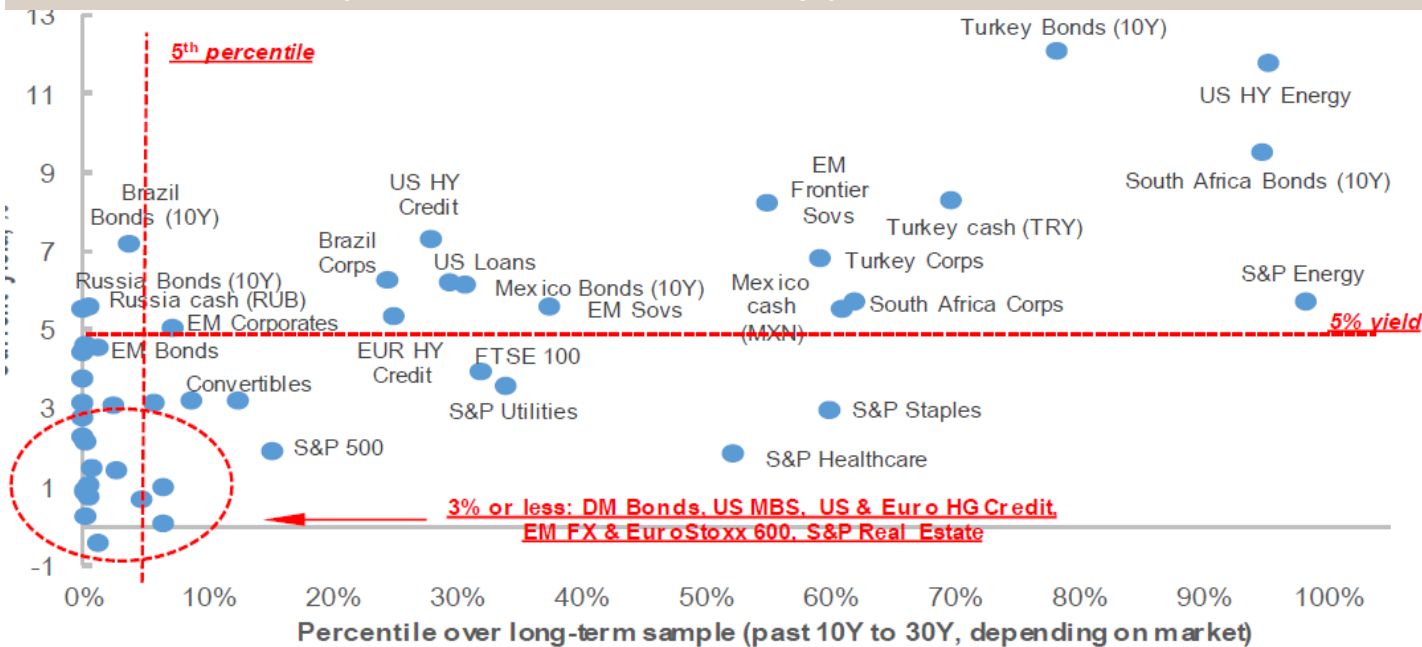
OTRO ENFOQUE A LA VALORACIÓN



3T20- Rebote o Rebrote

RIESGO VUELVE A REMUNERADO A ASUMIDO ESTAR

Rentabilidad a vencimiento de los activos de RF y rentabilidad por dividendo para la renta variable en % y percentil histórico



- La recesión del covid-19 ha causado que vuelva a haber algo de valor en activos generadores de rentas.
- Antes de la crisis, apenas existían activos ofreciendo rentabilidades por encima del 5% y ahora, son bastantes los bonos que ofrecen ese tipo de rentabilidades anuales a vencimiento.

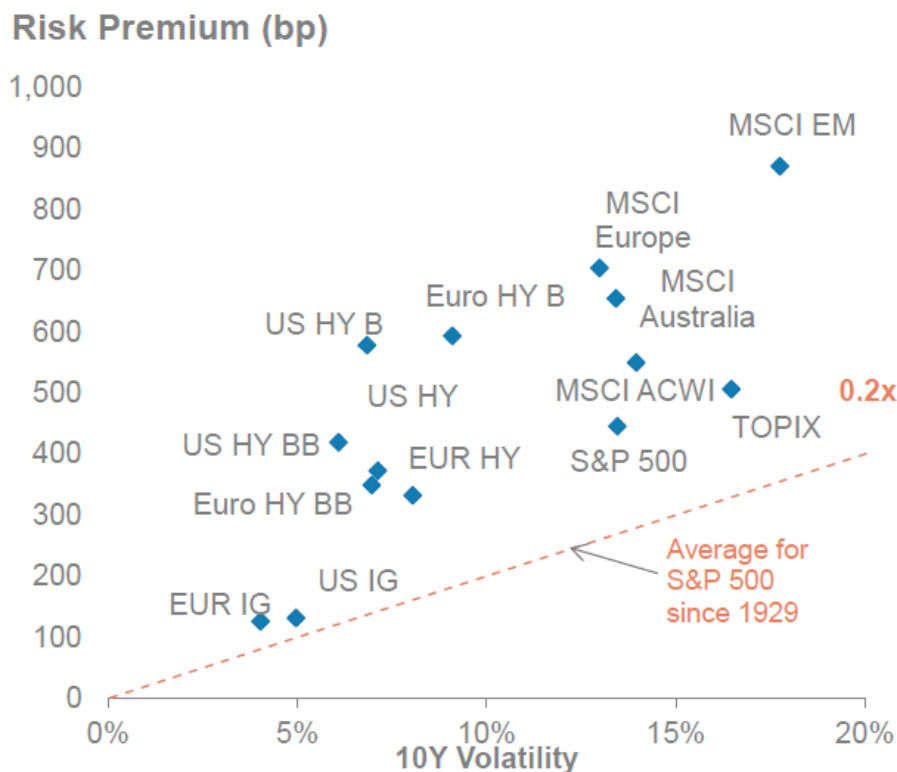
Fuente: JP Morgan, 22 de junio de 2020

ASSET ALLOCATION

PRIMAS DE RIESGO ATRACTIVAS



Primas de riesgo y volatilidad



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note: For equities we show cyclically adjusted earnings yield - 10-year real yield, and for credit we show loss-adjusted spread. 10Y vol is realised vol of monthly returns. The dotted line shows the annualised return for S&P 500 versus UST 10Y since 1929 relative to realised vol of monthly returns over the same period.

PRIMAS DE RIESGO DE ATRACTIVAS

- Otro argumento más que muestra que el mercado actual, remunera adecuadamente el riesgo asumido...
- ...siempre que se crea que la situación actual es equivalente a la media histórica y se suscriba la tesis principal del informe, que es que la crisis actual es temporal.

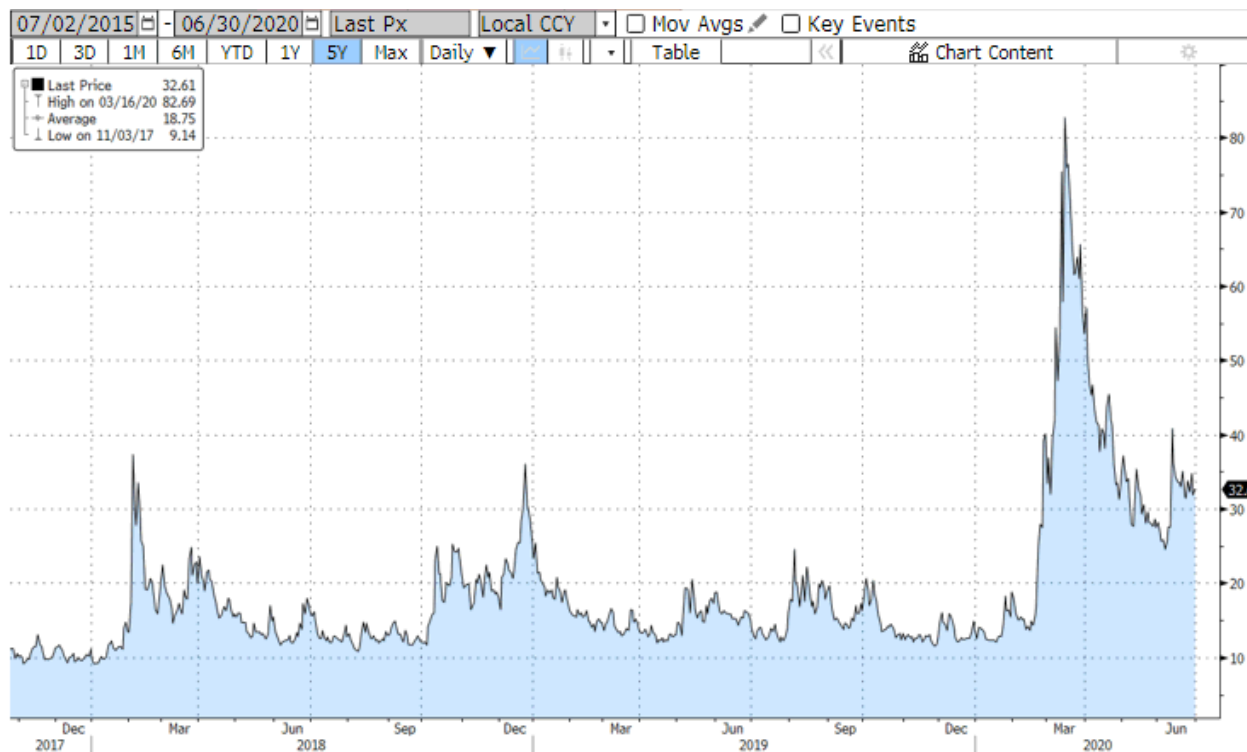
ASSET ALLOCATION- SENTIMIENTO

VOLATILIDAD AÚN MUY ALTA



3T20- Rebote o Rebote

Evolución del índice VIX de Volatilidad del S&P 500



Fuente: Bloomberg

VIX

- El VIX es el índice que mide la volatilidad del S&P 500. Algunos lo llaman el índice del miedo.
- Un VIX en 80 significa que el mercado está otorgando una probabilidad del 61.8% (1 desviación estándar) a un movimiento de las bolsas del 80% en los próximos 12 meses.
- Durante el pico de la reciente crisis, el VIX hizo niveles máximos históricos por encima de 80.
- Desde entonces, la volatilidad ha caído con fuerza, pero el nivel actual de 32 continúa reflejando una gran incertidumbre, siendo un nivel muy alto en términos históricos.

ASSET ALLOCATION- SENTIMIENTO

POSICIONAMIENTO DEFENSIVO GENERALIZADO



3T20- Rebote o Rebote

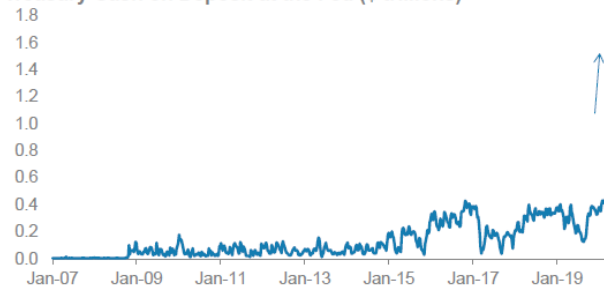
Dinero en fondos monetarios EE.UU.

US Money Market Assets (\$ trillions)



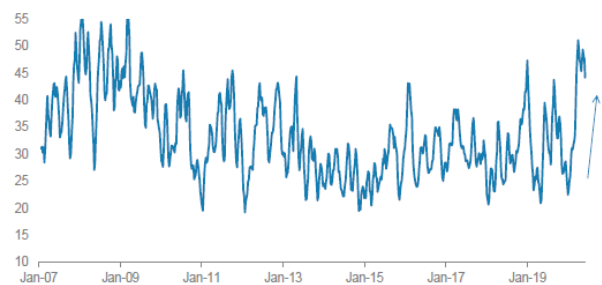
Depósitos en la FED

Treasury Cash on Deposit at the Fed (\$ trillions)



% Inversores institucionales negativos

AAll % Investors Bearish



Posicionamiento en futuros de S&P

S&P 500 Futures Positions (k contracts)



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note: we show four-week moving average.

Source: Bloomberg, CFTC, Morgan Stanley Research

POSICIONAMIENTO DEFENSIVO GENERALIZADO

- El posicionamiento continúa siendo muy defensivo desde diferentes puntos de vista.
- La represión financiera es más acusada que nunca y los tipos cero en EE.UU. forzarán a invertir la cantidad de liquidez disponible en el sistema.
- El posicionamiento negativo de la mayor parte de los inversores institucionales ha comenzado a darse la vuelta.

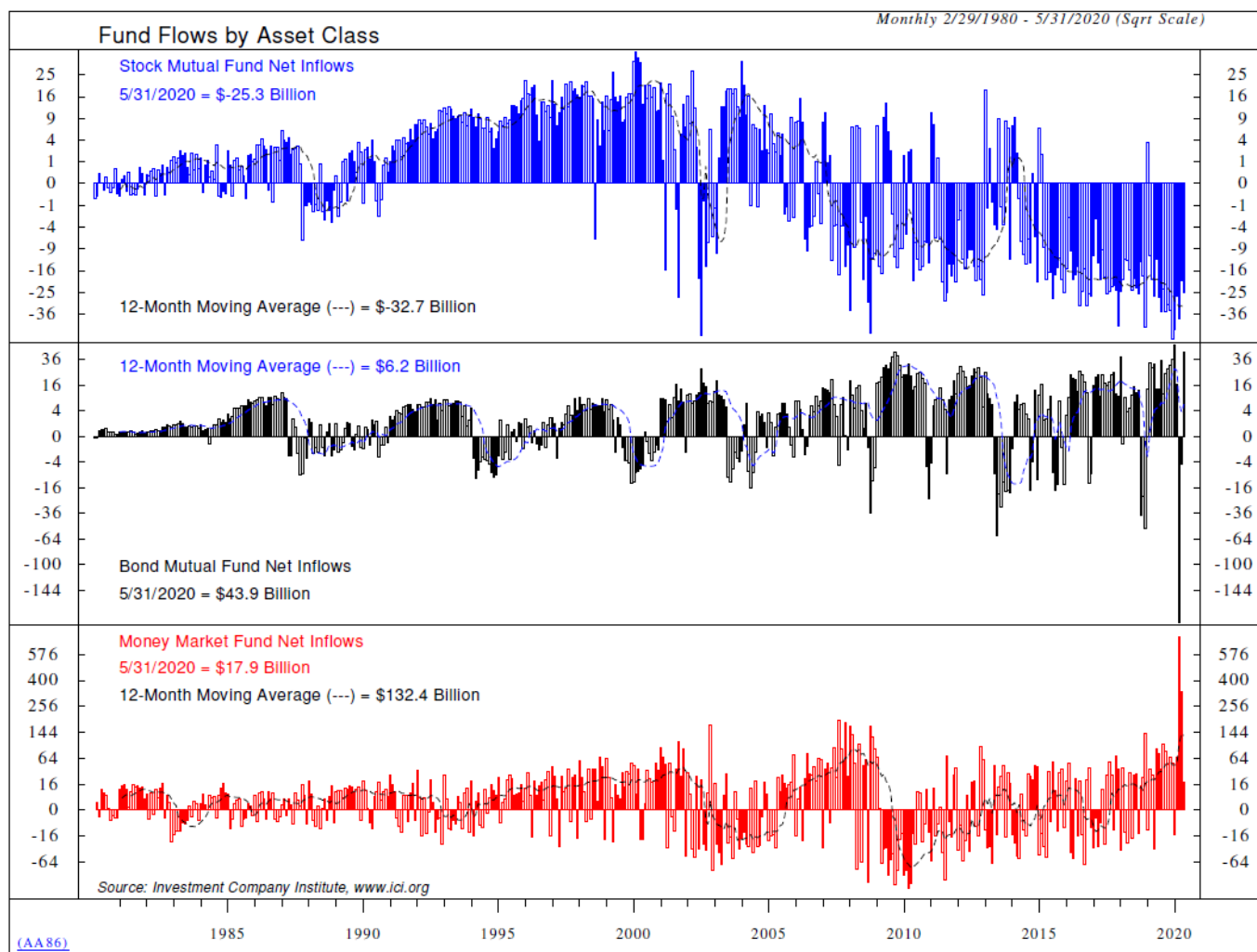
Fuente: Morgan Stanley

ASSET ALLOCATION- SENTIMIENTO FLUJOS DE FONDOS



3T20- Rebote o Rebrote

Flujos de fondos por clase de activo



FLUJOS DE AVERSIÓN AL RIESGO A PESAR DEL REBOTE DE LAS BOLSAS

- Los flujos de dinero en fondos de inversión y el posicionamiento de los inversores señalan que ha habido poca participación en las recientes subidas.
- Tras las fuertes salidas de los últimos meses, vuelve la aversión al riesgo y las entradas de dinero en renta fija.
- Con la caída de los tipos de interés en EE.UU., se reduce el ritmo de compras de fondos del mercado monetario, aunque las suscripciones son aún muy importantes.

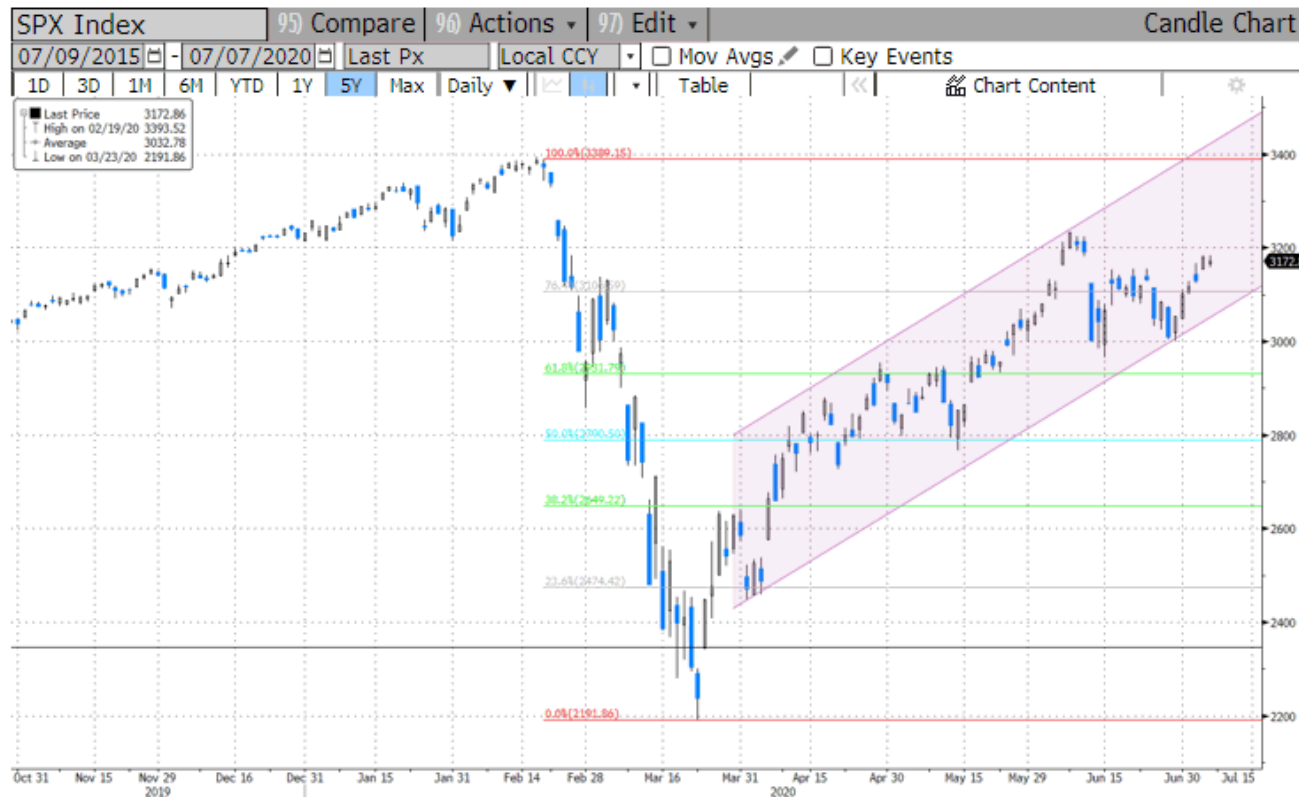
ASSET ALLOCATION- TÉCNICO

TENDENCIA ALCISTA L/P SE HA RESPETADO



3T20- Rebote o Rebote

Evolución del índice S&P 500



TENDENCIA ALCISTA

- Desde el punto de vista técnico, tras las fuertes correcciones, el impulso alcista ha sido muy fuerte (más en el S&P 500 que en el resto de índices).
- La tendencia alcista iniciada en el mes de marzo se respeta.
- El mercado podría entrar en un rango en el que el nivel de 3.000 es un fuerte soporte, en el que entra el argumento de dinero soportado por estímulos fiscales y monetarios.
- Por arriba, el nivel de 3.400 es una fuerte resistencia, que pensamos podrá ser rota sólo si las sorpresas positivas en lo que a resultados empresariales del 2T20 lo provoca, y estos resultados toman el relevo de las positivas sorpresas macro vividas hasta ahora.

Fuente: Bloomberg

ASSET ALLOCATION: RESUMEN POSICIONAMIENTO TÁCTICO (3 MESES)



3T20- Rebote o Rebote

MODERADAMENTE OPTIMISTAS

- NEUTRALES EN **RENTA VARIABLE**
 - SOBREPONDERAMOS LA **RENTA FIJA**
 - MANTENEMOS POSICIONES EN **LIQUIDEZ** TÁCTICAMENTE
 - INFRAPONDERAMOS **INVERSIÓN ALTERNATIVA LÍQUIDA**
- Exposición a renta variable en línea con índices de referencia, centrada en compañías de calidad, evitando cíclicos y favoreciendo tecnología y salud.
 - Sobreponderamos renta fija, favoreciendo crédito grado de inversión, con cautela en bonos high yield y muy baja exposición a gobiernos.
 - Mantenemos liquidez y activos líquidos, que son el principal refugio ante una caída de las bolsas que viniera por una subida de tipos o algún tipo de crisis en la renta fija.
 - Infraponderamos inversión alternativa líquida, que ocupaba el papel de sustituto de una renta variable excesivamente cara un y una renta fija que no remuneraba el riesgo asumido. Esto ha cambiado.



8. a.

RENTA FIJA

RENDA FIJA

EVOLUCIÓN EN EL PRIMER TRIMESTRE 2020



3T20- Rebote o Rebote

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YTD	Q2 2020
Euro HY 8,8%	Euro Gov. 13,1%	Euro Gov. 1,6%	US HY 17,5%	EM Debt 9,3%	Euro Gov. 1,0%	EM Debt 14,4%	US Treas. 8,7%	EM Debt 11,2%
US HY 7,4%	EM Debt 5,5%	EM Debt 1,2%	EM Debt 10,2%	Global IG 9,1%	US Treas. 0,9%	US HY 14,4%	Global IL 3,7%	Euro HY 11,2%
Euro Gov. 2,2%	Euro HY 5,5%	US Treas. 0,8%	Euro HY 10,1%	Global IL 8,7%	US HY -2,3%	Global IG 11,5%	Global IG 2,7%	US HY 9,5%
Global IG 0,3%	US Treas. 5,1%	Euro HY 0,5%	Global IG 4,3%	US HY 7,5%	Global IG -3,6%	Euro HY 10,7%	Euro Gov. 2,0%	Global IG 8,6%
US Treas. -2,7%	Global IL 3,4%	Global IG -3,6%	Global IL 3,9%	Euro HY 6,1%	Euro HY -3,6%	Global IL 8,0%	EM Debt -1,9%	Global IL 6,6%
Global IL -3,2%	Global IG 3,1%	US HY -4,6%	Euro Gov. 3,2%	US Treas. 2,3%	Global IL -4,1%	US Treas. 6,9%	US HY -4,8%	Euro Gov. 1,7%
EM Debt -6,6%	US HY 2,5%	Global IL -5,0%	US Treas. 1,0%	Euro Gov. 0,2%	EM Debt -4,6%	Euro Gov. 6,8%	Euro HY -5,1%	US Treas. 0,5%

Fuente: Bloomberg Barclays, BofA/Merrill Lynch, J.P. Morgan Economic Research, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Global IL: Barclays Global Inflation-Linked; Gob. Euro: Barclays Euro Aggregate Government; Tesoro EE. UU.: Barclays US Aggregate Government- Treasury; CI global: Barclays Global Aggregate - Corporates; HY EE. UU.: BofA/Merrill Lynch US HY Constrained; HY Euro: BofA/Merrill Lynch Euro Non-Financial HY Constrained; Deuda ME: J.P. Morgan EMBIG. Todos los índices son de rentabilidad total en moneda local, salvo los índices de ME y globales, cuya moneda es el dólar estadounidense. Las rentabilidades anteriores no son indicadores fiables de los resultados actuales y futuros. Datos a 30 de junio de 2020.

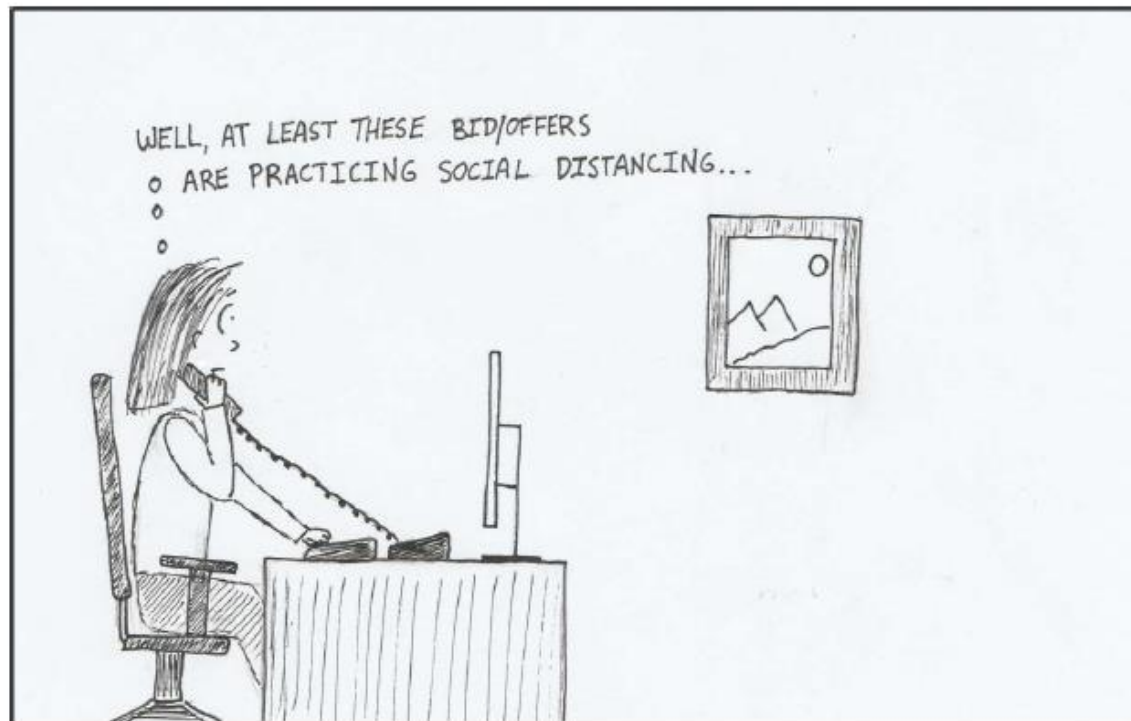
Fuente: EFG
Datos a 25 de junio de 2020

RENTA FIJA VUELVE A HABER VALOR



3T20- Rebote o Rebote

VUELVE A HABER ALGO DE VALOR



© 2020 Morgan Stanley

Fuente: Morgan Stanley

- Tras las rápidas e intensas correcciones sin precedentes en el mercado de crédito, que durante algunas semanas tuvo problemas graves de liquidez, con los diferenciales entre el precio de compra y de venta practicando “distanciamiento social” vuelve a haber oportunidades de inversión que remuneran adecuadamente el riesgo asumido.
- La crisis ha generado oportunidades especialmente en crédito, tanto por el repunte de los diferenciales de crédito como por la red de seguridad que han extendido los bancos centrales y gobiernos.

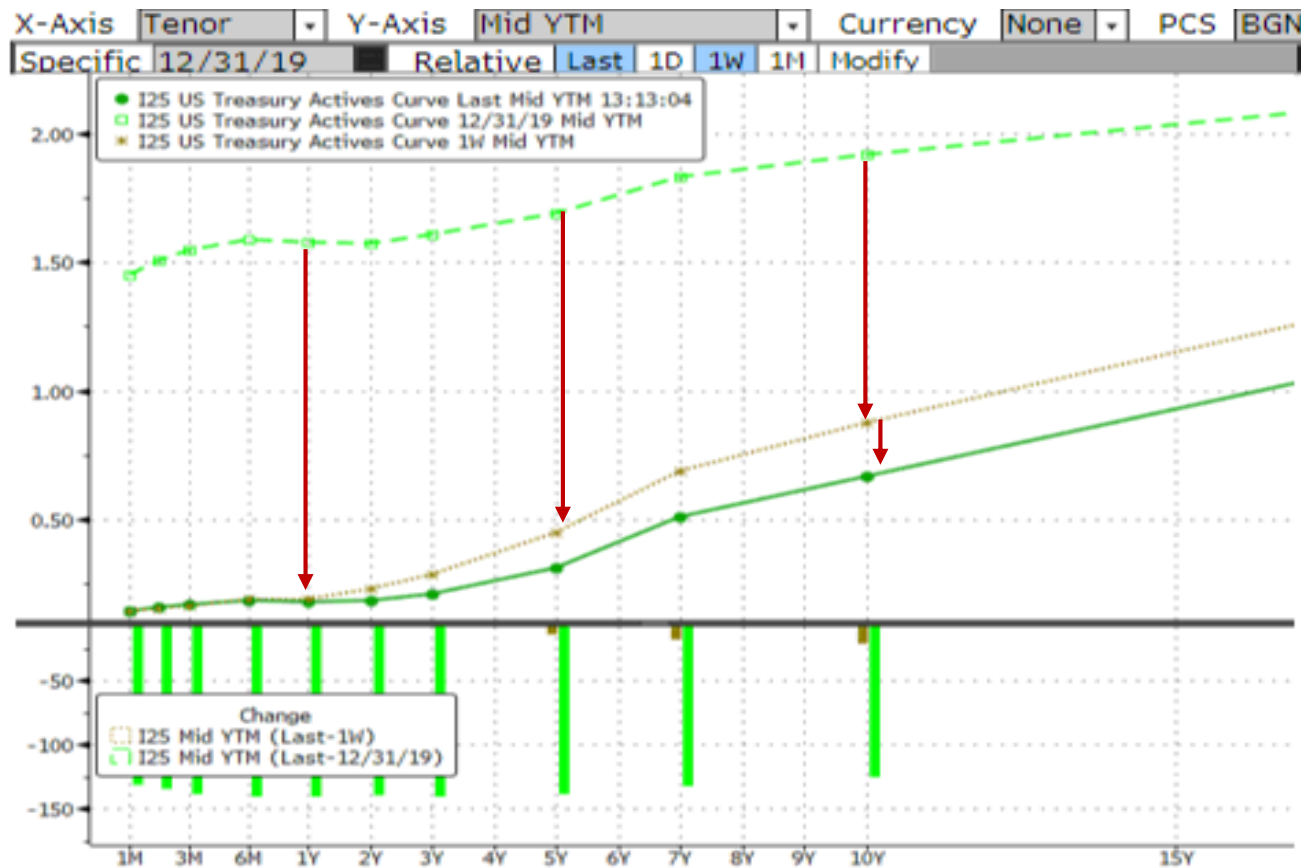
RENTA FIJA

NEGATIVOS EN DEUDA GUBERNAMENTAL



3T20- Rebote o Rebrote

Evolución de la curva de tipo de EE.UU. en el ejercicio



Fuente: Bloomberg

NO QUEDA VALOR EN BONOS "CORE" DE LARGO PLAZO

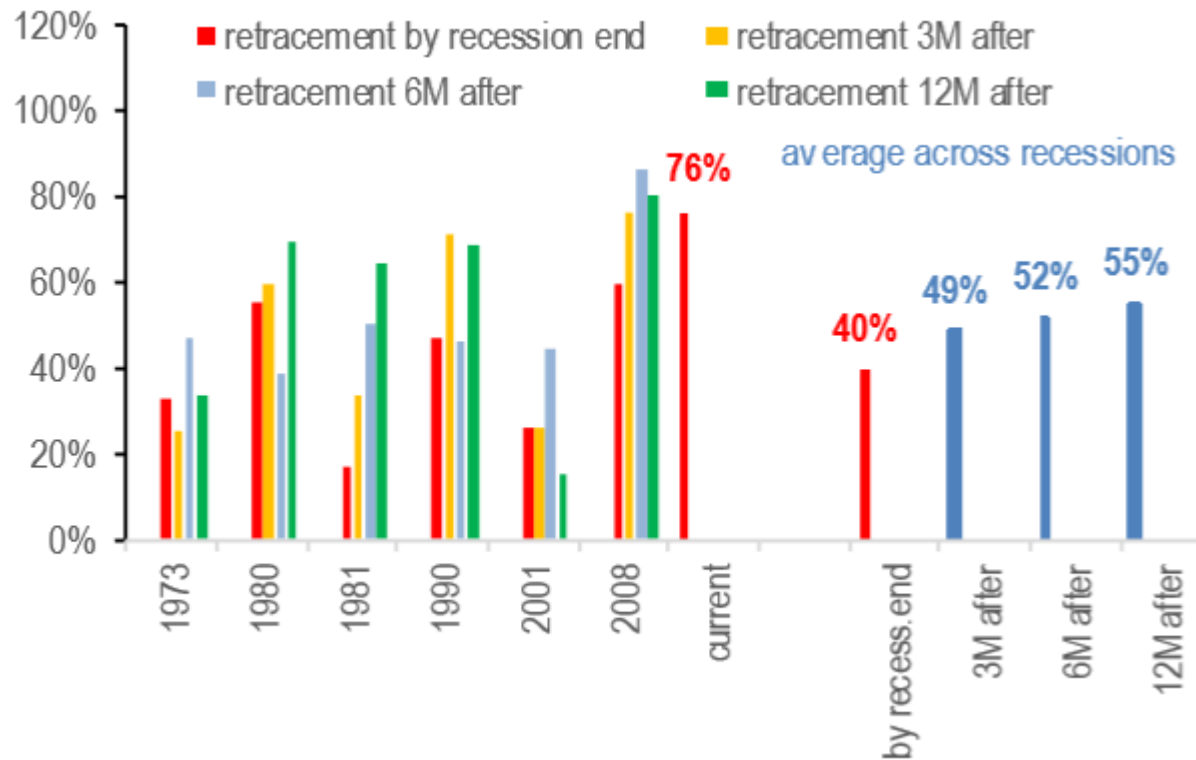
- Tras las fuertes bajadas de tipos de la FED, apenas queda valor en las curvas de tipos de Alemania y EE.UU.
- En el inicio de las caídas, los bonos "core" sirvieron como activo refugio pero, según los tipos de interés han ido bajando, el refugio ha sido menor.
- Es difícil que se profundice más en tipos negativos, dado que su efectividad está en duda y la curva alemana, ya está en negativo hasta los 8 años.
- La curva de EE.UU. tiene mayor pendiente. En todo caso, podría haber valor en los plazos más largos.
- Adicionalmente, las cuentas nacionales se ha deteriorado en ambos países tras el anuncio de los fuertes incrementos de déficit fiscal.

RENDA FIJA POSITIVOS CON EL CRÉDITO IG



3T20- Rebote o Rebrote

Rápida recuperación del crédito



Fuente: JP Morgan, 22 de junio de 2020

¿HA SIDO EXCESIVO EL REBOTE DEL CRÉDITO?

- El rebote del crédito ha sido más rápido e intenso de lo que lo fue en anteriores recesiones.
- Esto se explica por el fuerte soporte de los bancos centrales y gobiernos.
- Se repite en el crédito el patrón general de la actual Pandemia. Lo que solía ocurrir en 12 meses ha ocurrido en menos de 3.

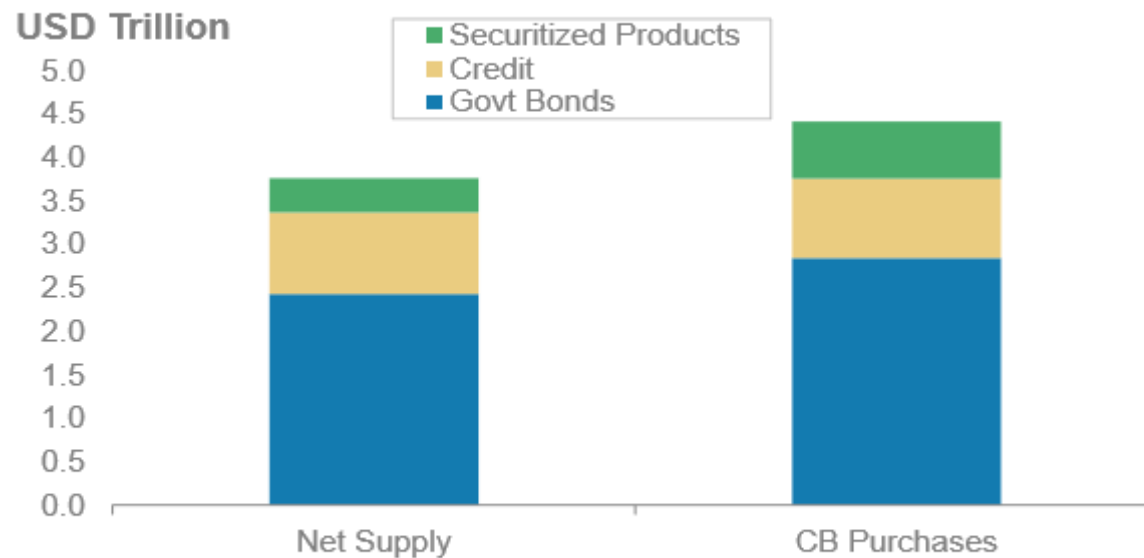
RENTA FIJA POSITIVOS CON EL CRÉDITO



3T20- Rebote o Rebrote

RENTA FIJA SOPORTADA POR OFERTA Y DEMANDA

Oferta de bonos IG frente a las compras de FED y BCE



Fuente: Morgan Stanley

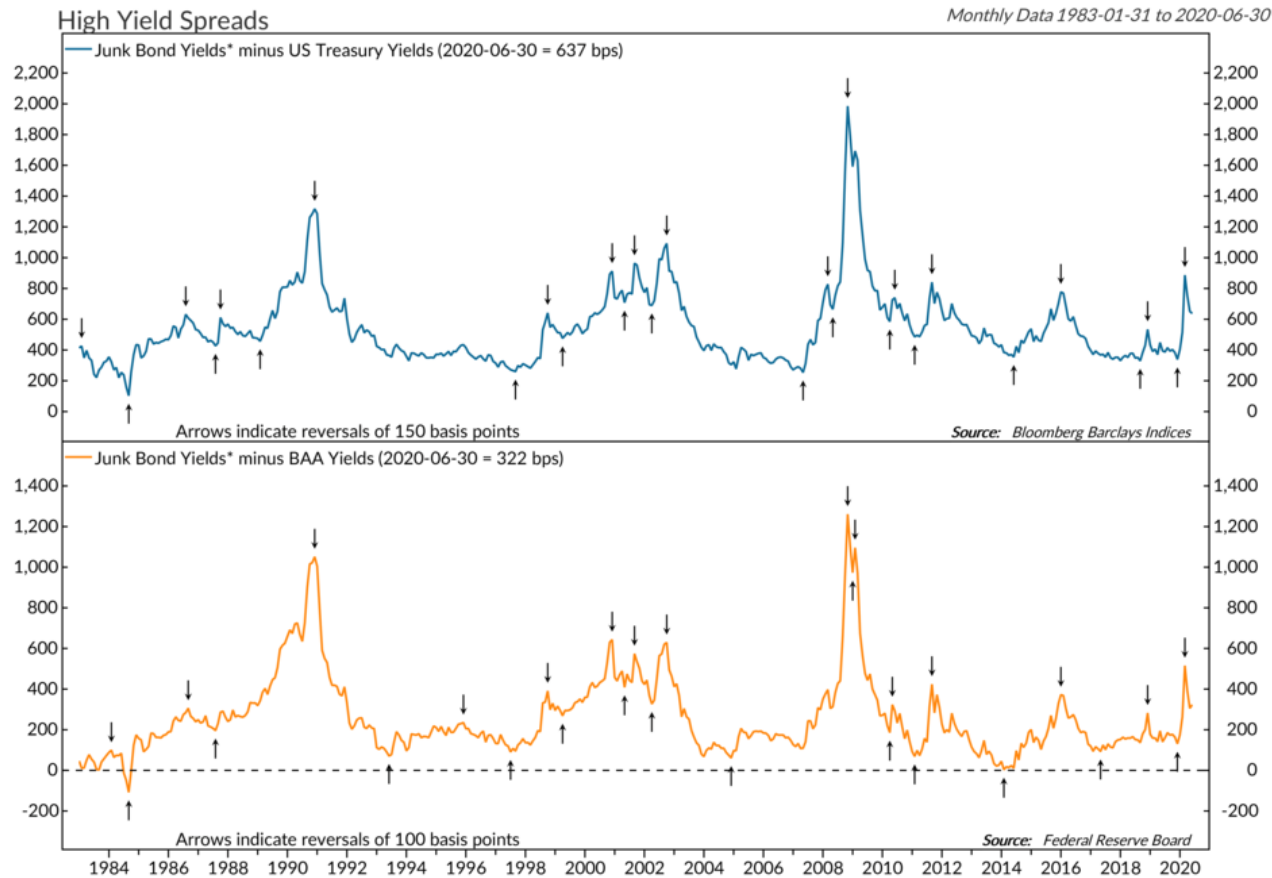
- Los programas de compras de bonos de los diferentes bancos centrales ofrecen una red de seguridad muy sólida a los mercados de renta fija.
- La oferta neta de bonos esperada es menor que el tamaño de los diferentes programas de compras de bonos.

RENTA FIJA NEUTRALES EN HIGH YIELD



3T20- Rebote o Rebote

Diferencial de crédito del mercado high yield en EE.UU.



Fuente: Ned Davis Research

NEUTRALES Y SELECTIVOS EN CRÉDITO HIGH YIELD

- Diferenciales atractivos en términos históricos y dados los fundamentales, pero habrá grandes divergencias y el riesgo de default es alto en muchos sectores y/o compañías.

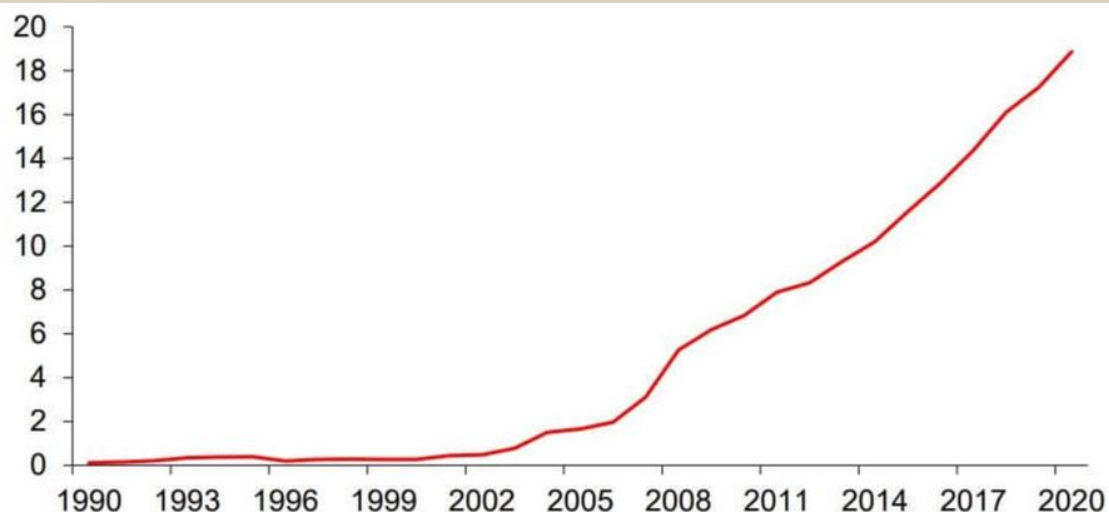
RENTA FIJA NEUTRALES EN HIGH YIELD



3T20- Rebote o Rebrote

NEUTRALES Y SELECTIVOS EN CRÉDITO HIGH YIELD

% de compañías zombies en EE.UU.



Note: The chart shows the share of listed firms which are more than 10 years old with an interest coverage ratio less than one for three years in a row.

Fuente: Bloomberg

- Pensamos que hay oportunidades siendo selectivos, tras la fuerte recuperación del 2T20, y preferimos cautela en bonos high yield.
- Se trata de una clase de activo que cuenta con un respaldo menor que otras de los bancos centrales.
- Tras años de dinero barato, el apalancamiento de las compañías con perores balances se ha ido incrementando sin que este sea el caso de sus beneficios. En EE.UU., un 20% de las compañías que han cumplido 10 años, llevan más de 3 en una situación en las que su ratio de cobertura de intereses es menor que uno.
- Los diferenciales de crédito son atractivos, pero habrá que ser selectivos ante una muy probable escalada de impagos.

RENDA FIJA

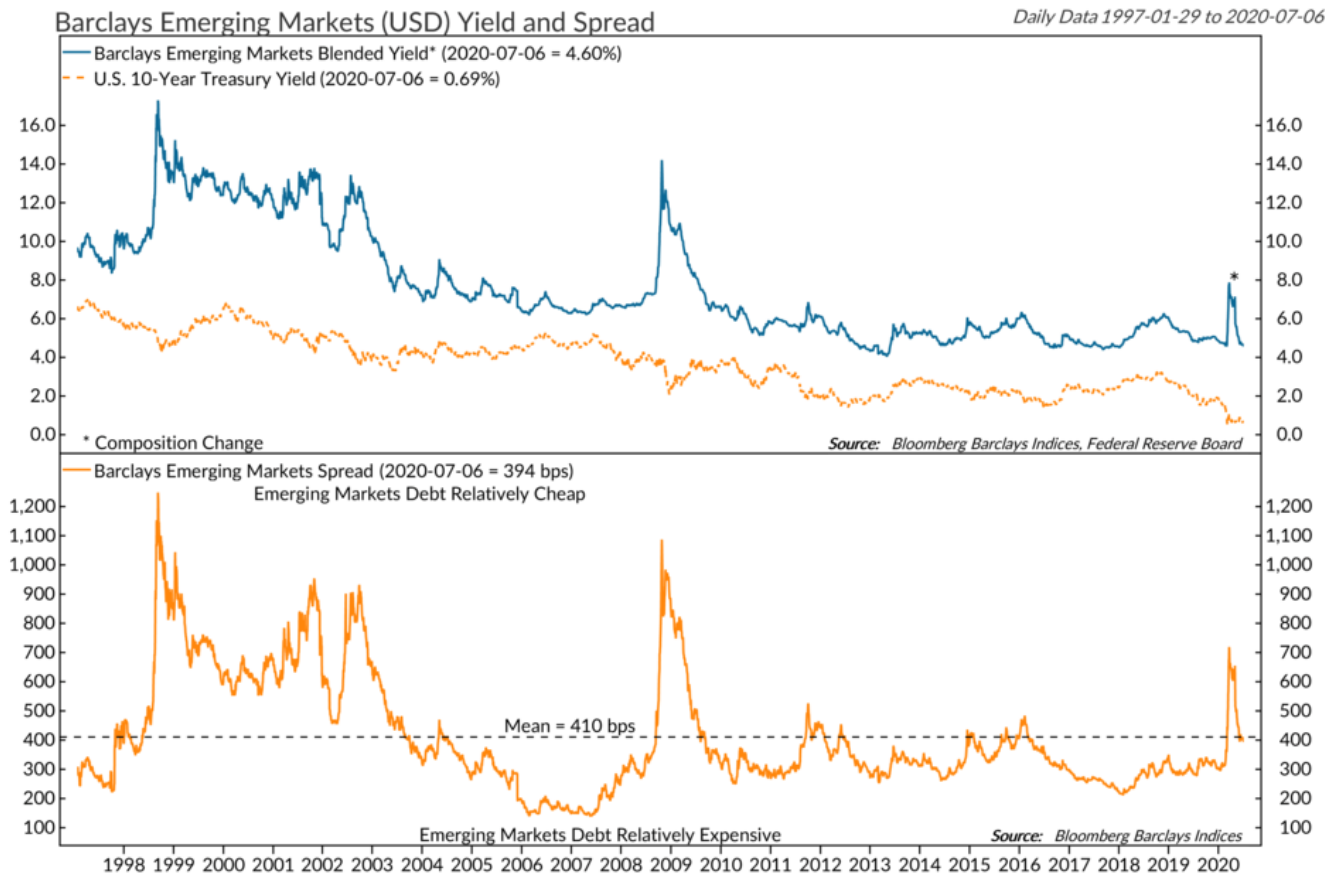
POSITIVOS CON BONOS EMERGENTES



3T20- Rebote o Rebrote

Rentabilidad a vencimiento y diferencial de los bonos emergentes frente a EE.UU.

POSITIVOS EN BONOS EMERGENTES



Fuente: Ned Davis Research

- Las valoraciones han mejorado notablemente en el ejercicio, a pesar de la recuperación desde mínimos.
- Los bonos emergentes han alcanzado un nivel de sobre venta extrema. Sólo en 1998 y en 2008 su diferencia de rentabilidad frente al bono de EE.UU. ha sido de la magnitud actual y, en ambas ocasiones, el rebote fue muy fuerte.
- Rentabilidad a vencimiento y diferencial de crédito en línea con la media histórica, en una situación en la que los tipos de interés de activos “competidores” está muy por debajo.

RENTA FIJA

RESUMEN POSICIONAMIENTO



3T20- Rebote o Rebote

SOBREPONDERADOS **TÁCTICAMENTE** Y NEUTRALES **ESTRATÉGICAMENTE**

- **TIPOS DE INTERÉS**
 - **NEGATIVOS EN EUROPA.** Principalmente en Alemania pero, en general, en todos los gobiernos. Hacer relativos.
 - **NEGATIVOS EN EE.UU.** por la parte del dólar, pero **podría haber algo de valor en los plazos largos.**
- **CRÉDITO**
 - **POSITIVOS EN GENERAL**
 - **POSITIVOS EN INVESTMENT GRADE, GESTIÓN TÁCTICA y FLEXIBLE Y DEUDA SUBORDINADA FINANCIERA**
 - **NEUTRALES EN HIGH YIELD**
 - **POSITIVOS EN EMERGENTES**



8. b.

RENTA VARIABLE

RENDA VARIABLE

EVOLUCIÓN EN EL SEGUNDO TRIMESTRE 2020



3T20- Rebote o Rebrote

EVOLUCIÓN DE LA RENTA VARIABLE EN 1S20

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YTD	Q2 2020
MSCI EM 79,0%	MSCI Asia ex Japan 19,9%	US S&P 500 2,1%	MSCI Asia ex Japan 22,7%	Japan TOPIX 54,4%	US S&P 500 13,7%	Japan TOPIX 12,1%	UK FTSE All-Share 16,8%	MSCI Asia ex Japan 42,1%	US S&P 500 -4,4%	US S&P 500 31,5%	US S&P 500 -3,1%	US S&P 500 20,5%
MSCI Asia ex Japan 72,5%	MSCI EM 19,2%	UK FTSE All-Share -3,5%	Japan TOPIX 20,9%	US S&P 500 32,4%	Japan TOPIX 10,3%	MSCI Europe ex UK 9,1%	US S&P 500 12,0%	MSCI EM 37,8%	UK FTSE All-Share -9,5%	MSCI Europe ex-UK 27,5%	MSCI Asia ex-Japan -4,6%	MSCI EM 18,2%
UK FTSE All-Share 30,1%	US S&P 500 15,1%	MSCI Europe ex UK -12,1%	MSCI Europe ex UK 20,0%	MSCI Europe ex UK 24,2%	MSCI Europe ex UK 7,4%	US S&P 500 1,4%	MSCI EM 11,6%	Japan TOPIX 22,2%	MSCI Europe ex UK -10,6%	UK FTSE All-Share 19,2%	Japan TOPIX -8,2%	MSCI Asia ex-Japan 16,8%
MSCI Europe ex UK 29,0%	UK FTSE All-Share 14,5%	Japan TOPIX -17,0%	MSCI EM 18,6%	UK FTSE All-Share 20,8%	MSCI Asia ex Japan 5,1%	UK FTSE All-Share 1,0%	MSCI Asia ex Japan 5,8%	US S&P 500 21,8%	MSCI Asia ex Japan -14,1%	MSCI EM 18,9%	MSCI Europe ex-UK -9,0%	MSCI Europe ex-UK 15,1%
US S&P 500 26,5%	MSCI Europe ex UK 5,1%	MSCI Asia ex Japan -17,1%	US S&P 500 16,0%	MSCI Asia ex Japan 3,3%	UK FTSE All-Share 1,2%	MSCI Asia ex Japan -8,9%	MSCI Europe ex UK 3,2%	MSCI Europe ex UK 14,5%	MSCI EM -14,2%	MSCI Asia ex-Japan 18,5%	MSCI EM -9,7%	Japan TOPIX 11,3%
Japan TOPIX 7,6%	Japan TOPIX 1,0%	MSCI EM -18,2%	UK FTSE All-Share 12,3%	MSCI EM -2,3%	MSCI EM -1,8%	MSCI EM -14,6%	Japan TOPIX 0,3%	UK FTSE All-Share 13,1%	Japan TOPIX -16,0%	Japan TOPIX 18,1%	UK FTSE All-Share -17,5%	UK FTSE All-Share 10,2%

Fuente: FTSE, MSCI, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, TOPIX, J.P. Morgan Asset Management. Todos los índices son de rentabilidad total en moneda local, salvo el MSCI Asia ex-Japan y el MSCI EM, cuya moneda es el dólar estadounidense. Las rentabilidades anteriores no son indicadores fiables de los resultados actuales y futuros. Datos a 30 de junio de 2020.

- Mercado alcista hasta el 19 de febrero, cuando el virus se propagó fuera de China.
- Caída más rápida de la historia hasta el 23 de marzo.
- Fuerte rebote, alcanzando el mejor trimestre en muchos años.
- La característica principal de los movimientos de las bolsas ha sido su rapidez.
- Grandes divergencias sectoriales y regionales, con la bolsa americana cediendo apenas un 4% en el 1S, mientras que la europea cae un 15%. Sectores como el tecnológico registran subidas de doble dígito con cíclicas en general cayendo aún más de un 25%, etc.

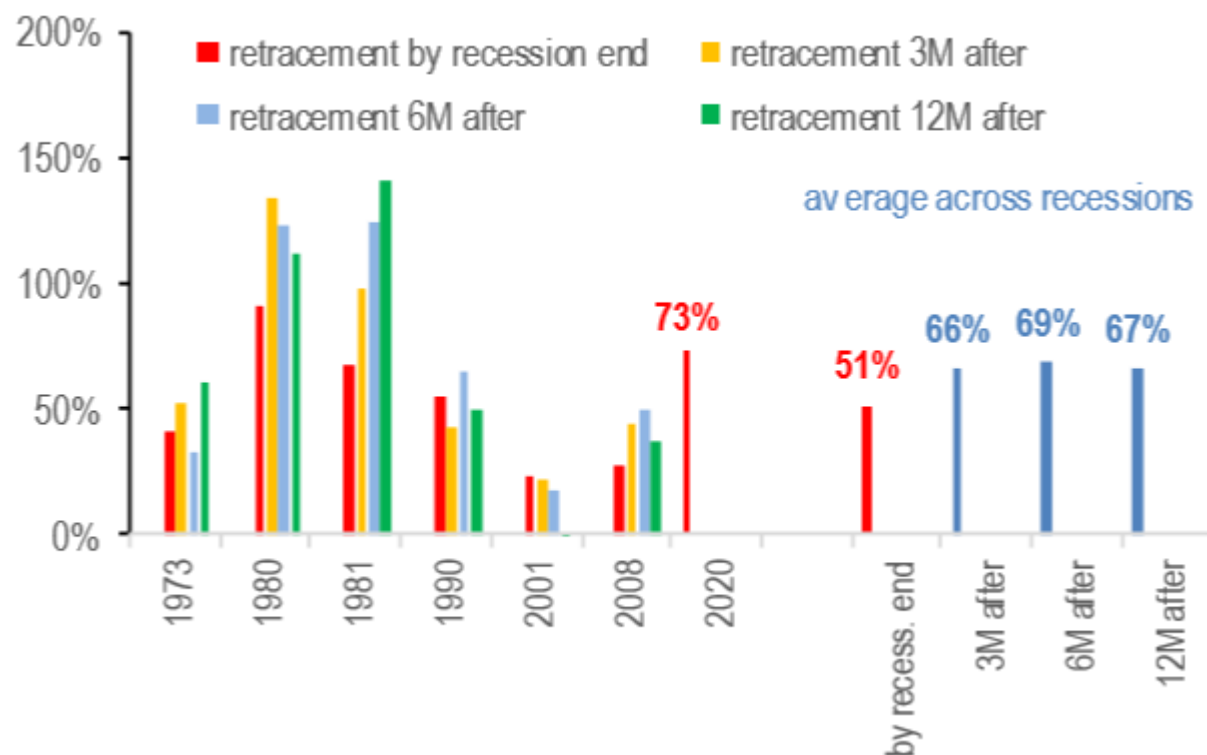
ASSET ALLOCATION

¿HA SIDO EXCESIVO EL REBOTE DE LA RENTA VARIABLE?



3T20- Rebote o Rebrote

Rápida recuperación la renta variable



Fuente: JP Morgan, 22 de junio de 2020

RECUPERACIÓN EN LÍNEA CON LO QUE CORRESPONDE

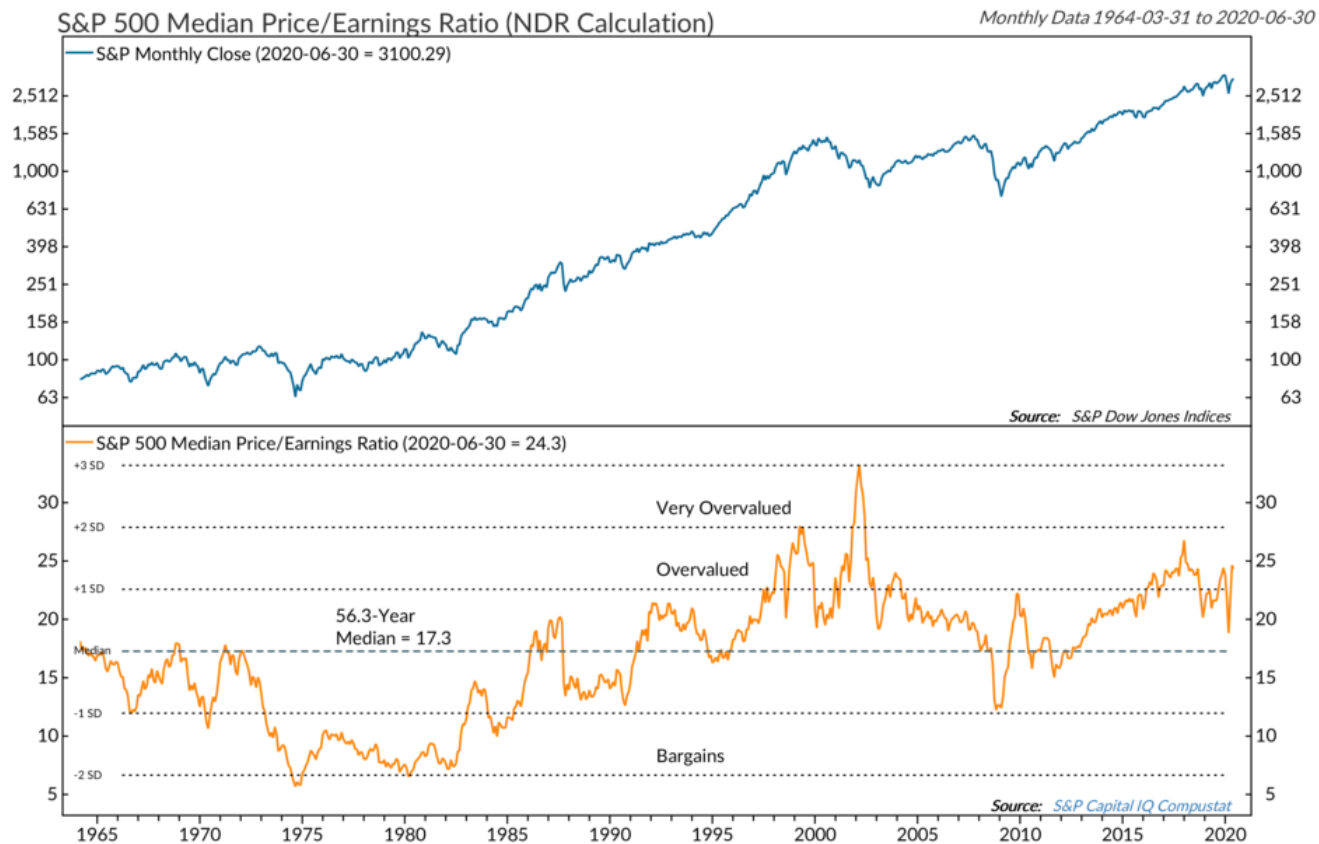
- La renta variable suele recuperarse más rápido que el crédito después de las recesiones pero, esta vez, todo se ha acelerado.
- La recuperación ha sido mucho más rápida que en crisis anteriores, pero no existe el desacople entre bolsas y fundamentales.
- Las bolsas han recuperado más rápido porque la recesión ha sido más corta y, desde ahora, cabe esperar otro ritmo en la recuperación, igual que en la macroeconomía.

RENDA VARIABLE: VALORACIÓN ADECUADA



3T20- Rebote o Rebote

Valoración de la bolsa estadounidense



Fuente: Ned Davis Research

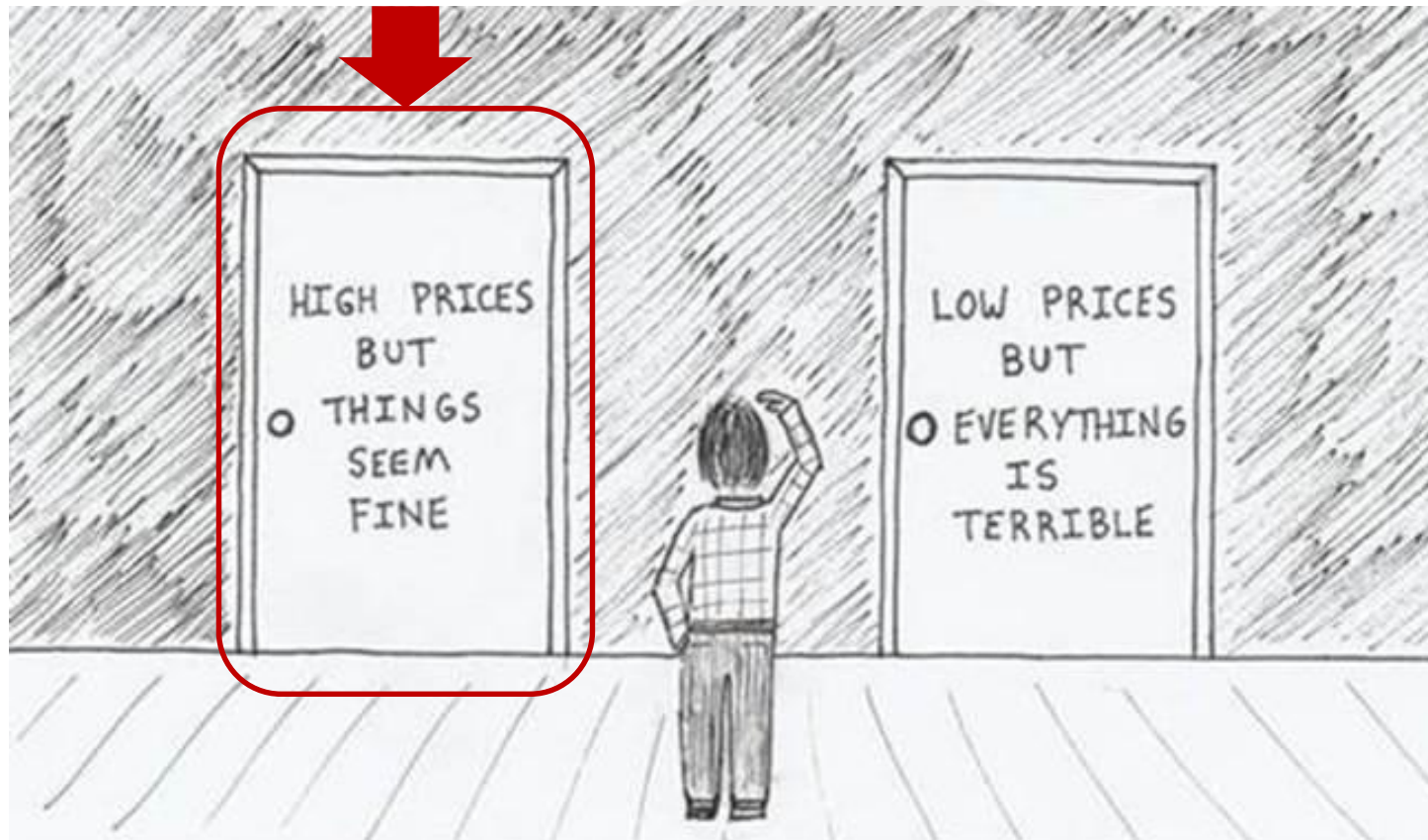
LA VALORACIÓN NO SERÁ CATALIZADOR NEGATIVO POR AHORA

- Las valoraciones actuales de las bolsas en EE.UU. son exigentes, pero no creemos que excesivas. No podemos afirmar que las bolsas estén extremadamente baratas, están por encima de su valoración histórica.
- Otras bolsas están más baratas en términos de beneficios, pero se enfrentan a mayores dificultades.
- Las divergencia entre sectores y compañías es muy grande pero, en cualquier caso, **las bolsas están ligeramente caras.**
- Con los **tipos de interés en los niveles actuales**, el mercado debería **pagar múltiplos más altos** que en otros entornos de tipos.

RENTA VARIABLE PREVALECE LA CALIDAD FRENTE A LA VALORACIÓN



3T20- Rebote o Rebrote



RENTA VARIABLE: ESPERAMOS MÁS PARTICIPACIÓN EN NÚMERO DE COMPAÑÍAS Y SECTORES



3T20- Rebote o Rebote

LIDERAZGO DE MERCADO MÁS DISTRIBUIDO

- El mercado ha estado liderado por unos pocos sectores y unas pocas compañías.
- Este comportamiento es habitual en la fase que estábamos de mercado maduro, pero tiende a cambiar después de una fuerte recesión.
- Si bien la recesión dejará ganadores y perdedores y, en muchos casos, habrá movimientos de continuación, el liderazgo del mercado debe estar más distribuido para que las subidas bursátiles se extiendan.

S&P 500 Equiponderado / S&P 500

S&P 500 Equally-Weighted/ S&P 500



Fuente: Morgan Stanley Research

RENTA VARIABLE: PRINCIPIO DE REVISIONES AL ALZA DE BPA



3T20- Rebote o Rebrote

Revisiones de beneficios para el S&P500



Fuente: Morgan Stanley Research

INICIO DE REVISIONES AL ALZA

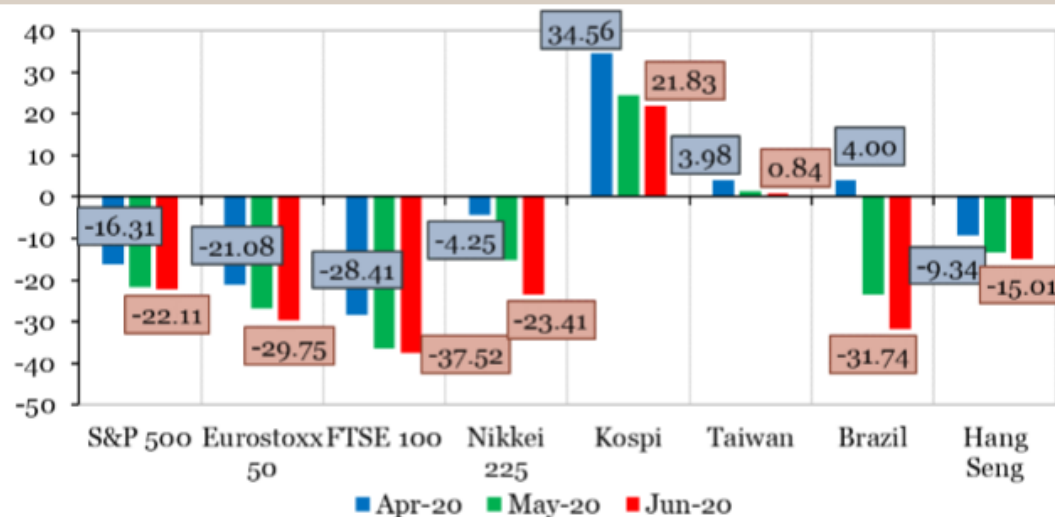
- En el 2T20, la principal razón de las subidas bursátiles ha sido una macro batiendo ampliamente unas estimaciones excesivamente negativas.
- Queda poco margen en la macro, pero es factible que ocurra lo mismo a nivel micro, donde las estimaciones de beneficios se habían revisado fuertemente a la baja.
- Esa tendencia comienza a revertir y las estimaciones al alza son más frecuentes que lo contrario.

RENDA VARIABLE: ESCENARIO MUY NEGATIVO YA EN PRECIO



3T20- Rebote o Rebrote

Estimaciones de crecimiento de BPAS 2020 (%)



	Apr-20			May-20			Jun-20		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
S&P 500	-16.31	24.37	12.72	-21.68	28.50	14.03	-22.11	28.91	14.95
Eurostoxx 50	-21.08	25.18	14.64	-26.93	29.68	17.38	-29.75	32.67	17.62
FTSE 100	-28.41	29.28	14.62	-36.46	36.74	19.29	-37.52	35.93	19.17
Nikkei 225	-4.25	15.51	14.47	-15.07	25.02	9.58	-23.41	29.65	16.66
Kospi	34.56	32.82	10.05	24.34	41.14	10.95	21.83	41.10	12.33
Taiwan	3.98	14.88	8.86	1.40	17.47	9.87	0.84	17.48	10.26
Brazil	4.00	30.01	11.41	-23.39	68.65	17.59	-31.74	84.18	19.98
Hang Seng	-9.34	13.34	10.80	-13.39	16.27	10.79	-15.01	17.07	10.82

Fuente: EFG y Factset con datos del 25 de junio de 2020

EVOLUCIÓN DE LAS REVISIONES DE BENEFICIOS

- El gráfico y tabla de la izquierda muestran el detalle geográfico de las revisiones de estimaciones de beneficios en el último trimestre.
- Se espera una contracción muy fuerte de los BPAs, y los datos de 2022 se han comenzado a revisar al alza.

RENTA VARIABLE: **NEUTRALES**

RESUMEN POSICIONAMIENTO



3T20- Rebote o Rebrote

NEUTRALES **TÁCTICAMENTE** Y SOBREPONDERADOS **ESTRATÉGICAMENTE**

GEOGRÁFICAMENTE:

- **POSITIVOS EN EE.UU.**, que es más ágil a la hora utilizar las diferentes herramientas para salir de la actual crisis
- Ligeramente más negativos en **EUROPA**

SECTORIALMENTE

- Favorecemos sectores defensivos y compañías de calidad, destacando aquellos que tienen factores estructurales a favor, como **TECNOLOGÍA y SALUD**
- Nos mantenemos cautos en **SECTORES CÍCLICOS**, donde pensamos que, después del rebote inicial, el recorrido será más limitado



8. c.

OTROS ACTIVOS

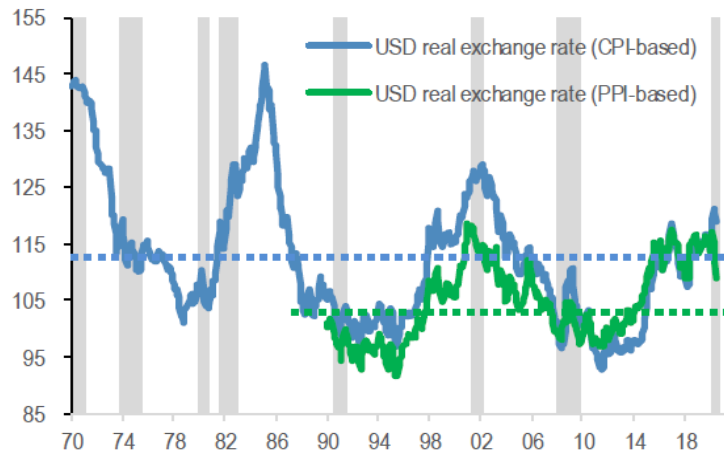
DÓLAR

SOBREVALORADO PERO DEFENSIVO

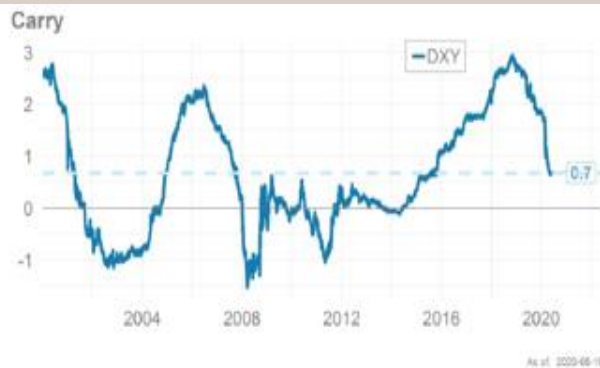


3T20- Rebote o Rebrote

Valoración del Dólar



Carry del DXY



Carry del DXY



Fuente: Morgan Stanley

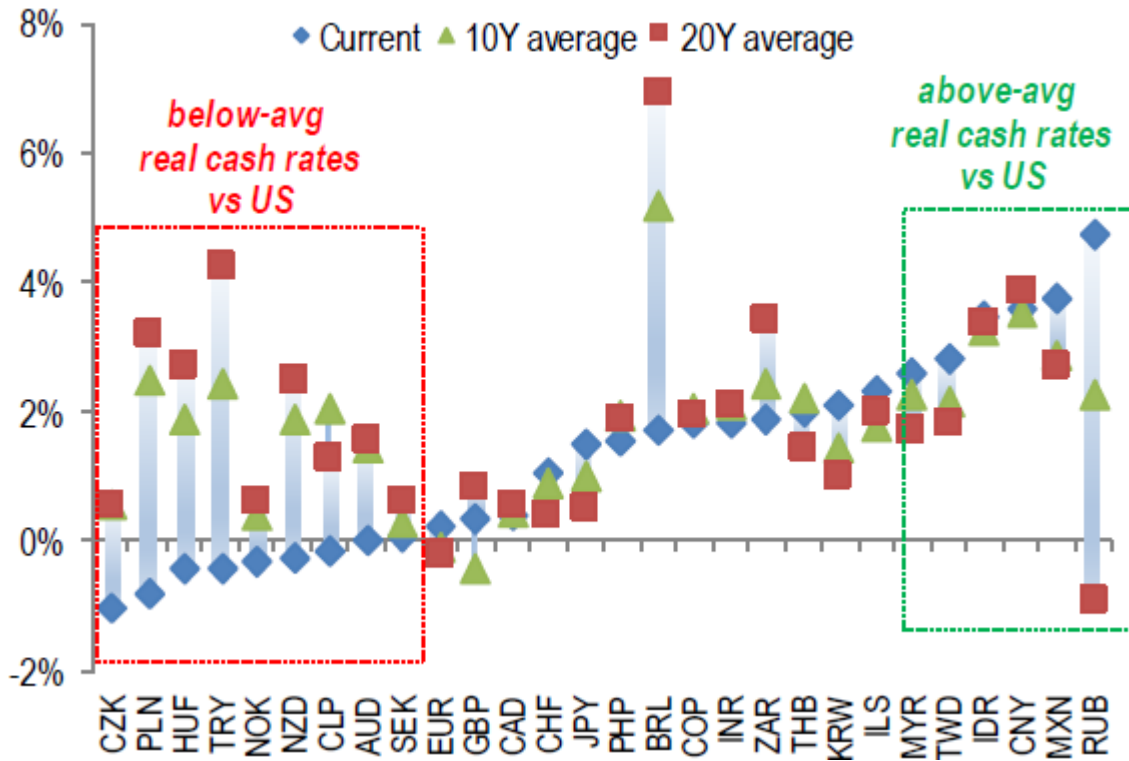
FIN DEL CICLO ALCISTA DEL DÓLAR

- Como ha ocurrido con todos los activos defensivos, la crisis ha llevado al dólar a estar caro desde diferentes puntos de vista.
- La valoración, junto con la fuerte caída del carry asociado a la divisa estadounidense y los recortes de tipos de la Fed, puede dar por finalizado el ciclo alcista del dólar, aunque mucho se recoge ya en el movimiento desde 1,05 hasta casi 1,15 frente al €.
- El carry del dólar ha caído fuertemente, medido contra cesta diversificada de divisas (DXY).
- Un dólar fuerte es uno de los principales riesgos para la recuperación.

DIVISAS EMERGENTES: MEJOR ESTAR LARGOS PARA JUGAR EL CORTO DÓLAR



Valoración del Dólar



ORO:

POSITIVOS A PESAR DE ESTAR EN MÁXIMOS



3T20- Rebote o Rebote

ORO



Fuente: Bloomberg

- A pesar de las fuertes subidas y de estar cerca de su precio máximo histórico, sigue habiendo valor en el oro.
- Los principales argumentos positivos son hoy más válidos que hace unos meses:
 - Tipos reales bajos durante mucho tiempo.
 - Políticas fiscales expansivas que incrementan los déficits de gubernamentales.
 - Políticas monetarias ultra expansivas que deberían pesar en el valor de las divisas.
- Si bien no esperamos inflación, existe ese riesgo de cola y el oro sería una buena protección.

OTROS ACTIVOS: RESUMEN POSICIONAMIENTO



3T20- Rebote o Rebrote

- **POSITIVOS EN ORO Y NEUTRALES EN PETRÓLEO**

ORO: Como activo diversificador de posiciones en renta variable favorecido por tipos reales bajos y políticas monetarias ultra expansivas

PETRÓLEO: tras la fuerte volatilidad experimentada, esperamos cierta estabilidad en el precio del petróleo, con inventarios en niveles altos y oferta en niveles altos, pero con recuperación de la demanda

DIVISAS

- **NEGATIVOS CON EL DÓLAR**

- PERO NO TANTO FRENTE AL **EURO**
- NOS GUSTAN LAS **DIVISAS EMERGENTES**



9.

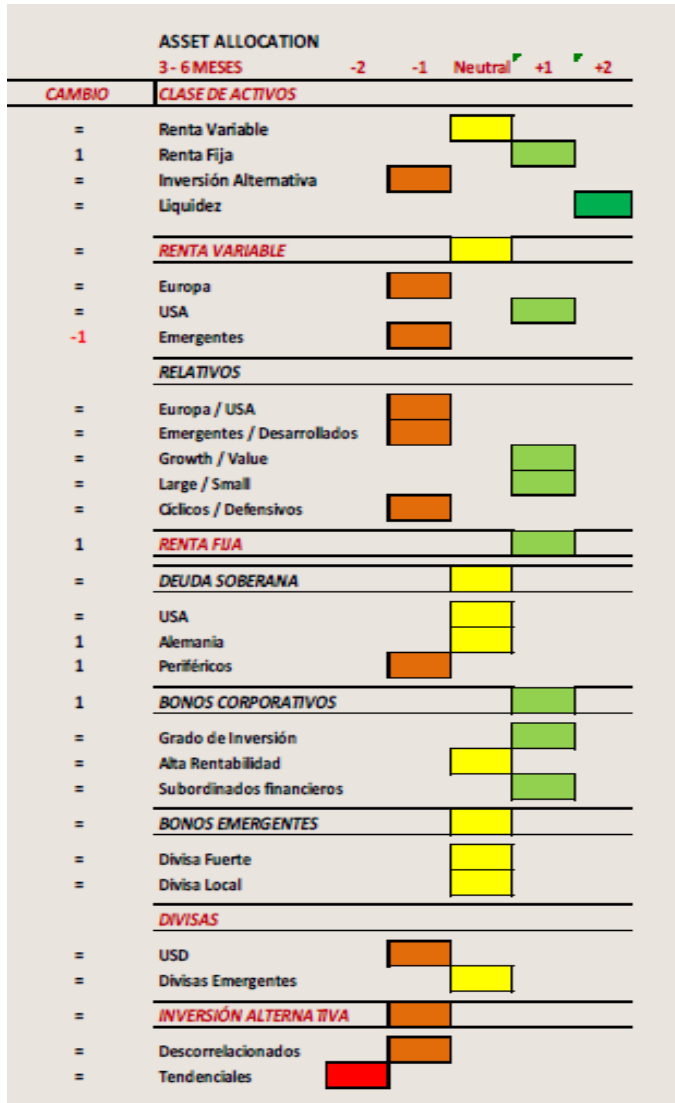
RESUMEN
POSICIONAMIENTO

POSICIONAMIENTO

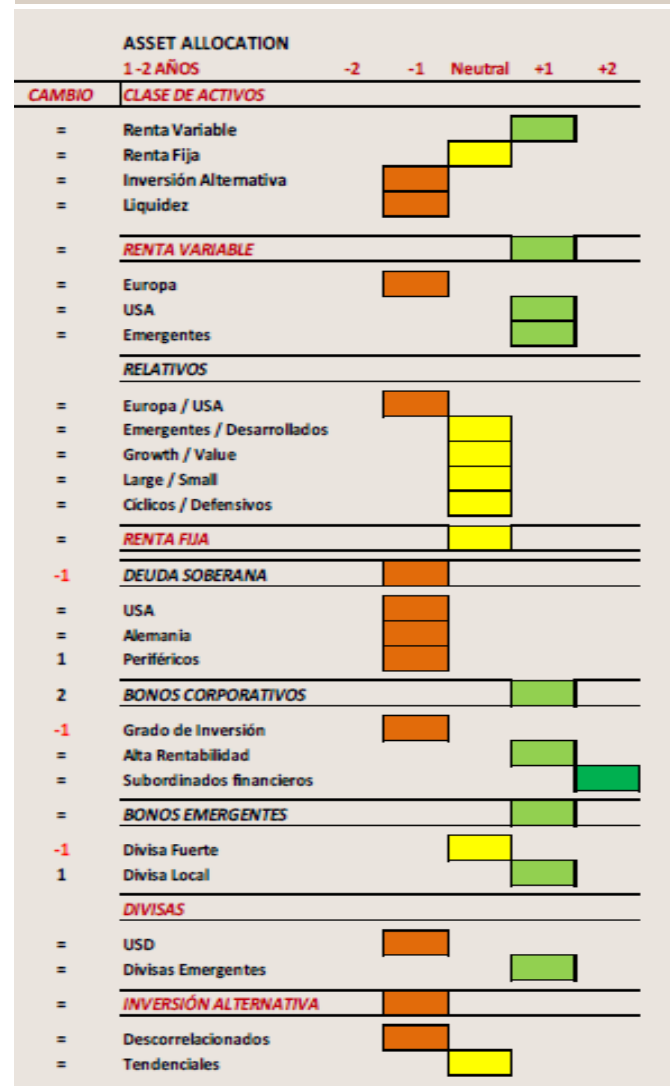


3T20- Rebote o Rebrote

ASSET ALLOCATION TÁCTICO



ASSET ALLOCATION ESTRATÉGICO



CAMBIO	
-3	Tres escalones hacia abajo
-2	Dos escalones hacia abajo
-1	Un escalón hacia abajo
=	Sin Cambio
1	Un escalón hacia arriba
2	Dos escalones hacia arriba
3	Tres escalones hacia arriba

	Muy Infrponderado
	Infrponderar
	Mantener
	Sobponderar
	Muy Sobponderado

AVISO LEGAL

- I. El presente documento contiene exclusivamente información relativa a cifras y hechos del mercado.
- II. La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros. No contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero u otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones.
- III. Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de A&G.





EFG International

Somos
Banqueros
Privados

ayg.es
efginternational.com

BARCELONA

Avda. Diagonal, 640
08028 Barcelona
93 342 44 03

MADRID

Pº de la Castellana, 92
28046 Madrid
91 590 21 21

LEÓN

Ordoño II, 9, 1ªB
24001 León
91 088 60 53

LOGROÑO

C/ Muro de la Mata 5 4ºD
26001 Logroño
91 590 21 21

LUXEMBURGO

56, Gran Rue, 4th Floor
L-1660 Luxemburgo
(352) 26454398

SANTANDER

Castelar, 7
39004 Santander
94 221 63 90

SEVILLA

Avda. de la Palmera, 27 y
29
41013 Sevilla
91 590 21 21

VALENCIA

Conde de Salvatierra, 9
46004 Valencia
96 091 57 44

VALLADOLID

Santiago, 29
47001 Valladolid
98 336 31 34