

renta4banco

Visión de Mercado

Julio 2014

CLAVES (1)

El BCE sigue ganando tiempo para que se recuperen el ciclo económico y los resultados empresariales...

BCE 5-junio (y reiterado 3-julio): agota medidas convencionales y anuncia medidas no convencionales (LTRO condicionado a la concesión de crédito), mostrándose **dispuesto a adoptar más estímulos en caso necesario** (en estudio compras de ABS, posible QE a futuro). **Claves a vigilar: recuperación del ciclo económico. presiones deflacionistas, Euro.**

...aunque se empieza a cuestionar la aceleración del ciclo económico en 2T14 en la Eurozona (lastre principal: Francia). **En positivo, aceleración en Estados Unidos y Emergentes.**

Distintos ciclos económicos se traducen en distintos ciclos de política monetaria. Normalización progresiva en Reino Unido y Estados Unidos, continuidad de expansión en Eurozona y Japón.

- Banco de Inglaterra será el primero en subir tipos (¿fin 2014?)
- FED finalizará QE el 29-octubre, podría empezar a subir tipos en primavera 2015 de forma ordenada
- BCE y Banco Japón mantendrán políticas expansivas para estimular crecimiento económico e inflación

Mercados: exceso de complacencia hace que cualquier factor (BES portugués) se utilice como "excusa" para tomar beneficios. La intensidad de la toma de beneficios dependerá de la temporada de resultados 2T14 con sus guías para próximos trimestres: ¿"profit warnings" (más caídas en bolsa) o confirmación de la aceleración esperada para 2S14 (rebote)?

CLAVES (2)

En cualquier caso, **y en el entorno de mayor represión financiera propiciada por el BCE, cobran mayor relevancia las VALORACIONES RELATIVAS.**

Hay que mirar a las bolsas no en base a valoraciones absolutas (múltiplos ajustados), sino **en función de las (“inexistentes”) alternativas de inversión si se quiere obtener una rentabilidad razonable**, y a la espera de que se confirme la recuperación de los beneficios empresariales.

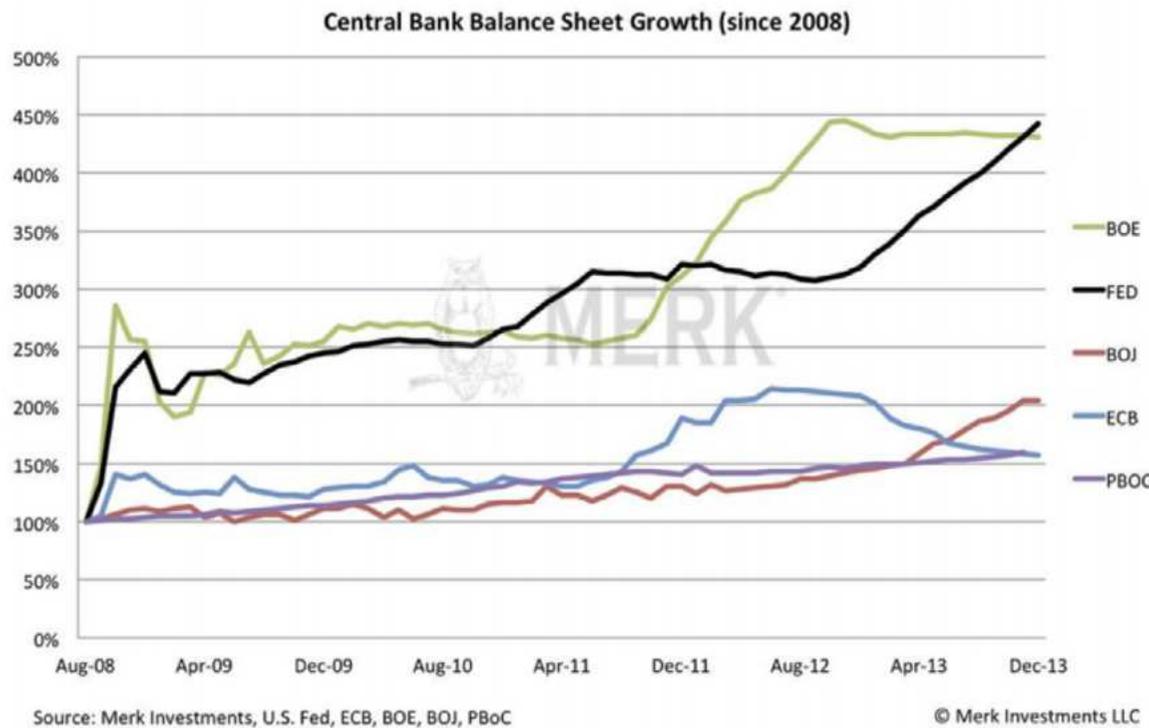
A corto plazo, tomas de beneficios en las bolsas (limitadas por el apoyo del BCE)

Catalizadores de las correcciones: **cuestionamiento de la recuperación económica, incremento de riesgo soberano por temas puntuales (BES portugués)**, punto de inflexión en política monetaria (**BoE, FED**), tensiones geopolíticas (**Irak, Ucrania**)

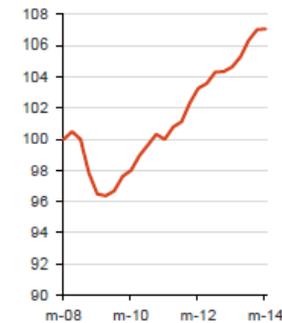
A MEDIO PLAZO, SIGUE EXISTIENDO RECORRIDO EN LAS BOLSAS:

- **la liquidez seguirá apoyando.** ¿Más estímulos **del BCE**? En función de niveles de inflación y Euro
- sin embargo, **la sostenibilidad y recorrido adicional de las bolsas dependerán de que los beneficios empresariales tomen el relevo a la liquidez de los bancos centrales.** En función de ciclo económico y depreciación del Euro

Macro: la recuperación sigue adelante. Heterogeneidad en función del activismo de sus bancos centrales

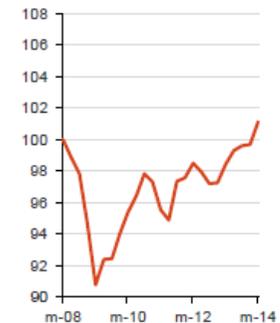


PIB EEUU



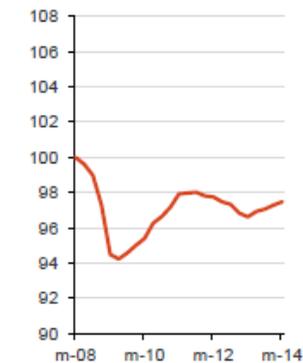
La recuperación gana pulso. Retirada de estímulos monetarios

PIB Japón



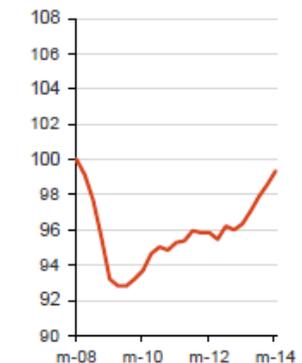
Impulso al crecimiento con la nueva política económica

PIB Eurozona



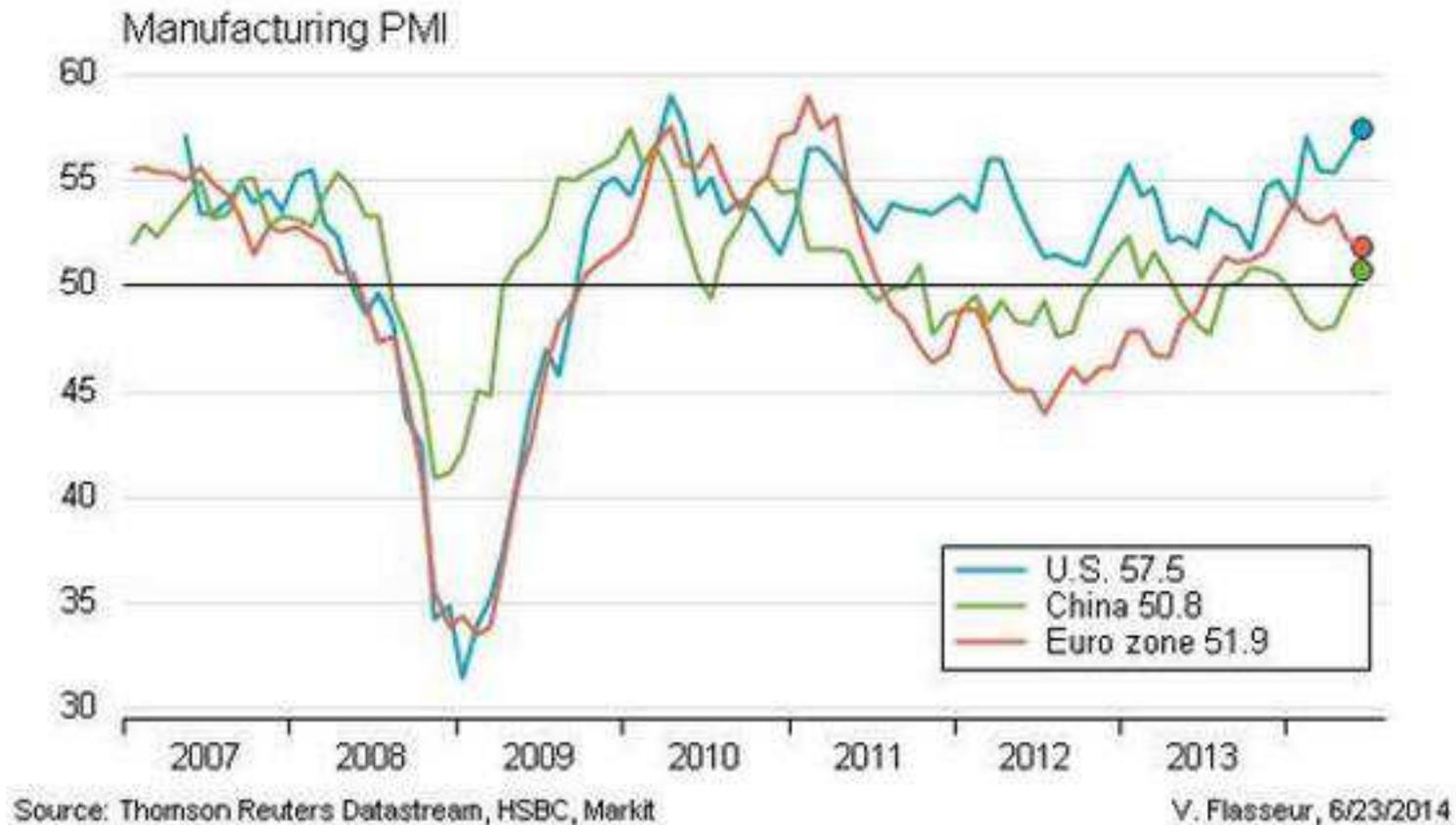
Recuperación vulnerable. Riesgo de "japonización"

PIB Reino Unido



El consumo y la actividad inmobiliaria, motores de la recuperación

A corto plazo, aceleración en Estados Unidos y Emergentes, ralentización en Eurozona

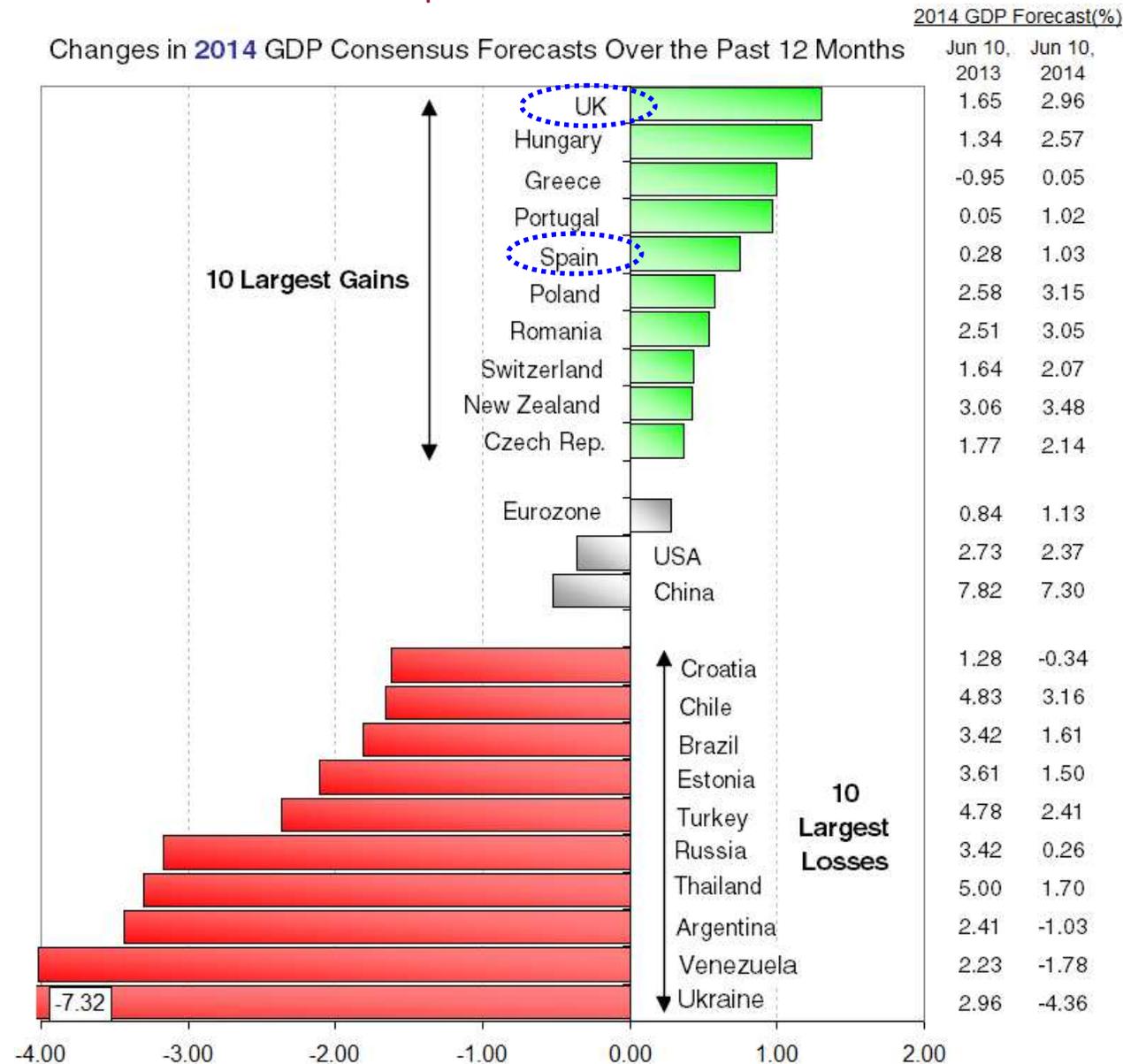


De cara al resto de 2014 y para 2015, aceleración del crecimiento económico

Previsiones de crecimiento económico

			Añi		FMI		CE	
	2012	2013	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Mundo	2,7%	2,6%	3,3%	3,4%	3,6%	3,9%	3,5%	3,8%
Desarrolladas	1,4%	1,3%	2,2%	2,3%	2,2%	2,3%	n.d	n.d
EEUU	2,8%	1,9%	2,5%	3,3%	2,8%	3,0%	2,8%	3,2%
Área euro	-0,6%	-0,4%	1,0%	1,3%	1,2%	1,5%	1,2%	1,7%
Alemania	0,9%	0,5%	2,1%	1,5%	1,7%	1,6%	1,8%	2,0%
Francia	0,4%	0,4%	0,7%	1,2%	1,0%	1,5%	1,0%	1,5%
Italia	-2,4%	-1,8%	0,2%	0,9%	0,6%	1,1%	0,6%	1,2%
España	-1,7%	-1,2%	1,0%	1,3%	0,9%	1,0%	1,1%	2,1%
Japón	1,4%	1,5%	2,0%	0,8%	1,4%	1,0%	1,5%	1,3%
Reino Unido	0,3%	1,7%	2,9%	2,4%	2,9%	2,5%	2,7%	2,5%
Emergentes	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	4,9%	5,3%	n.d	n.d
Brasil	0,9%	2,3%	2,0%	3,1%	1,8%	2,7%	n.d	n.d
México	3,6%	1,1%	2,8%	3,8%	3,0%	3,5%	n.d	n.d
Rusia	3,4%	1,1%	1,1%	2,5%	1,3%	2,3%	1,0%	2,0%
India	3,2%	4,6%	5,4%	5,5%	5,4%	6,4%	n.d	n.d
China	7,7%	7,7%	7,4%	7,0%	7,5%	7,3%	7,2%	7,0%

Disparidad en la evolución de las previsiones de crecimiento del PIB



Crecimiento inferior al potencial por la necesidad de seguir reduciendo deuda.
Vulnerabilidad financiera

Table 1.1.1. Indebtedness and Leverage in Selected Advanced Economies
(Percent of 2013 GDP, unless noted otherwise)

	Canada	Japan	United Kingdom	United States	Euro area	Belgium	France	Germany	Greece	Ireland	Italy	Portugal	Spain
Government													
Gross debt	89	243	90	105	95	100	94	78	174	123	133	129	94
Net debt	39	134	83	81	72	82	88	55	168	100	111	118	60
Primary balance	-2.6	-7.6	-4.5	-4.1	-0.4	0.4	-2.2	1.7	1.5	-3.4	2.0	-0.7	-4.2
Household liabilities													
Gross financial ¹	94	73	95	81	71	58	68	58	71	109	56	98	84
Net financial	-155	-261	-195	-292	-137	-217	-140	-126	-74	-91	-181	-138	-90
Nonfinancial corporates²													
Gross debt ²	47	78	73	54	68	...	68	43	55	115	78	118	99
Debt to equity (%)	54	69	50	48	47	...	31	55	130	...	87	67	64
Financial institutions													
Gross debt ⁴	51	196	242	83	153	101	165	95	24	699	105	45	109
Bank capital to assets (%) ⁵	5.0	5.5	5.0	12.0	...	6.2	5.2	5.2	7.3	7.3	5.5	6.9	5.7
External liabilities													
Gross ⁶	146	88	597	158	208	439	322	209	240	2,060	157	294	233
Net ⁷	4	-64	-6	25	13	-46	21	-46	117	108	29	117	98
Current account balance	-3.2	0.7	-3.3	-2.3	2.3	-1.7	-1.6	7.5	0.7	6.6	0.8	0.5	0.7

El exceso de deuda fue el causante de la crisis...5 años después, no se ha solucionado

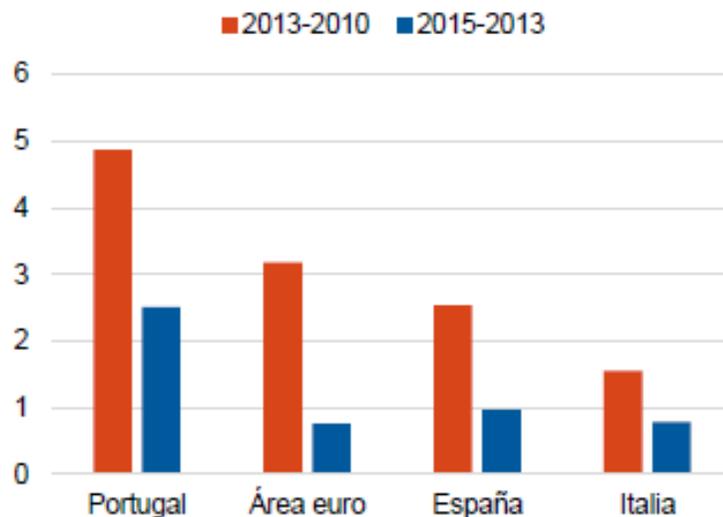
**Deuda pública y privada total como porcentaje del PIB de los principales países
(2008 vs 2013)**

País	2008	2013
Japón	605%	657%
EE.UU.	357%	346%
Australia	325%	326%
Eurozona	413%	463%
Reino Unido	501%	544%
Canadá	244%	286%
China	320%	420%
Media ponderada	403%	435%

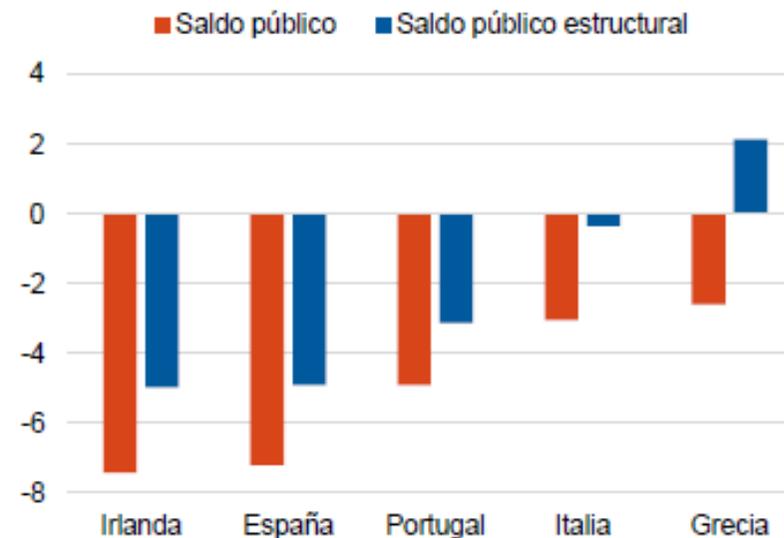
Fuente: bancos centrales

Ajuste fiscal menos intenso favorece la recuperación, pero lejos del equilibrio presupuestario

Reducción del déficit público en dos periodos (2015-2013: previsiones de la Comisión Europea; en % del PIB)



Saldo público de la periferia del euro (% del PIB)



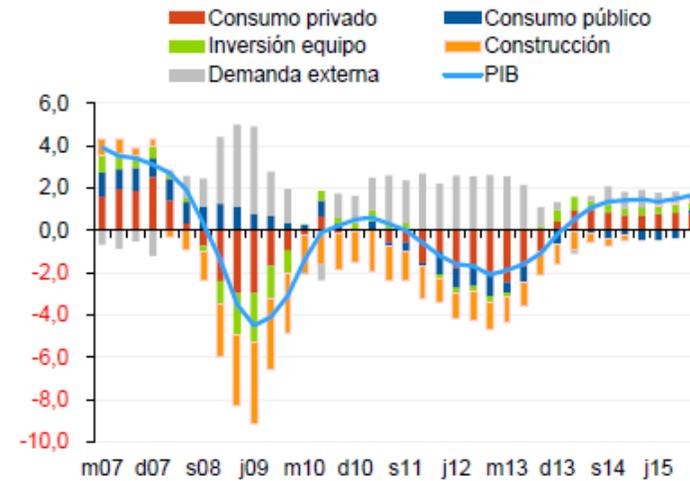
España: la recuperación avanza...

Cuadro macro de España

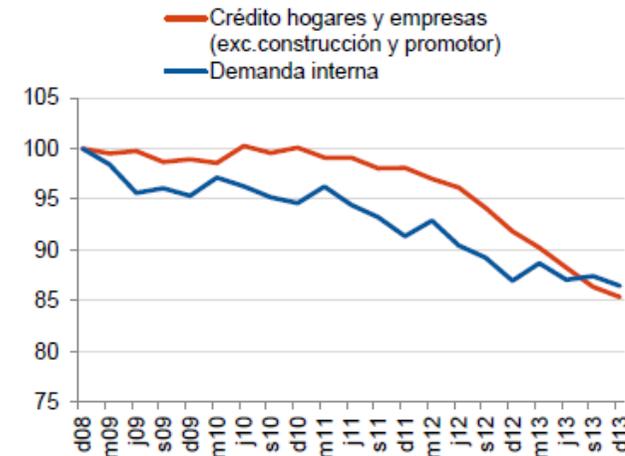
tasa anual (%)	2012	2013	2014	2015
PIB	-1,7	-1,2	1,1	1,5
Consumo Final	-3,3	-2,1	0,8	0,6
Hogares	-2,8	-2,1	1,5	1,3
AA.PP.	-4,8	-2,3	-1,1	-1,4
FBCF	-7,0	-5,0	0,1	2,7
Bienes de equipo	-3,9	2,4	7,7	5,8
Construcción	-9,7	-9,6	-4,6	0,8
Demanda nacional (1)	-4,1	-2,7	0,7	1,0
Exportaciones	2,1	4,9	4,8	6,1
Importaciones	-5,7	0,4	3,9	5,0
Demanda externa (1)	2,5	1,5	0,4	0,5
Empleo (EPA)	-4,5	-3,1	0,8	1,2
Tasa de paro (EPA), %	25,0	26,1	25,0	24,2
Cap./nec.financ.exterior (% PIB)	-0,6	1,5	1,5	1,8

(1) Aportación al crecimiento del PIB

Contribución a la evolución interanual del PIB de España (%). Previsiones Afi 2014-15

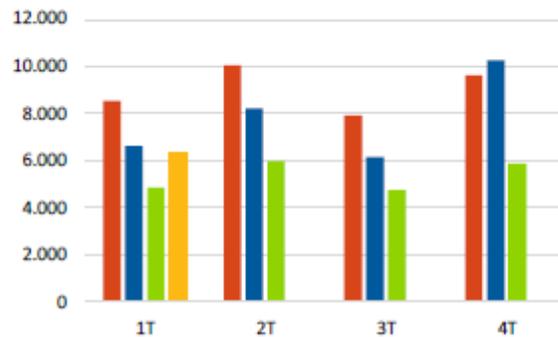


Corrección acumulada del crédito bancario al sector privado y de la demanda doméstica de España

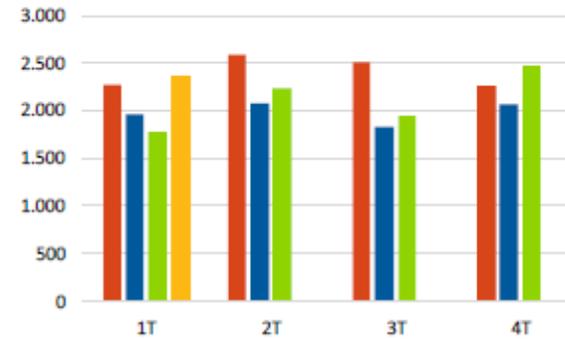


...con el crédito mostrando una incipiente mejora

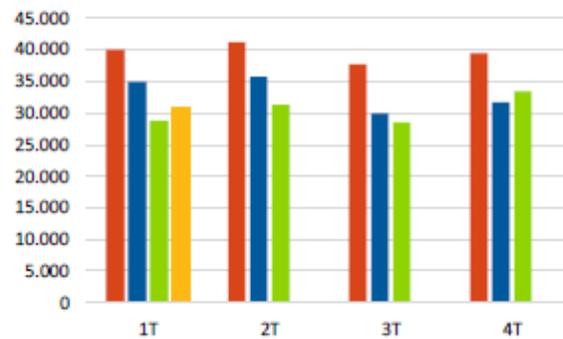
Hogares: vivienda (millones de euros)



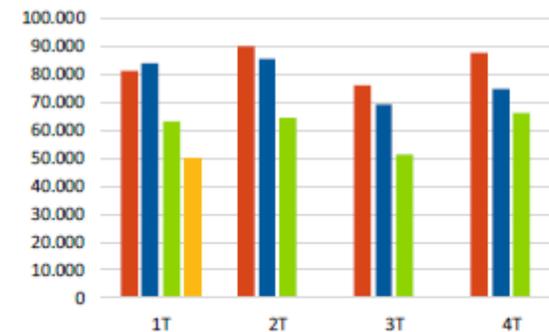
Hogares: consumo (millones de euros)



Empresas: hasta 1 millón de euros (millones de euros)



Empresas: más de 1 millón de euros (millones de euros)

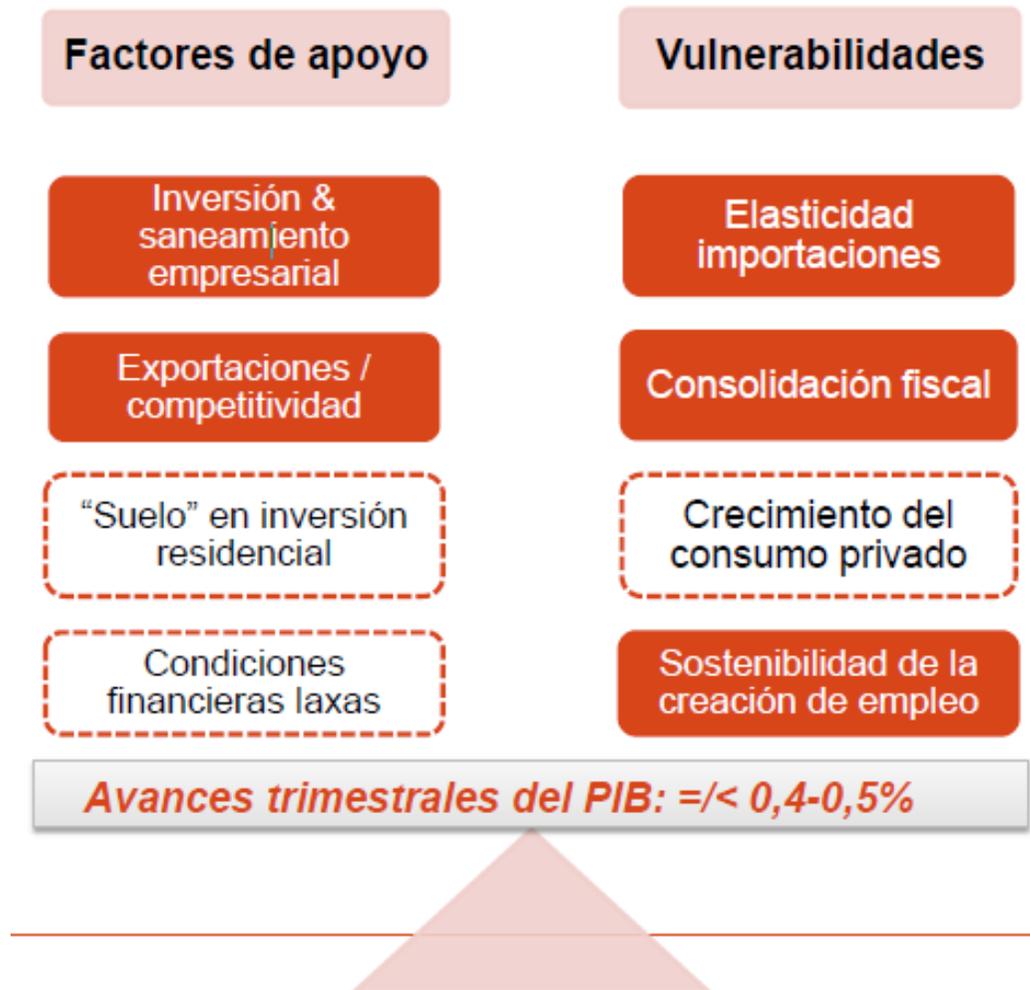


(*) Incluye nuevo crédito y operaciones de refinanciación.

■ 2011 ■ 2012 ■ 2013 ■ 2014

Aunque el problema no es de liquidez, sino de capital

La balanza de la recuperación a corto plazo...



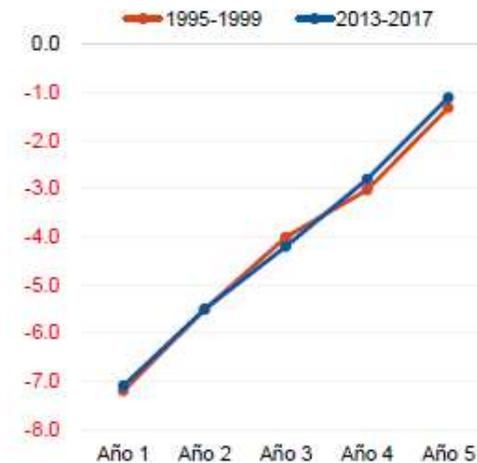
...¿pero sostenible a medio plazo?
objetivos de déficit difíciles de cumplir

renta4banco

Similar reducción del déficit



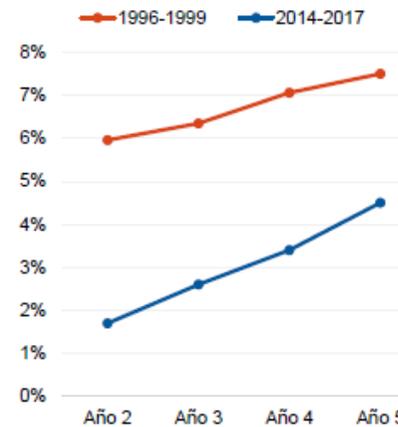
Déficit público (% del PIB)



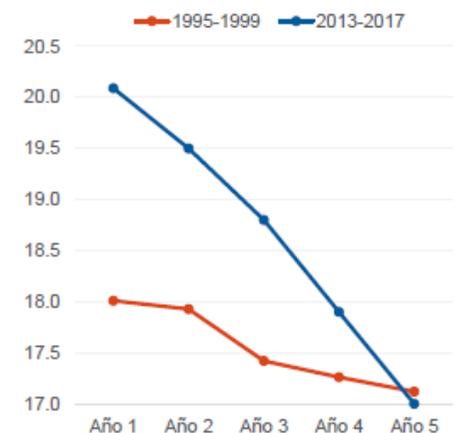
Menor crecimiento nominal

Recortes de gasto más agresivos

PIB nominal (variación anual)



Consumo público (% del PIB)



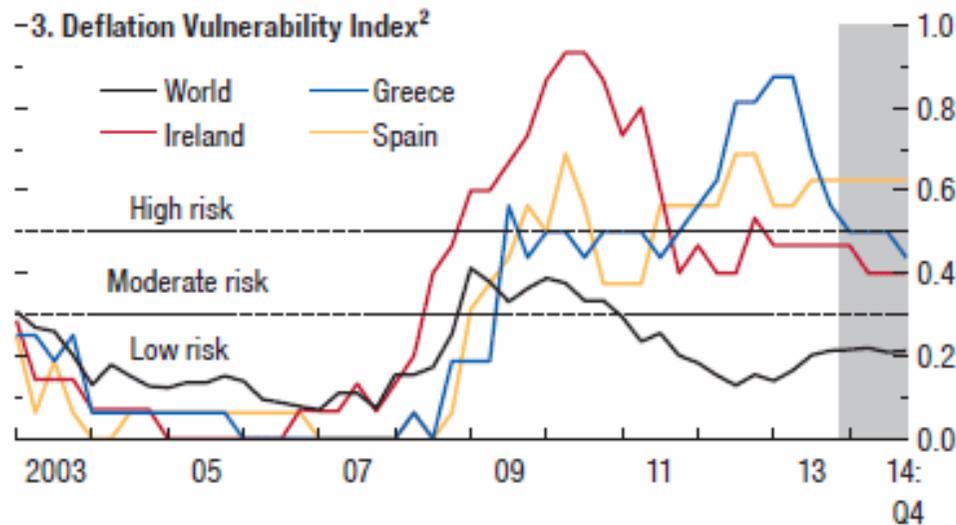
Cuentas públicas de España. Objetivos de déficit 2014-17

% del PIB	2013	2014	2015	2016	2017
Administración Central	-4,3	-3,5	-2,9	-2,2	-1,1
Seguridad Social	-1,2	-1,0	-0,6	-0,3	0,0
CCAA	-1,5	-1,0	-0,7	-0,3	0,0
CCLL	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Total AAPP	-6,6	-5,5	-4,2	-2,8	-1,1
Gastos	44,4	44,0	43,0	41,7	40,1
Ingresos	37,8	38,5	38,8	38,9	39,0
Deuda pública	93,9	99,5	101,7	101,5	98,5

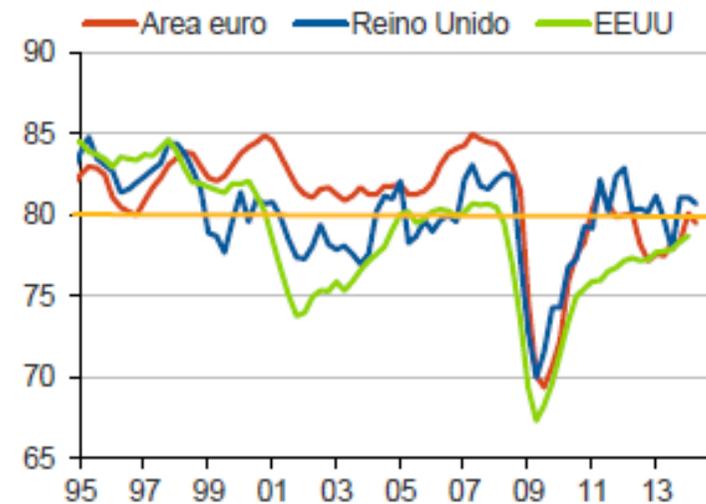
Crecimiento global por debajo del potencial.

No hay presiones inflacionistas...incluso hay riesgo deflacionistas en la Eurozona

Índice de riesgo de deflación global y de países de la periferia del euro



Utilización de la capacidad productiva de las principales economías (%)



Banco de Inglaterra será el primero en normalizar su política monetaria

Tensionamiento de política monetaria totalmente justificado:

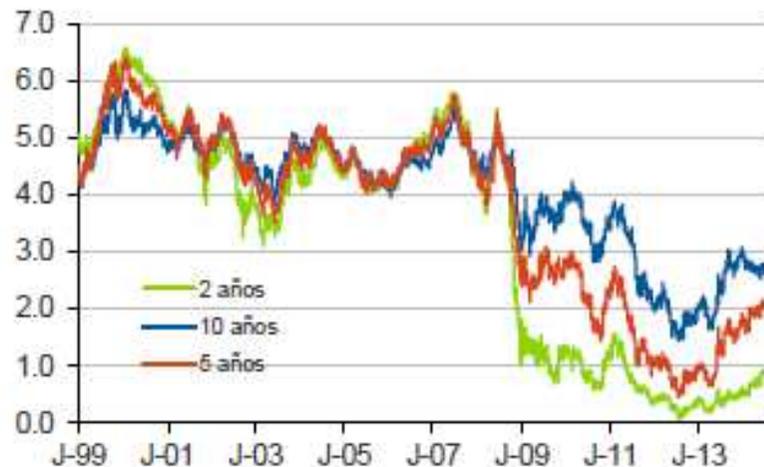
Media de previsiones Independientes (2014-15)			
	2013	2014	2015

PIB	1,7	2,9	2,5
Consumo privado	2,2	2,4	2,4
Consumo público	0,7	1,0	0,1
Inversión	-0,6	7,8	6,5
Exportaciones	1,0	3,2	4,5
Importaciones	0,5	3,1	4,2
Inflación	2,6*	1,9	2,1
Tasa de paro		6,5	6,0

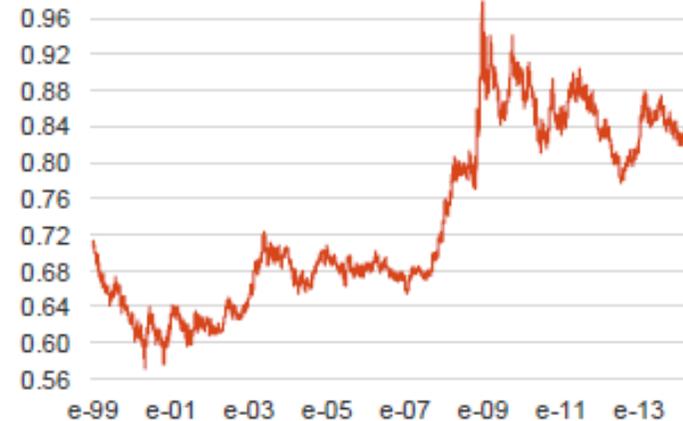
Evolución de los precios de la vivienda:
Londres y resto de Reino Unido (100 = 1T94)



El mercado ya adelanta la primera subida de tipos: suben TIRES y la libra se aprecia



Evolución de GBP/EUR



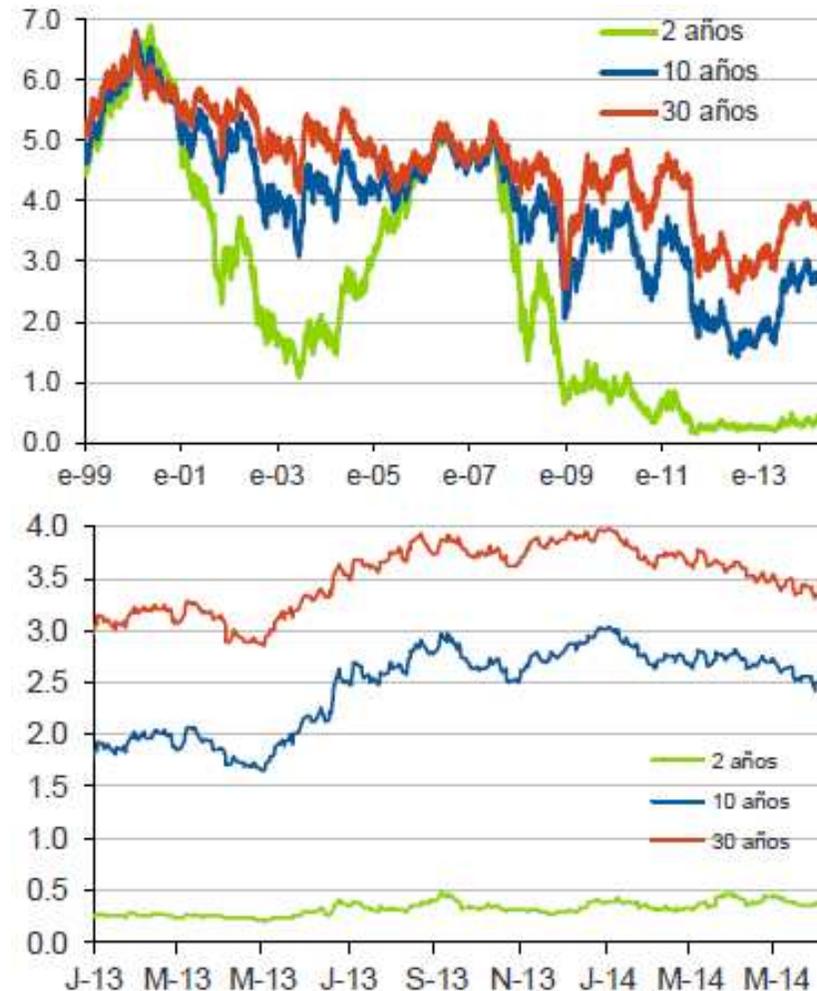
La Fed continuará con el "tapering" y la curva del USD sigue estable...

QE y tapering

Fecha	Compra mensual	Variación
Hasta DIC.13	85,000	
18.DIC.13	75,000	- 10,000
29.ENE.14	65,000	- 10,000
19.MAR.14	55,000	- 10,000
30.ABR.14	45,000	- 10,000
18.JUN.14	35,000	- 10,000
30.JUL.14	25,000	- 10,000
17.SEP.14	15,000	- 10,000
29.OCT.14	-	- 15,000
17.DIC.14		

Estados Unidos: el QE3 acabará en octubre.
¿Primera subida de tipos de intervención en abril-
mayo 2015?

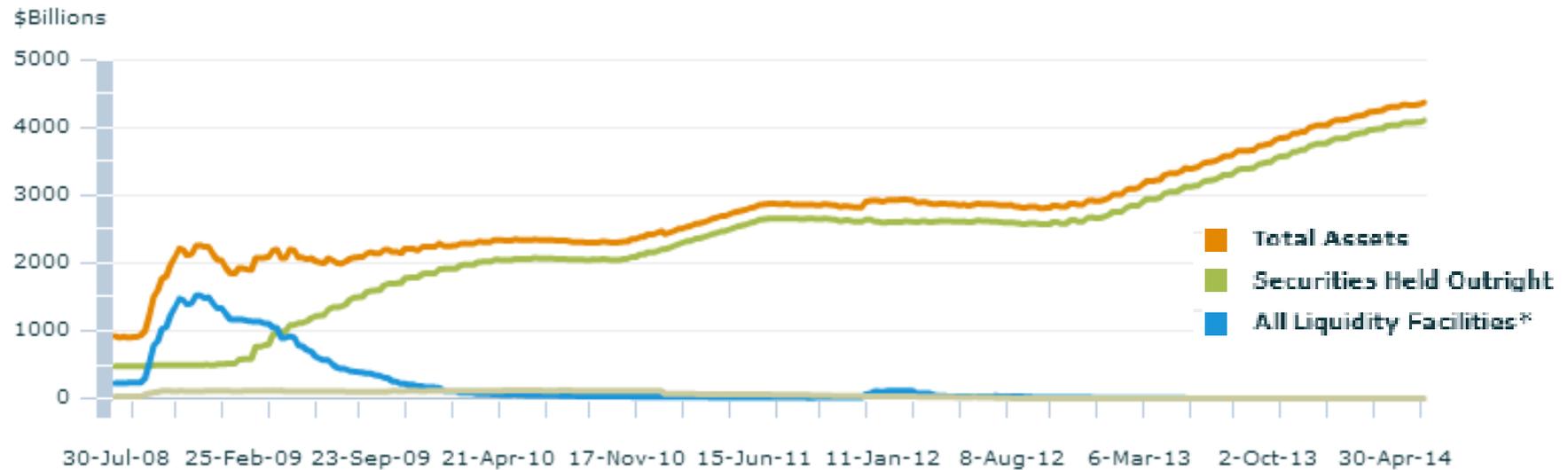
Evolución de la curva del USD



...aunque debería repuntar en el medio plazo

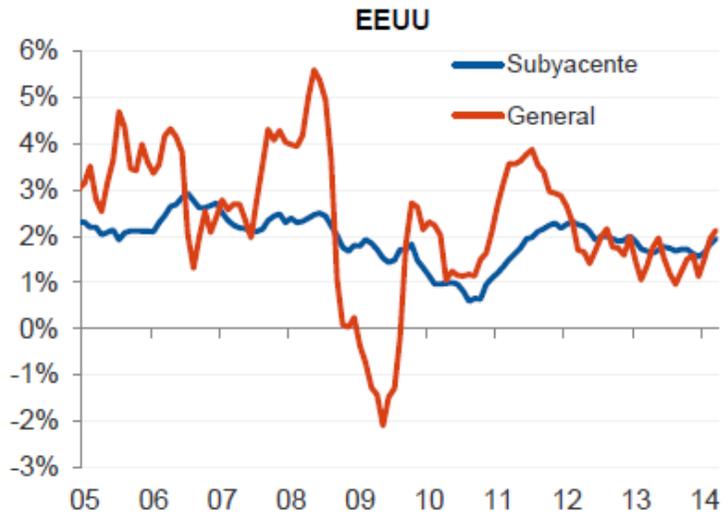
Esperamos repunte de TIRes (10 años) a la zona del 3% a finales de año, al concluir el QE (6 años después, tras la compra de 4 bln USD, 25% del PIB USA) e ir aproximándose el momento de la primera subida de tipos de intervención.

Balance de la FED

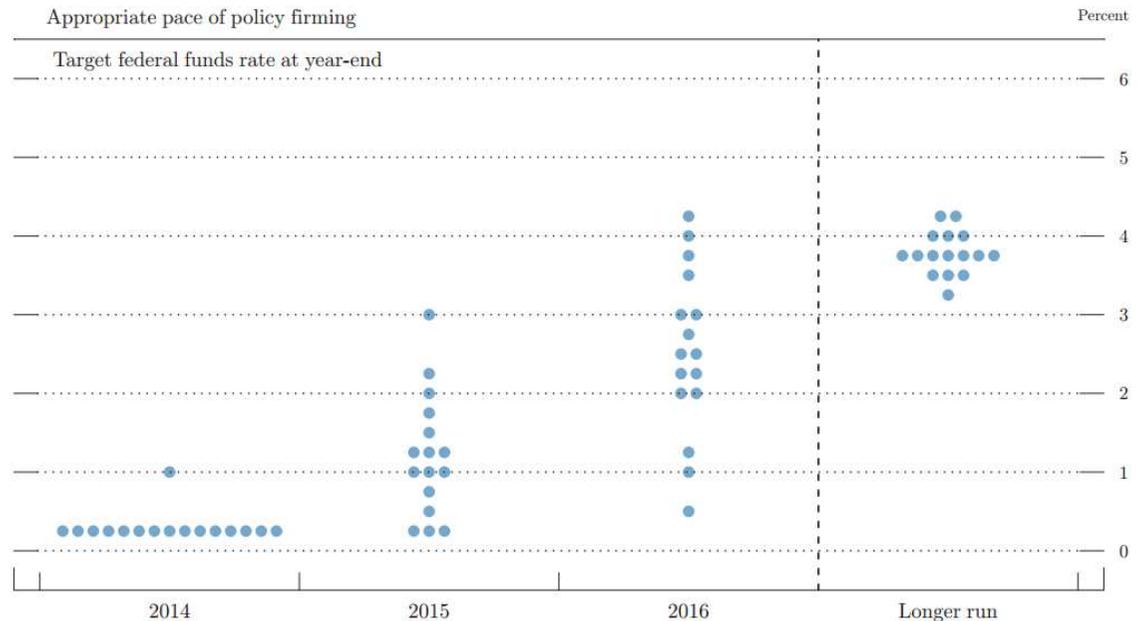


	jul.-14	sep.-14	dic.-14	mar.-15	jun.-15	sep.-15	dic.-15
Tipos a 10 años							
<i>Deuda Alemania</i>	1.22	1.35	1.50	1.69	1.90	2.06	2.22
<i>Deuda España</i>	2.70	2.70	2.75	2.84	3.00	3.11	3.27
<i>Deuda Reino Unido</i>	2.63	2.78	3.04	3.32	3.61	3.90	4.20
<i>Deuda EE.UU.</i>	2.52	2.64	2.88	3.15	3.42	3.65	3.80

Riesgo: repunte de inflación mayor de lo esperado que lleve a subida de tipos más rápidas e intensas de lo previsto (NO es escenario central)

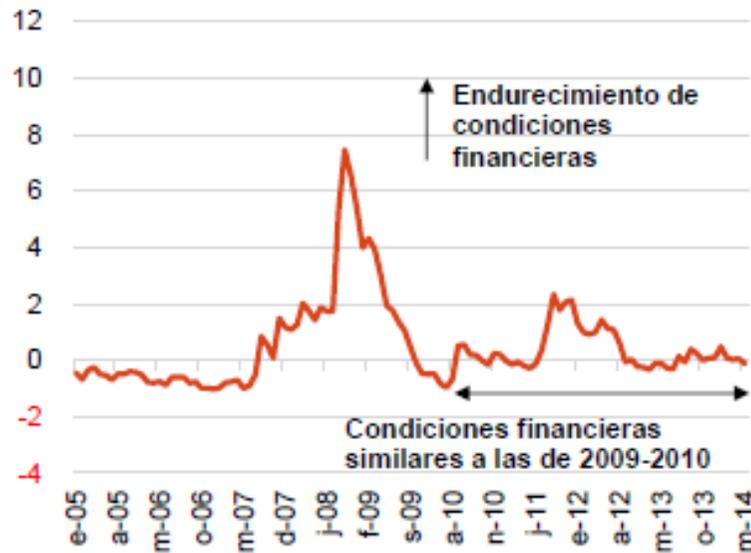


Expectativas de tipos de intervención EEUU según miembros de la FED

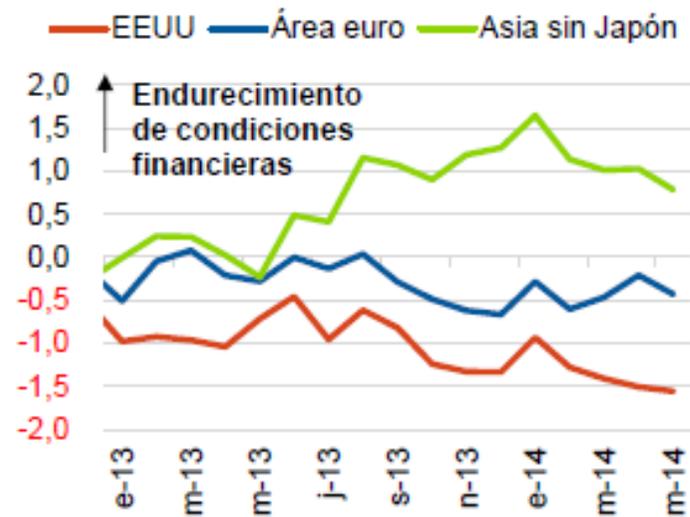


En la Eurozona, las condiciones de financiación son laxas...

Índice de condiciones financieras global*. Valores normalizados



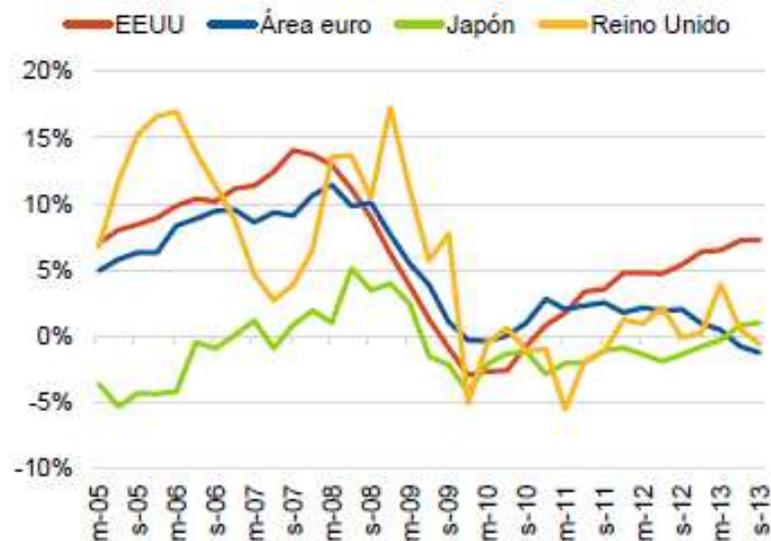
Índice de condiciones financieras en las principales regiones*. Valores normalizados



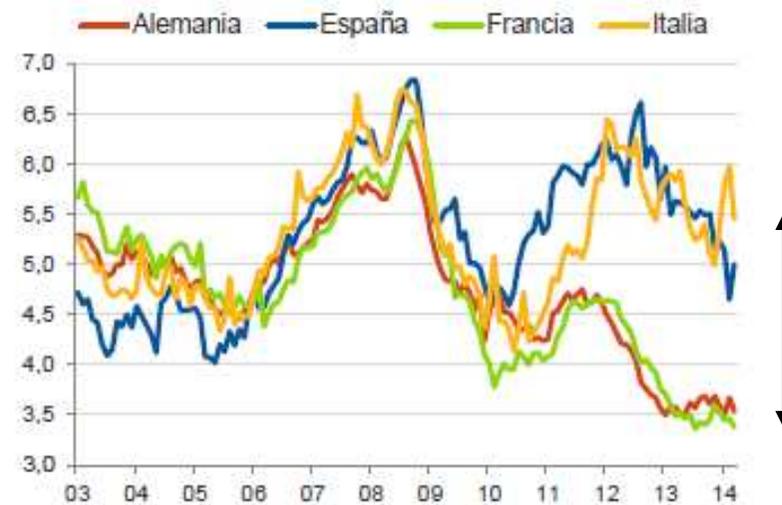
* Recogen la evolución de los tipos de interés, el tipo de cambio y las primas de riesgo que soportan los principales mercados

...pero hay problemas de transmisión de la política monetaria en Europa

Crédito a empresas no financieras de las principales economías (variaciones interanuales)



Tipos de interés bancarios aplicados a empresas no financieras del área euro (%)



A pesar de cierta mejora, sigue persistiendo una elevada fragmentación financiera

EN ESTE CONTEXTO, EL BCE SE MUESTRA MÁS ACTIVO...
Y PODRÍA HACER MÁS EN EL FUTURO

Decisiones

- Recorte del tipo *repo*: del 0,25% al 0,15%
- Rebaja de los tipos de las facilidades (la de depósito, en negativo) y la cuenta de reservas
- Extensión del *full allotment* a tipo fijo hasta diciembre de 2016 en MRO y LTRO a 3 meses
- No esterilización de las compras del SMP
(164.537 mln eur).

- Apoyo a la financiación privada
 - LTRO condicionada a la concesión de crédito a empresas o consumo con duración 4 años (Sep14-2018) "TLTRO"
 - Posible programa de compra de ABS

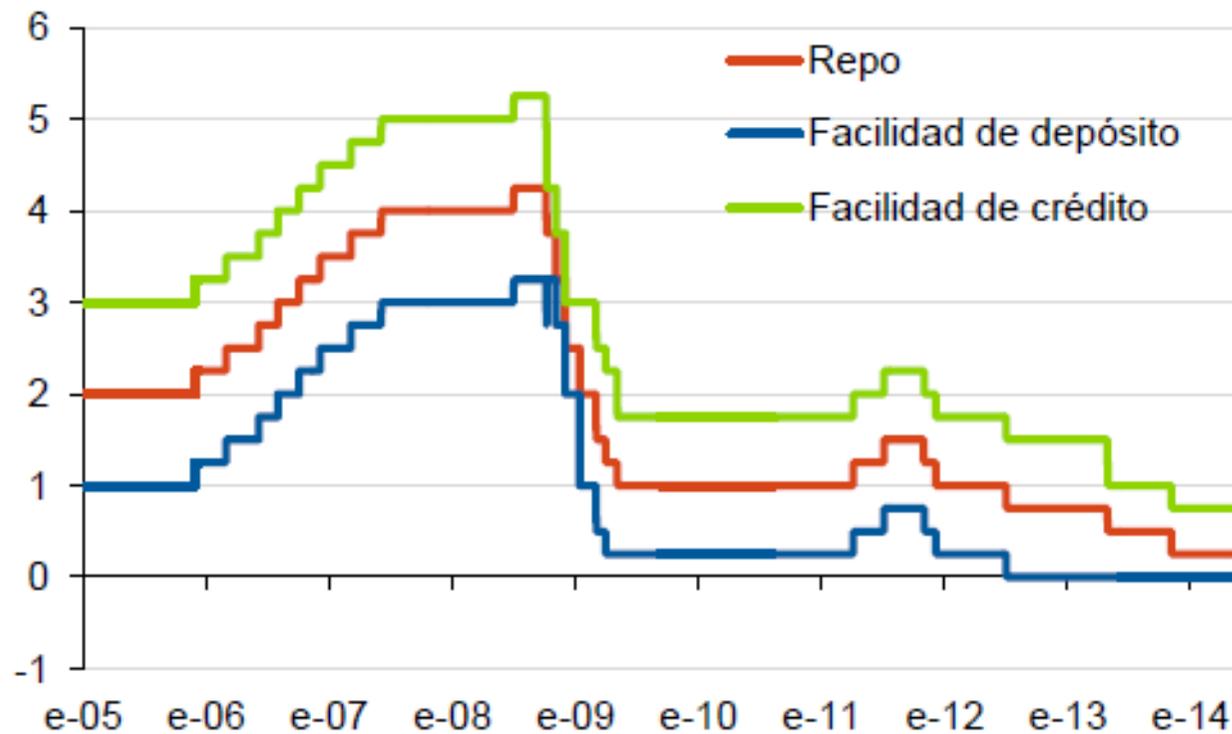
Canales de impacto

- Aumento de la liquidez a corto plazo en aproximadamente 300.000 millones €.
- Estabilización en zona de mínimos de todas las curvas monetarias y los tramos cortos soberanos.
- Recuperación progresiva de la curva alemana. Reducción contenida de los tipos de interés periféricos, tanto a corto como a largo plazo.

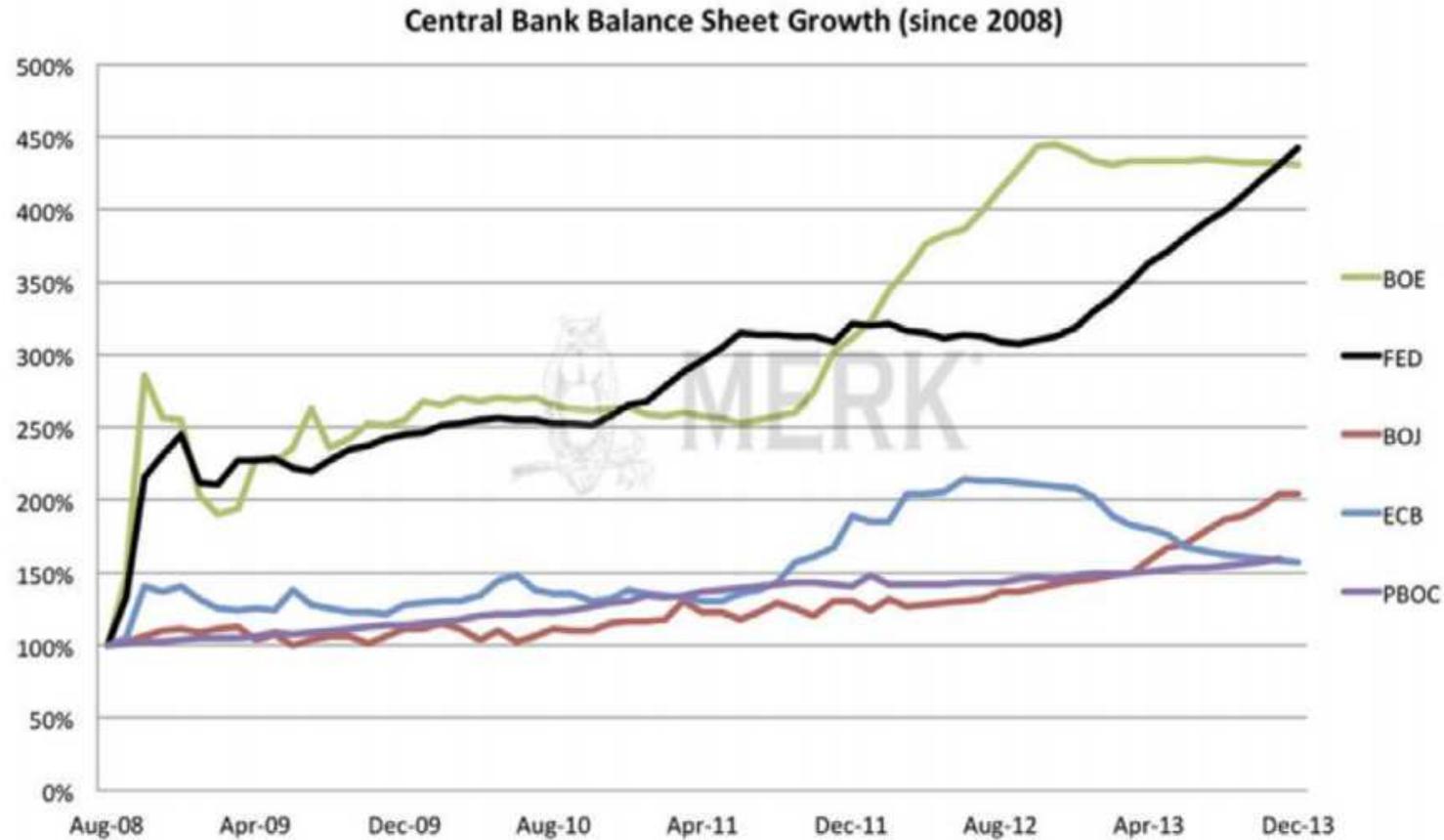
- Incentivo de los sectores bancarios a apelar a esta LTRO por abaratamiento del coste de financiación. Posible "efecto sustitución" con otras fuentes de liquidez (depósitos y emisiones mayoristas)
- Aumento o estabilidad de la nueva concesión de crédito prevista

Tras agotar las políticas monetarias más convencionales...

Evolución de los tipos de referencia del BCE (%)



...por fin el BCE parece dispuesto a acercarse a otros bancos centrales (QE)...

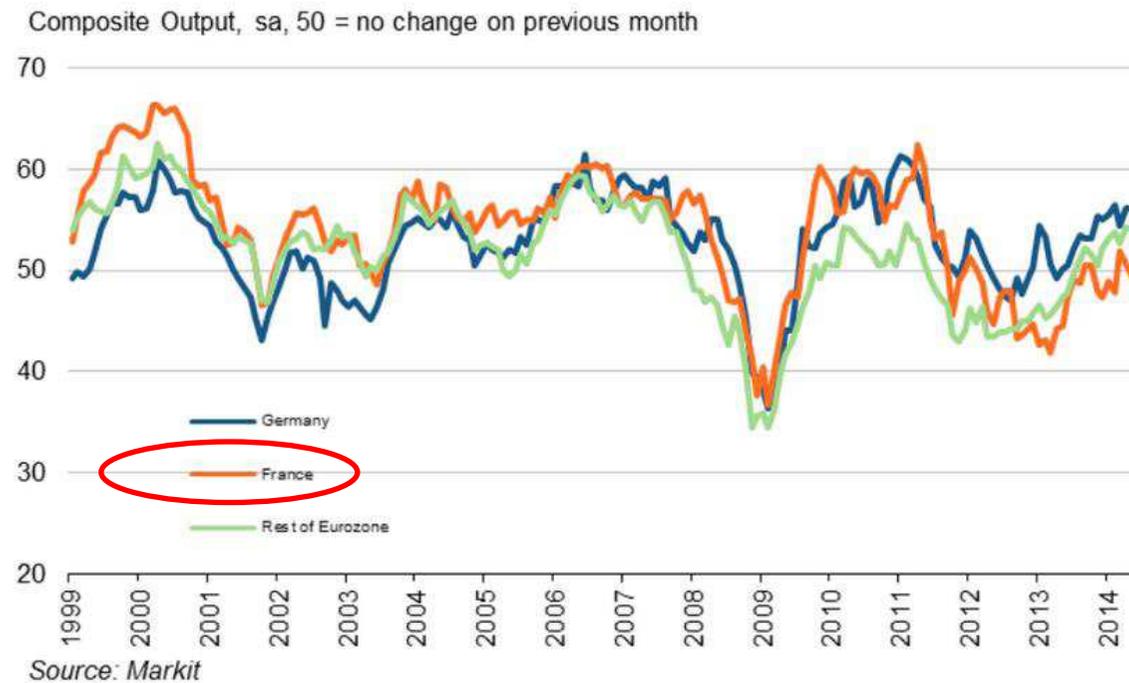


Source: Merk Investments, U.S. Fed, ECB, BOE, BOJ, PBoC

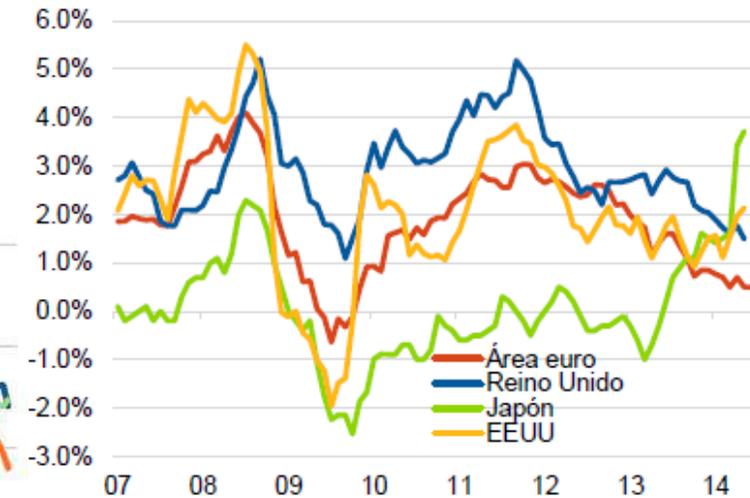
© Merk Investments LLC

...aunque sólo lo veremos si se intensifican las presiones deflacionistas y el ciclo de decepción (atención a Francia)

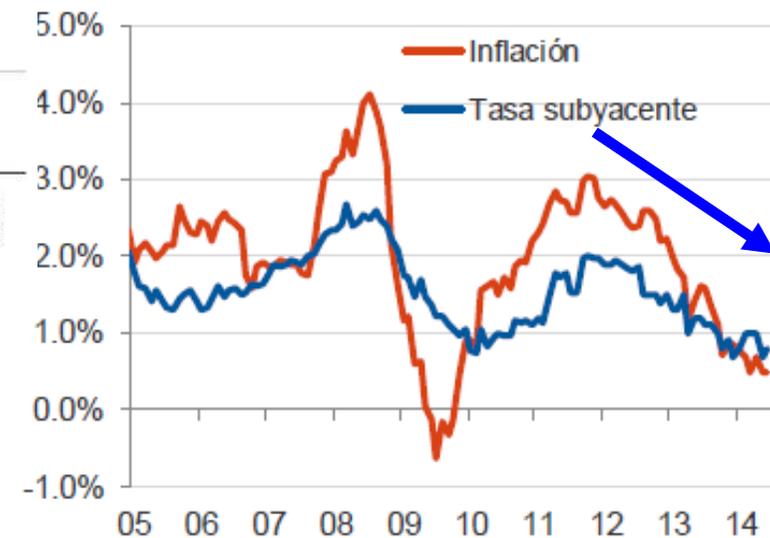
Core v. Periphery PMI Output Indices



Evolución de la inflación



UME



Bancos centrales mundiales: en ciclos distintos de política monetaria

Banco Central	Momento de Política Monetaria
FED	Moderando estímulos (<i>Tapering</i>)
BoE	Iniciando el tensionamiento (<i>Tightening</i>)
BoJ	En expansión (<i>Easing</i>)
BCE	En expansión (<i>Easing</i>)

LTRO condicionadas a la concesión de crédito: más liquidez para los bancos

- Tipo de crédito: empresarial y al consumo (excluido adquisición de vivienda)
- Plazo: 4 años
- Coste fijo: tipo de interés *repo* en cada momento + 10pb
- Referencia: cambios en crédito neto (nueva concesión – amortizaciones)
- Controles periódicos del BCE para garantizar la condicionalidad

Coste = 0,25%



Si no se demuestra incremento del crédito, devolución del TLTRO sin penalización

Impacto potencial del TLTRO en España/Europa

PRIMERA FASE (7% del crédito a abril14)

miles de millones de euros		ALE	FR	IT	ESP	PB	PT	Área Euro
Subastas	Crédito a empresa	904	863	836	605	373	97	4,331
	Resto de crédito no vivienda	446	236	239	166	41	22	1,361
	TOTAL: posición a ABR14	1,350	1,099	1,075	771	414	120	5,692
SEP14 y DIC14	TLTRO (7%)	95	77	75	54	29	8	398

SEGUNDA FASE (en función de benchmark)

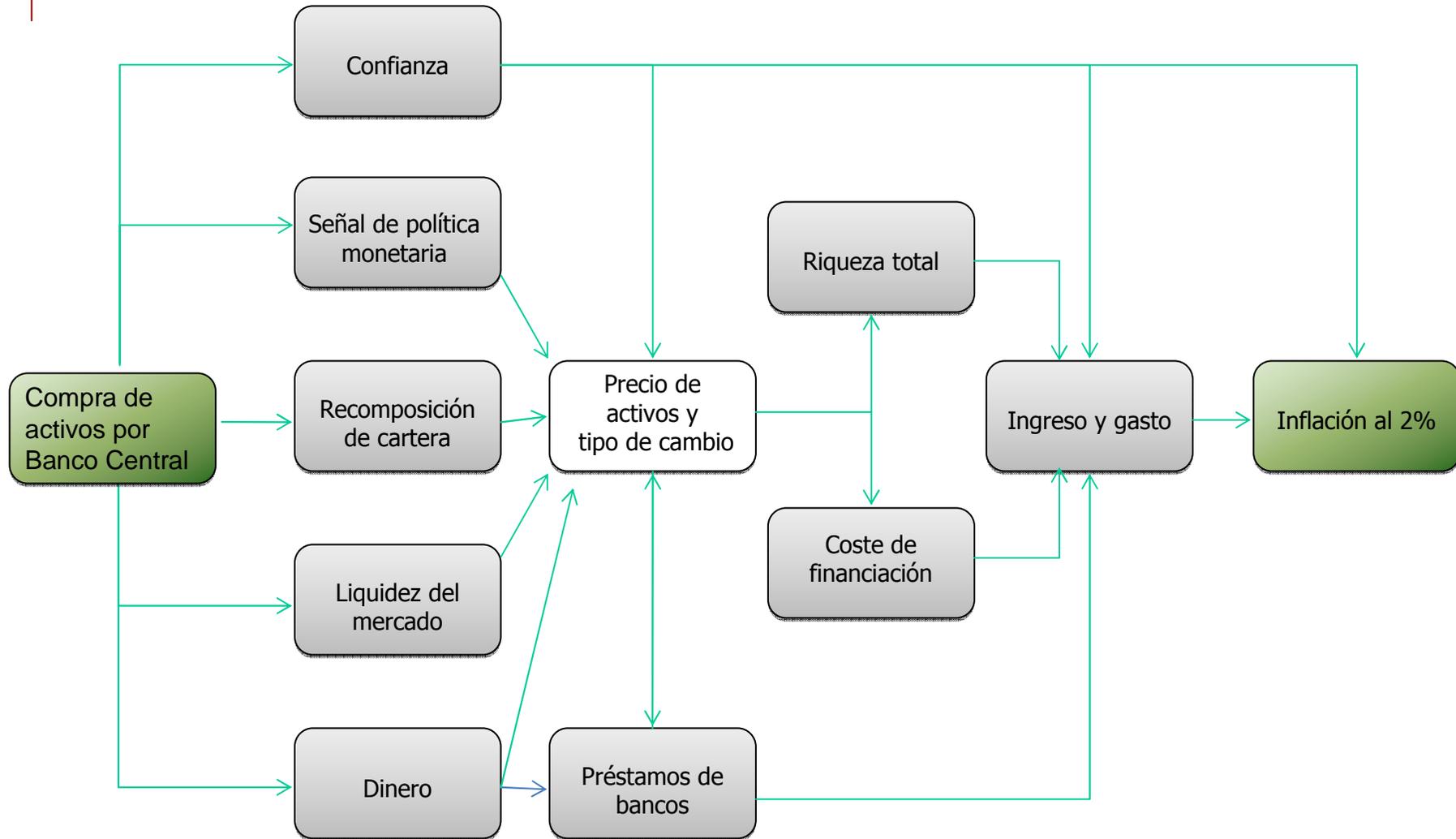
Hipótesis de variación interanual del crédito a empresas y hogares (ex-vivienda) en España e importe máximo de solicitud (miles de millones de euros) en la 2ª fase de las TLTRO

Hipótesis	Central	Optimista	Pesimista
desde mar15 hasta jun15	-7,0%	-5,0%	-10,0%
desde sep15 hasta jun16	2,0%	3,0%	-5,0%
Importe máximo de solicitud	168	236	57

En la segunda fase (subastas 2015 y 2016), las peticiones irán en función de la evolución de su préstamo neto y un benchmark que **FAVORECE A LA BANCA ESPAÑOLA, QUE SÓLO TIENEN QUE REDUCIR EL RITMO DE CAÍDA DE SU CRÉDITO.** Banca española podría pedir entre 57.000 y 236.000 mln eur adicionales en las subastas 2015 y 2016.

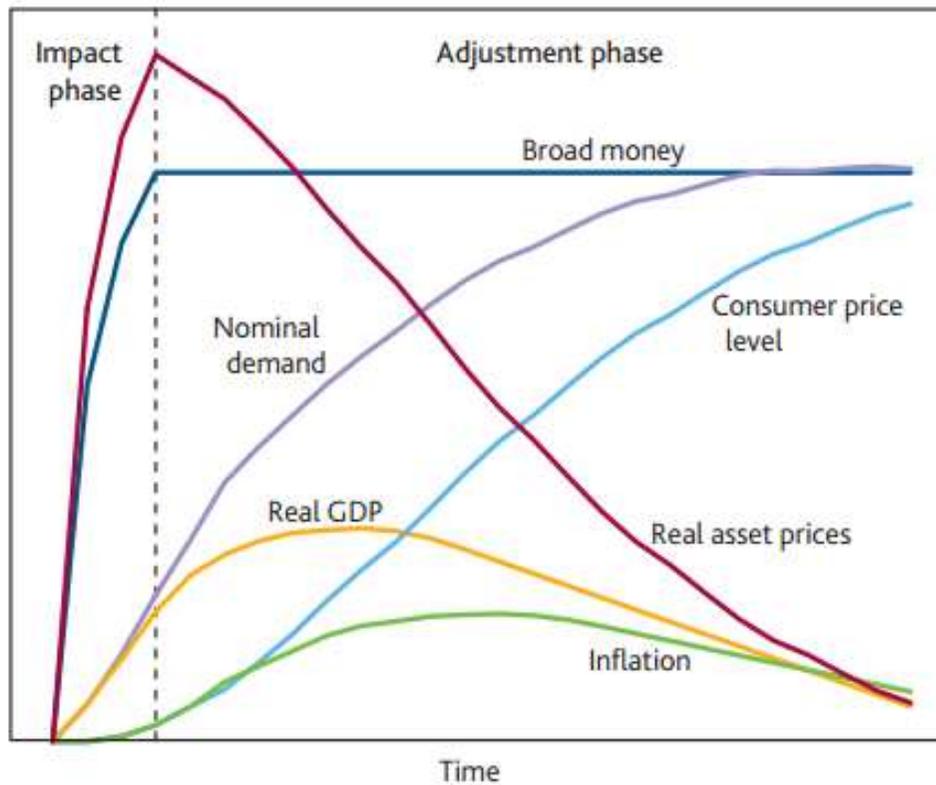
TLTROs no mejorarán el crédito a la economía real pero sí abaratarán la financiación de los bancos, mejorarán sus resultados, su solvencia y, en el medio plazo, el crédito

Posible QE a futuro ¿cómo funciona?



Impacto cualitativo del QE según el Banco de Inglaterra

Chart 1 The qualitative economic impact of QE



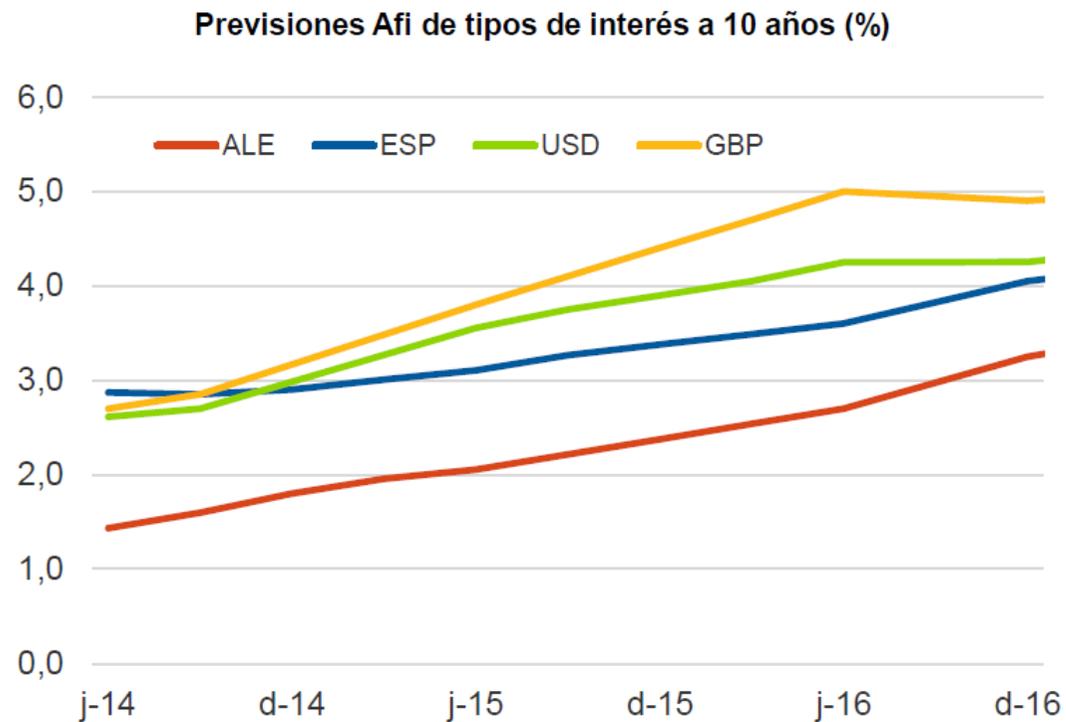
Impacto puntual en activos financieros, lo que hace el QE es "comprar tiempo" para que se recuperen PIB e inflación

Implicaciones del nuevo escenario de tipos de interés en Europa (1)

- **DEPÓSITOS:** remuneración 12 meses cae a niveles en torno al 1%.

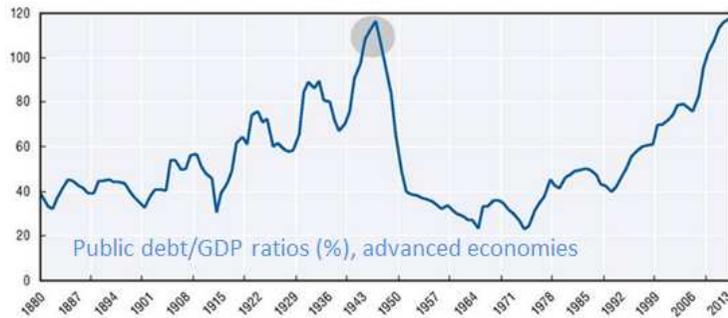
- **RENTA FIJA:** apenas hay oportunidades. Menores rentabilidades en todos los activos, desde AAA a "high yield".

Evitar deuda núcleo (riesgo de repunte de TIRes), mercado infravalora riesgos. **Diferenciales periféricos-Alemania con recorrido a la baja limitado.**



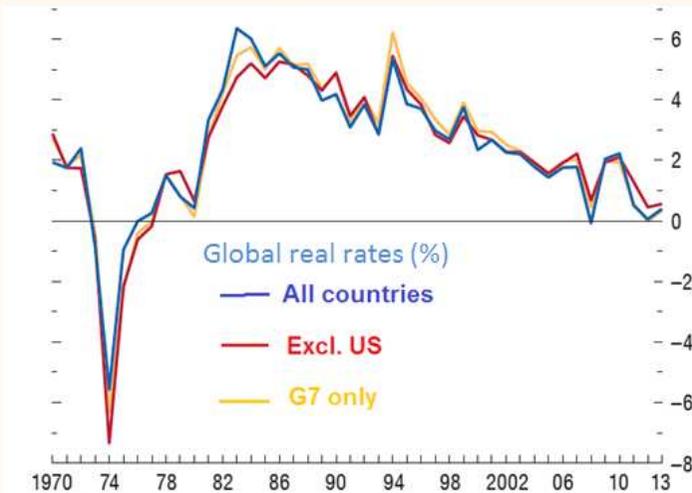
¿Riesgo de burbuja en Renta Fija?...

Public debt/GDP ratio for the advanced economies will hit historical highs in 2014.....

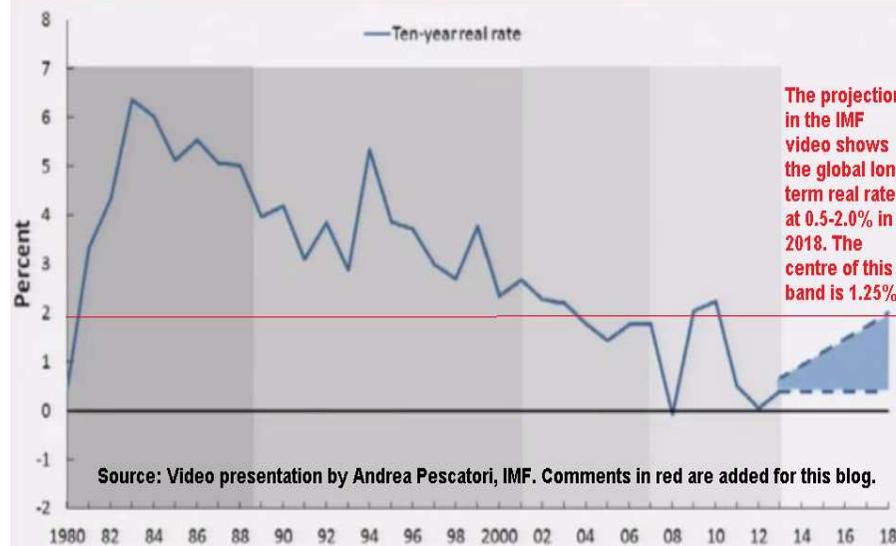


Source: OECD Sovereign Borrowing Outlook, March 2014

Yet global real long term interest rates have been trending down for 30 years, and have now reached zero....

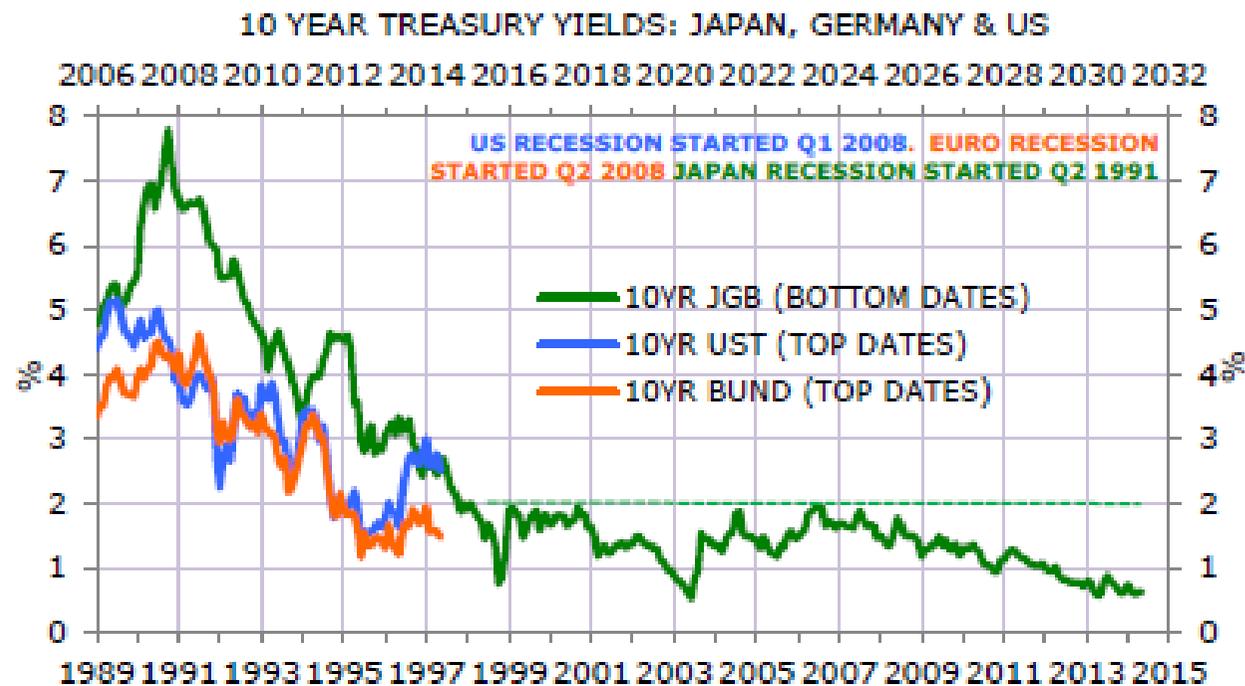


Global Long-Term Real Interest Rate



...¿o futura japonización de Europa y Estados Unidos? (1)

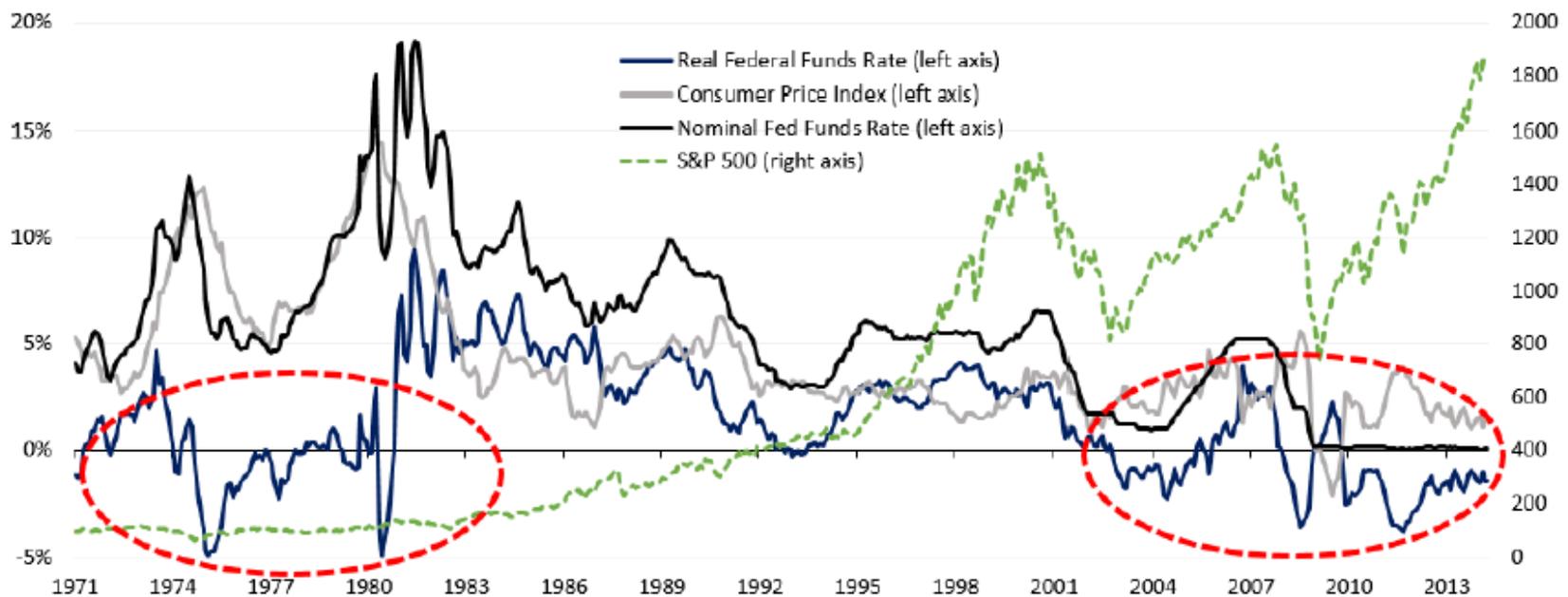
Ten Years Of Ten Years Below 2%



Source: DataStream; Minack Advisors

...¿o futura japonización de Europa y Estados Unidos? (2)

After Years of Negative Real Interest Rates, the Fed is Still Setting the Table for Inflation... But It's Only Showing Up in Asset Prices
(January 1971 to April 2014)



Data from Bloomberg, April 2014

Mauldin Economics

Implicaciones del nuevo escenario de tipos de interés en Europa (3)

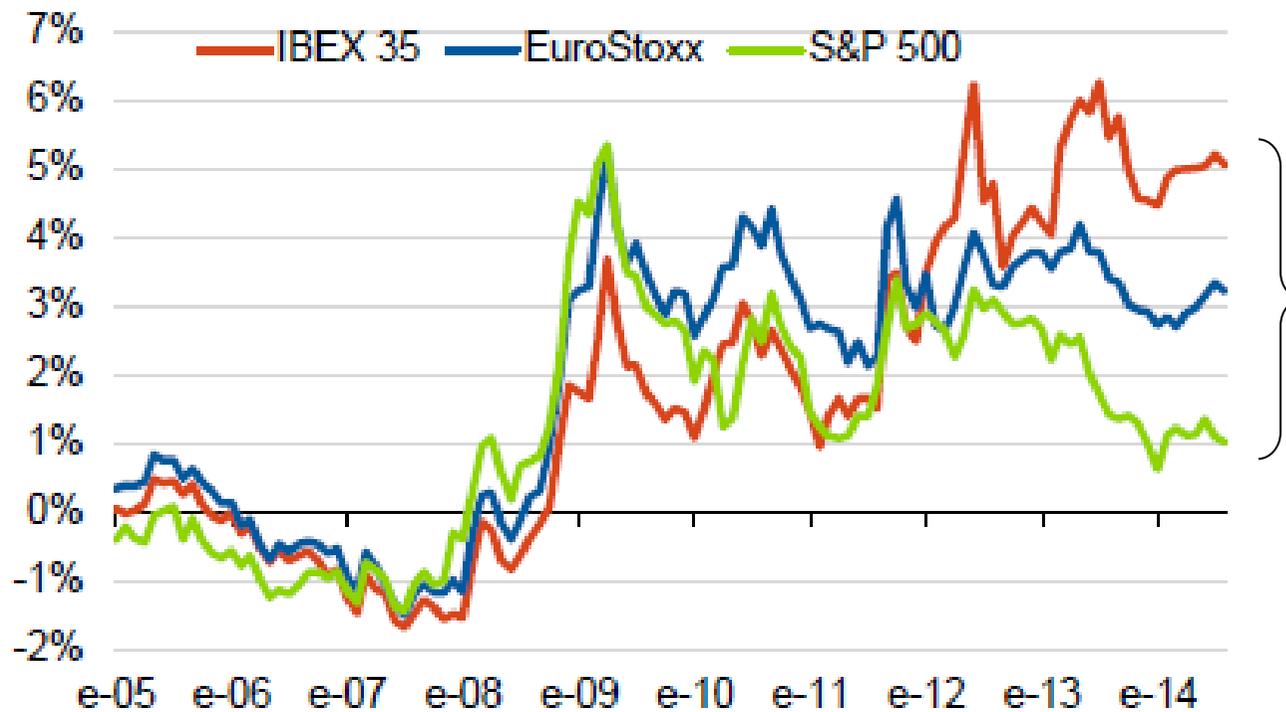
- **BOLSAS: ATRACTIVO RELATIVO FRENTE A OTRAS ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN.** Sigue habiendo **recorrido**, en entorno de bajos tipos de interés y previsible aceleración del ciclo.
 - **Valoraciones realizadas a menores tasas de descuento** (menor interés libre de riesgo).
 - **Empresas favorecidas por mejora de condiciones de financiación** (en mercado de capitales y deuda bancaria si fluye el crédito). Sobre todo las más endeudadas. **Posible incremento del préstamo a la economía real** (está por ver).
 - **Impacto en bancos:** negativo por la presión en rentabilidad del activo por mínimos tipos de interés. Positivo por menores costes de financiación (TLTROs más baratas que depósitos o emisiones de renta fija, y éstas dos últimas reducen también su coste), recuperación económica (techo en mora).
 - **Divisas: depreciación de euro frente al dólar** y otras divisas si se confirma QE en Europa. Positivo para empresas con relevante negocio internacional.

No es cuestión de valoraciones absolutas (ajustadas)...

	CAPE			PER12m			PER12mFw		
	Actual	Prom. Hist.	Dif Prom.Hist.	Actual	Prom. Hist.	Dif Prom.Hist.	Actual	Prom. Hist.	Dif Prom.Hist.
IBEX 35	12,9	20,3	-7,4	20,5	15,6	+4,9	15,8	13,4	+2,4
Dax	19,0	22,0	-3,0	14,5	18,6	-4,1	13,1	14,5	-1,3
EuroStoxx	17,8	19,3	-1,5	15,6	15,2	+0,4	14,8	14,0	+0,7
S&P 500	27,4	22,8	+4,6	17,6	18,5	-0,8	15,3	16,4	-1,1
Nasdaq	40,6	43,3	-2,8	20,9	48,0	-27,0	17,1	24,3	-7,2
Nikkei	31,4	37,5	-6,1	15,0	25,6	-10,7	16,1	20,3	-4,2

...sino de valoraciones relativas frente a otras opciones de inversión

Earning Yield Gap



EYG: Rentabilidad de la bolsa (1/PER) – rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo

Implicaciones del nuevo escenario de tipos de interés en Europa (4)

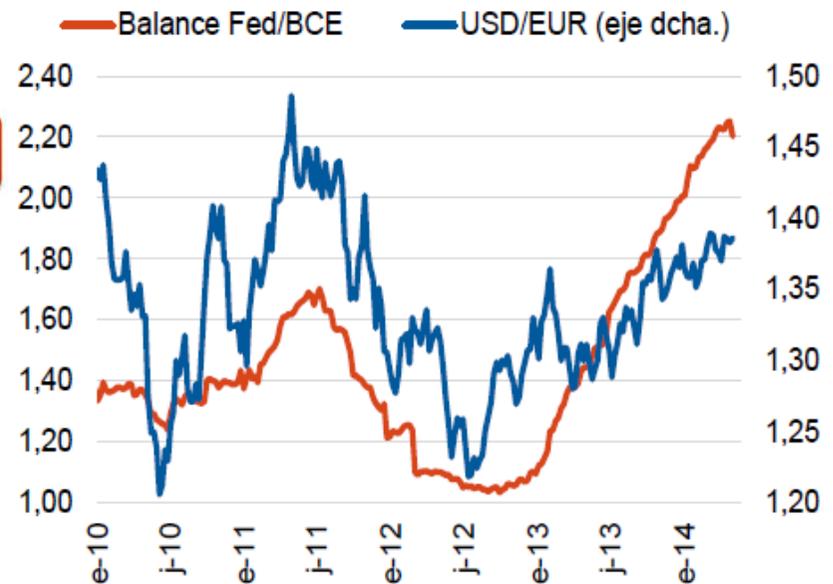
DIVISAS: el Euro debería depreciarse ante mayor crecimiento en EEUU vs Europa y con menores estímulos monetarios de la FED vs más del BCE.

Distintos momentos del ciclo monetario



El objetivo último del BCE es frenar la apreciación del Euro
Para lograrlo, sería preciso un QE fuerte que amplíase el balance del BCE de forma sustancial

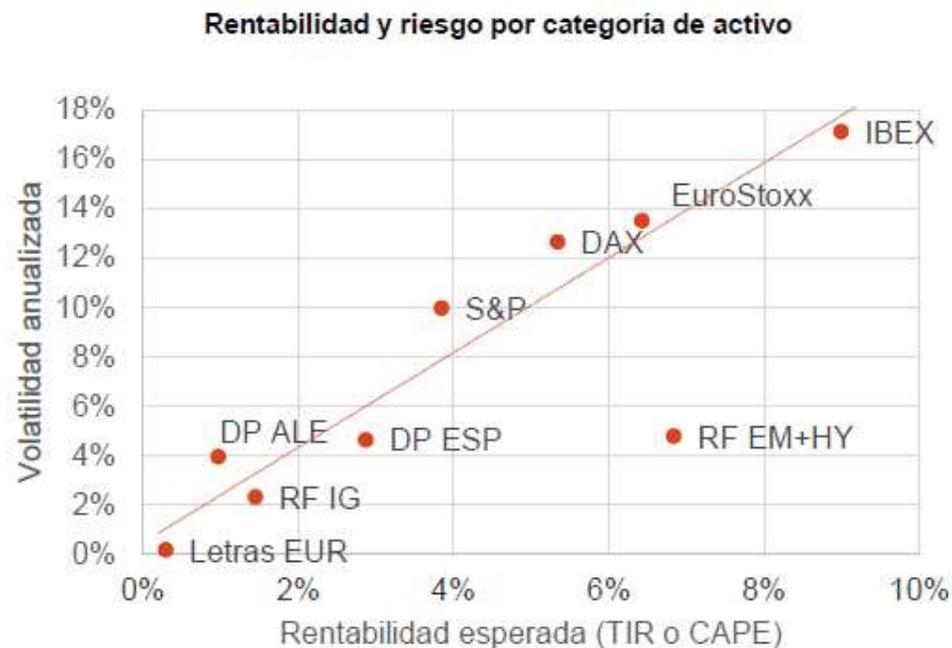
Tamaño relativo del balance de la Fed y el BCE y USD/EUR



Implicaciones del nuevo escenario de tipos de interés en Europa (5)

Opciones para el ahorrador:

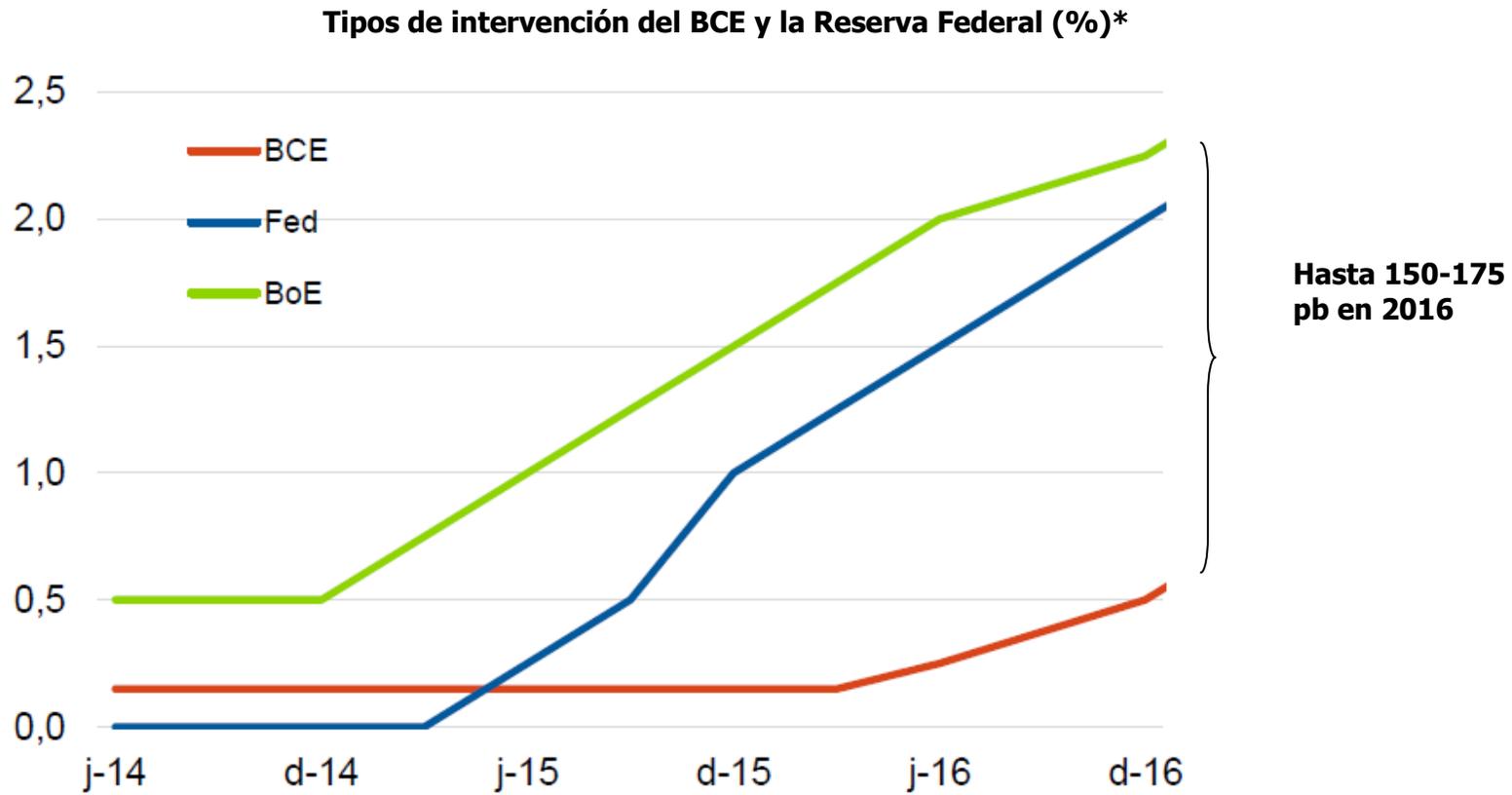
- los depósitos apenas rentan
- los fondos de inversión conservadores con comisiones de gestión bajas serán la alternativa más conservadora
- será precisa cierta exposición a renta variable para obtener retornos razonables (peso en cartera en función de perfil de riesgo. **En términos relativos**, y aunque los múltiplos actuales están ajustados (caros en términos históricos), **la renta variable sigue constituyendo la mejor alternativa de inversión**, en un entorno de crecimiento económico moderado, sin inflación y tipos de interés en mínimos.



“Comprar riesgo tiene recompensa”

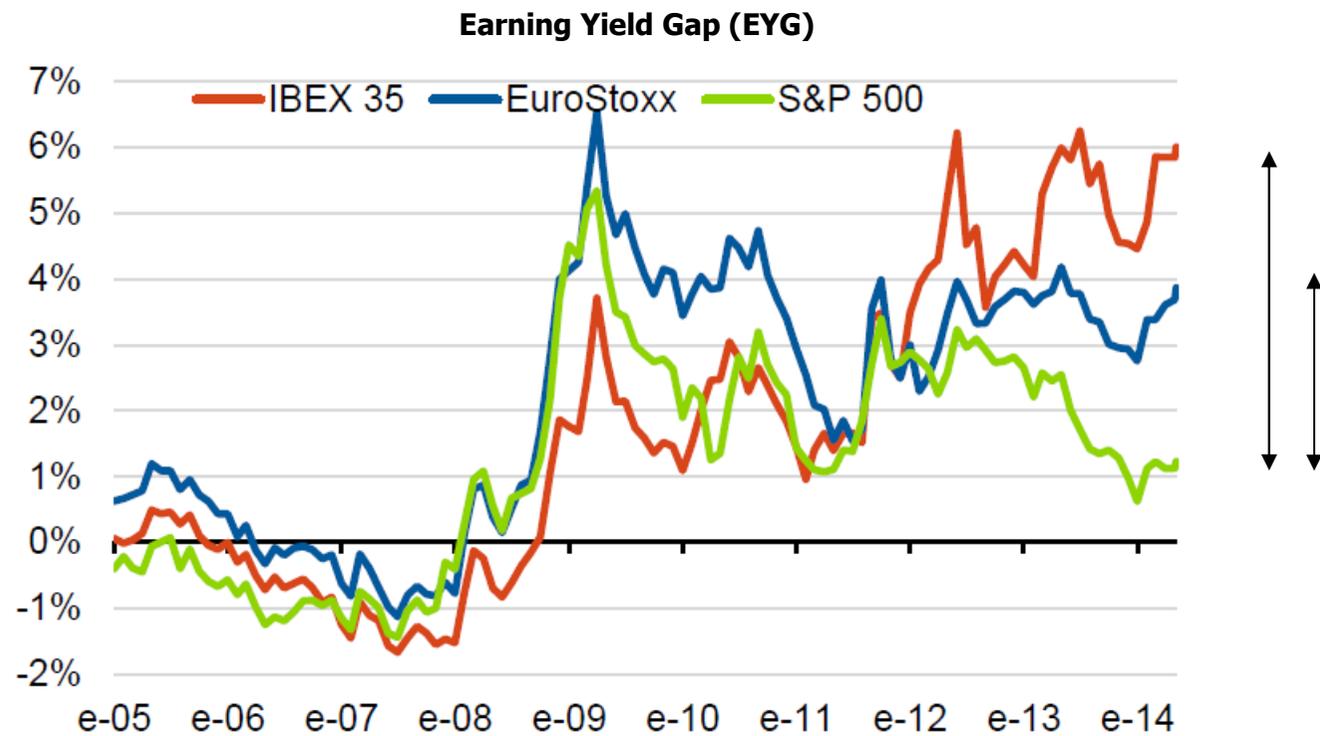
Bolsas: mejor Europa que EEUU (1)

1) Por política monetaria más acomodaticia durante más tiempo



Bolsas: mejor Europa que EEUU (2)

2) Por valoraciones relativas más atractivas

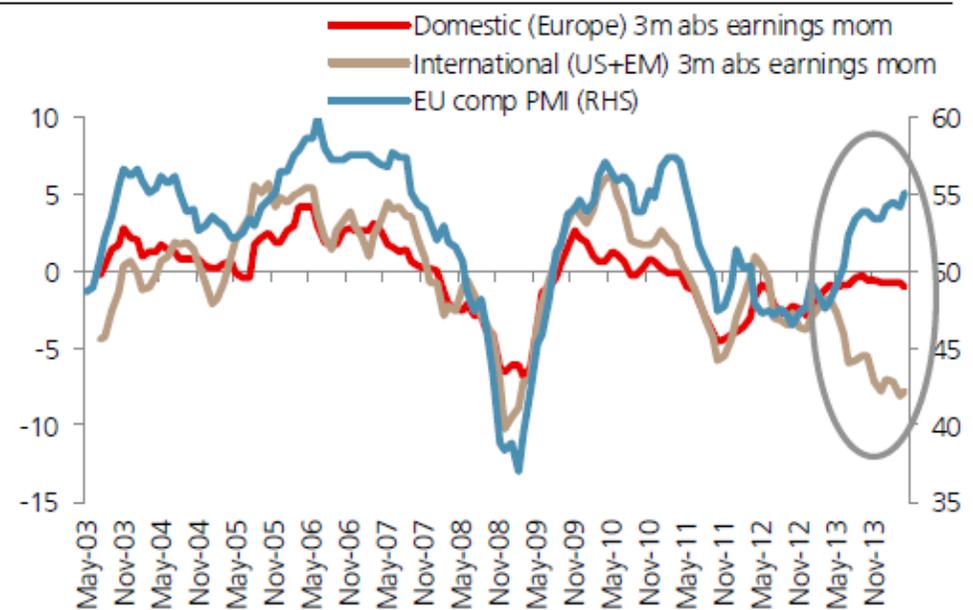
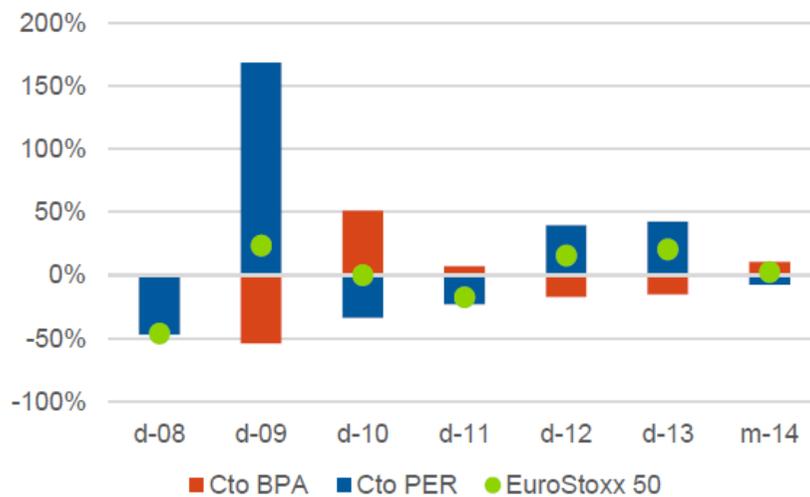


EYG: Rentabilidad esperada en el mercado bursátil a largo plazo – rentabilidad esperada en la deuda pública nacional a largo plazo.

Bolsas: mejor Europa que EEUU (3)

3) Por mayor potencial de crecimiento de los beneficios europeos

Evolución anual del EuroStoxx 50 y fuentes de rentabilidad (%)



Source: UBS European Equity Strategy, Bloomberg

La recuperación del ciclo debe traducirse en **revisión de estimaciones de BPAs europeos al alza. Ya apreciable si excluimos divisa.**

Importante **correlación histórica de los PMIs con la revisión de BPAs:** la zona de 54 coincide históricamente con el comienzo de revisiones al alza (PMI compuesto actual 54 es coherente con crecimientos de BPA 2014 >+10%).

Evolución reciente de bolsas

	PAÍS	ÚLTIMO	Rev 2013	Rev 2014	ene-14	feb-14	mar-14	abr-14	may-14	jun-14	jul-14	Desde máx últ 12 meses
IBEX 35	ESPAÑA	10.618	21,4%	7,1%	0,0%	2,0%	2,2%	1,1%	3,2%	1,2%	-2,8%	-5,7%
IGBM	ESPAÑA	1.082	22,7%	6,9%	0,1%	2,1%	2,1%	1,3%	3,4%	0,9%	-3,1%	-5,8%
S&P 500	USA	1.982	29,6%	7,2%	-3,6%	4,3%	0,7%	0,6%	2,1%	1,9%	1,1%	-0,2%
DOW JONES	USA	17.138	26,5%	3,4%	-5,3%	4,0%	0,8%	0,7%	0,8%	0,7%	1,9%	0,0%
NASDAQ COMPOSITE	USA	4.426	38,3%	6,0%	-1,7%	5,0%	-2,5%	-2,0%	3,1%	3,9%	0,4%	-1,3%
FOOTSIE	INGLATERRA	6.761	14,4%	0,2%	-3,5%	4,6%	-3,1%	2,8%	1,0%	-1,5%	0,3%	-1,9%
CAC 40	FRANCIA	4.351	18,0%	1,3%	-3,0%	5,8%	-0,4%	2,2%	0,7%	-2,1%	-1,6%	-5,4%
DAX	ALEMANIA	9.828	25,5%	2,9%	-2,6%	4,1%	-1,4%	0,5%	3,5%	-1,1%	-0,1%	-2,2%
SMI	SUIZA	8.599	20,2%	4,8%	-0,1%	3,5%	-0,3%	0,3%	2,3%	-1,4%	0,5%	-1,9%
MIB 30	ITALIA	20.893	16,6%	10,2%	2,4%	5,3%	6,1%	0,4%	-0,7%	-1,6%	-1,8%	-7,5%
PSI 20	PORTUGAL	6.240	16,0%	-4,9%	2,1%	10,2%	3,1%	-2,0%	-4,6%	-4,4%	-8,3%	-19,9%
ASE	GRECIA	1.189	28,1%	2,3%	1,2%	11,3%	1,9%	-7,8%	-0,7%	-0,7%	-2,1%	-13,8%
ISEQ	IRLANDA	4.751	33,6%	4,7%	2,5%	11,7%	-3,9%	-2,0%	0,0%	-4,1%	1,1%	-8,6%
EUROSTOXX 50	ZONA EURO	3.203	17,9%	3,0%	-3,1%	4,5%	0,4%	1,2%	1,4%	-0,5%	-0,8%	-4,2%
NIKKEI	JAPÓN	15.370	56,7%	-5,7%	-8,5%	-0,5%	-0,1%	-3,5%	2,3%	3,6%	1,4%	-5,8%
BOVESPA	BRASIL	55.717	-15,5%	8,2%	-7,5%	-1,1%	7,1%	2,4%	-0,8%	3,8%	4,8%	-1,8%
MEXBOL	MEXICO	44.009	-2,2%	3,0%	-4,3%	-5,1%	4,3%	0,6%	1,6%	3,3%	3,0%	-0,3%
IPSA	CHILE	3.964	-14,0%	7,2%	-7,0%	8,1%	1,4%	3,6%	-0,1%	-0,7%	2,3%	-0,5%
COLCAP	COLOMBIA	1.687	-12,4%	5,0%	-9,1%	4,2%	11,0%	-0,9%	-0,8%	2,8%	-1,1%	-5,4%
IGBVL	PERÚ	16.852	-23,6%	7,0%	-1,9%	-0,1%	-7,4%	8,6%	1,4%	5,8%	1,1%	-2,6%
RUSSIAN RTS \$	RUSIA	1.295	-5,5%	-10,2%	-9,8%	-2,6%	-3,2%	-5,7%	12,1%	5,4%	-5,2%	-14,9%
ISE 100	TURQUIA	82.104	-13,3%	21,1%	-8,8%	1,1%	11,5%	5,9%	7,3%	-1,0%	4,6%	-0,5%
SHANGAI SE	CHINA	2.056	-6,7%	-2,9%	-3,9%	1,1%	-1,1%	-0,3%	0,6%	0,4%	0,4%	-9,5%
SENSEX	INDIA	25.549	9,0%	20,7%	-3,1%	3,0%	6,0%	0,1%	8,0%	4,9%	0,5%	-2,4%
KOSPI	COREA	2.021	0,7%	0,5%	-3,5%	2,0%	0,3%	-1,2%	1,7%	0,4%	0,9%	-2,1%
TAIEX INDEX	TAILANDIA	1.533	-6,7%	18,1%	-1,9%	4,0%	3,8%	2,8%	0,1%	4,9%	3,2%	-0,1%
Promedio			11,4%	4,9%	-3,2%	3,6%	1,5%	0,4%	1,9%	1,0%	0,0%	-4,8%

Los periféricos, los más beneficiados por el mayor activismo del BCE, pero también los más afectados por el repunte de riesgo soberano (procedente esta vez de Portugal)

Fuente: Bloomberg, Renta 4

Datos 17/07/2014

Dudas sobre la solvencia del BES, excusa para toma de beneficios

Escenario de excesiva complacencia, minusvaloración del riesgo, hace que cualquier factor se utilice de excusa para la toma de beneficios.

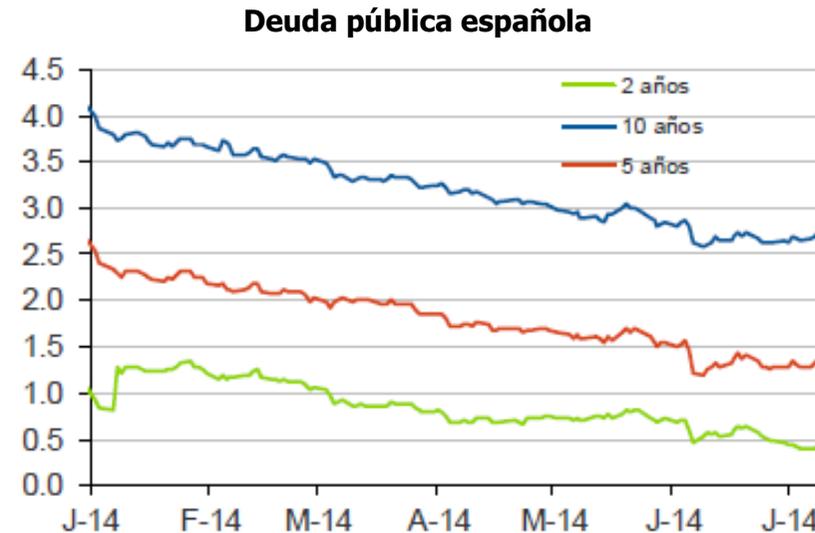
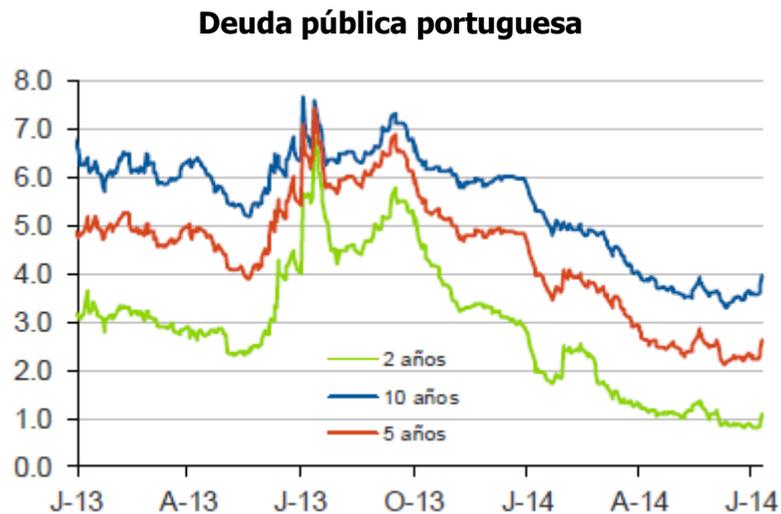
	BES	BCP	BPI	TOTTA
Tasa de mora	6,0%	11,2%	5,2%	4,0%
Tasa de cobertura	119,0%	51,0%	79,0%	103,0%
Eficiencia ordinaria	52%	55%	165%	56%
Eficiencia recurrente	69%	71%	85%	59%
ROA	-0,45%	-0,10%	-0,99%	0,58%
ROE	-6,15%	-4,94%	-18,75%	5,32%
CET 1 <i>phase-in</i> *	9,8%	12,2%	13,2%	14,5%

*Core tier 1 en Totta

- ❑ BES es una entidad que genera unos mayores ingresos recurrentes (margen de intereses y comisiones) que las entidades comparables. Además, los ingresos generados por ROF en los últimos trimestres aportan considerablemente a la cuenta de resultados.
- ❑ Sin embargo, las importantes dotaciones que ha realizado en los últimos trimestres le han supuesto que la entidad se sitúe en pérdidas.
- ❑ Actualmente, BES soporta una tasa de mora del 6% situándose por debajo de la media del sector bancario portugués (7,7%). Además, tiene una cobertura superior a la de sus comparables.
- ❑ En relación a la solvencia, BES tiene una posición relativamente peor a la de sus comparables alcanzando el CET 1 *phase in* el 9,8%.

2 pp > mínimo exigido

Impacto moderado en curva Portugal y España

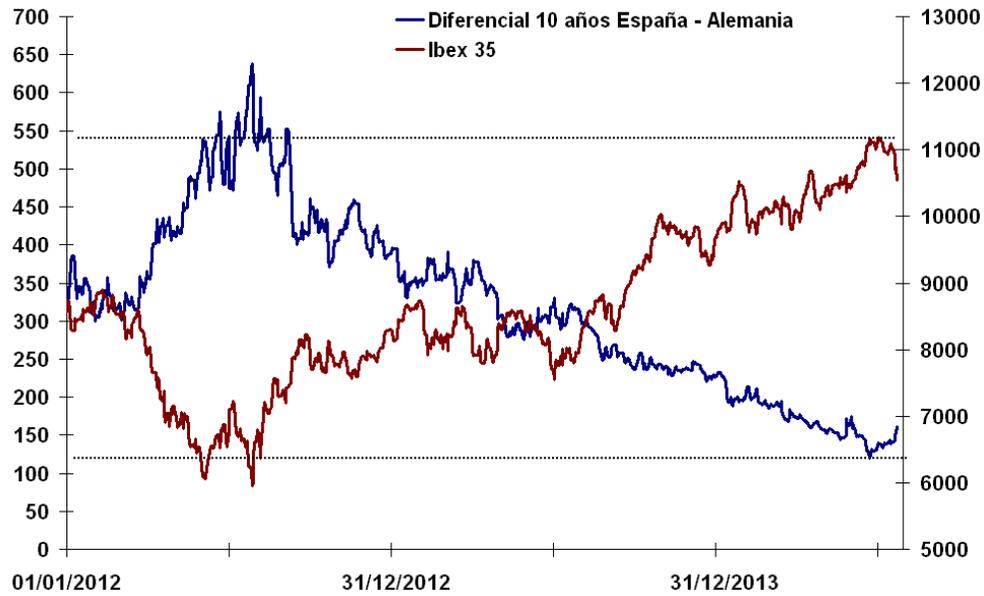


Menor riesgo sistémico que al inicio de la crisis:

- el Tesoro portugués ha cubierto ya todas sus necesidades de financiación para 2014
- Portugal ha avanzado en su consolidación fiscal y recuperación económica
- la banca europea ha reducido sustancialmente su exposición al país
- y, sobre todo, hoy en día existen mecanismos para frenar las tensiones en riesgo soberano (actuación del BCE)

La deuda pública española e italiana ya ha vuelto a los niveles previos a la crisis del BES

Ibex vs tipos (el potencial por menores tipos es limitado)



Necesitamos que se confirme la recuperación prevista de los BPAs



Por fin empiezan a mejorar las previsiones de beneficios empresariales

Objetivo de Ibex en función de BPA estimado por consenso aplicando PER medio histórico		Ibex actual 10.468
		Potencial
Objetivo según BPA 2014	10.426	0%
Objetivo según BPA 2015	12.227	17%
Objetivo según BPA 2016	13.772	32%

Es necesario que se confirmen las previsiones de beneficios, atentos a resultados 2T14 y sobre todo a guías para 2S14, que permitirán saber si se mantienen las expectativas de aceleración del ciclo económico y de beneficios empresariales.

Niveles técnicos

	IBEX	DAX	EUROSTOXX	S&P	NIKKEI
actual	10.618	9.828	3.203	1.982	15.370
soporte 1	9.650	8.900	3.050	1.900	14.000
vs actual	-9%	-9%	-5%	-4%	-9%
soporte 2	9.200	8.500	2.900	1.800	12.400
vs actual	-13%	-14%	-9%	-9%	-19%
resistencia 1	11.100	9.800	3.300	2.000	15.400
vs actual	5%	0%	3%	1%	0%
resistencia 2	11.250	-	3.350	2.050	16.350
vs actual	6%	-	5%	3%	6%

Aprovechar caídas para incrementar posiciones en Renta Variable

Intensidad de la toma de beneficios dependerá de la temporada de resultados 2T14 con sus guías para próximos trimestres: ¿"profit warnings" (más caídas en bolsa) o confirmación de la aceleración esperada para 2S14 (rebote)?

Algunas valoraciones ajustadas: hay que ser selectivos

renta4banco

VALORACIÓN BOTTOM-UP DEL IBEX 35

IBEX ACTUAL	OBJ. 12 MESES	POTENCIAL
10.618	10.815	2%

PUESTO	VALOR	VALOR	PRECIO ACTUAL	PRECIO OBJETIVO RENTA 4	DTO (+) / PRIMA (-)	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL ACTUAL (MLN EUROS)	PONDERACIÓN ACTUAL	RENTAB. POR DIVIDENDO	RENTAB. TOTAL ESPERADA	APORT. A REV. ESPERADA DEL IBEX
1	SAN	BANCO SANTANDER	7,39	6,70	-9%	87.016	18,28%	7,7%	-1,6%	-1,7%
2	TEF	TELEFONICA	12,10	12,70	5%	55.045	11,56%	6,2%	11,2%	0,6%
3	BBVA	BBVA	9,09	9,70	7%	53.526	11,24%	3,6%	10,3%	0,8%
4	ITX	INDITEX	111,05	123,00	11%	41.533	8,72%	2,3%	13,1%	0,9%
5	IBE	IBERDROLA SA	5,37	5,50	2%	33.490	7,03%	5,0%	7,5%	0,2%
6	REP	REPSOL SA	18,64	22,50	21%	25.169	5,29%	10,7%	31,4%	1,1%
7	CABK	CAIXABANK S.A	4,26	4,45	5%	14.294	3,00%	4,0%	8,5%	0,1%
8	AMS	AMADEUS IT HOLDI	30,28	28,20	-7%	13.551	2,85%	2,3%	-4,6%	-0,2%
9	GAS	GAS NATURAL SDG	22,57	19,35	-14%	13.548	2,85%	4,0%	-10,3%	-0,4%
10	ABE	ABERTIS	16,61	15,05	-9%	11.937	2,51%	4,1%	-5,3%	-0,2%
11	FER	FERROVIAL SA	15,58	16,35	5%	11.424	2,40%	4,4%	9,3%	0,1%
12	ACS	ACS	31,89	29,40	-8%	10.033	2,11%	3,7%	-4,1%	-0,2%
13	SAB	BANCO SABADELL	2,45	2,14	-13%	9.842	2,07%	1,5%	-11,3%	-0,3%
14	BKIA	BANKIA SA	1,39	1,30	-6%	9.592	2,01%	0,6%	-5,7%	-0,1%
15	POP	BANCO POPULAR	4,58	5,10	11%	9.563	2,01%	1,4%	12,8%	0,2%
16	IAG	INTL CONS AIRLIN	4,28	6,30	47%	8.714	1,83%	0,0%	47,4%	0,9%
17	REE	RED ELECTRICA	62,86	58,50	-7%	8.503	1,79%	4,3%	-2,6%	-0,1%
18	GRF	GRIFOLS SA	38,75	33,05	-15%	8.256	1,73%	1,6%	-13,1%	-0,3%
19	ENG	ENAGAS SA	24,00	24,50	2%	5.730	1,20%	5,4%	7,5%	0,0%
20	BKT	BANKINTER	5,97	5,30	-11%	5.367	1,13%	2,0%	-9,3%	-0,1%
21	MAP	MAPFRE SA	2,87	3,10	8%	5.299	1,11%	4,8%	12,9%	0,1%
22	DIA	DISTRIBUIDORA IN	6,50	7,40	14%	4.229	0,89%	2,6%	16,5%	0,1%
23	MTS	ARCELOR MITTAL	11,19	14,50	30%	3.242	0,68%	1,5%	31,1%	0,2%
24	ANA	ACCIONA SA	62,14	52,20	-16%	2.846	0,60%	1,6%	-14,4%	-0,1%
25	BME	BOLSAS Y MERCADO	32,97	37,00	12%	2.756	0,58%	5,3%	17,6%	0,1%
26	JAZ	JAZZTEL PLC	9,95	8,50	-15%	2.550	0,54%	0,0%	-14,5%	-0,1%
27	OHL	OBRASCON HUARTE	31,80	33,40	5%	2.537	0,53%	2,4%	7,5%	0,0%
28	TRE	TECNICAS REUNIDA	44,10	50,00	13%	2.465	0,52%	3,3%	16,7%	0,1%
29	SCYR	SACYR SA	4,50	5,20	16%	2.258	0,47%	0,0%	15,7%	0,1%
30	GAM	GAMESA	8,44	10,30	22%	2.142	0,45%	0,5%	22,6%	0,1%
31	TL5	MEDIASET ESPANA	8,50	7,60	-11%	2.075	0,44%	2,0%	-8,6%	0,0%
32	VIS	VISCOFAN	43,80	41,50	-5%	2.041	0,43%	2,5%	-2,7%	0,0%
33	ABG	ABENGOA	4,36	3,60	-17%	1.977	0,42%	2,0%	-15,4%	-0,1%
34	IDR	INDRA SISTEMAS	11,85	14,70	24%	1.944	0,41%	3,0%	27,1%	0,1%
35	FCC	FCC	15,96	16,00	0%	1.625	0,34%	0,0%	0,3%	0,0%

Apoyos y riesgos para las bolsas

APOYOS

Ciclo económico. En caso de confirmarse la aceleración esperada del ciclo económico en 2S14. En Europa, el BCE debería apoyar en mayor medida el crecimiento económico y la creación de empleo con política monetaria más expansiva.

Condiciones de financiación. Deberían mantenerse laxas en Europa, y llegar más a la economía real, apoyadas por nuevos estímulos del BCE (que aún no se habrían agotado). En Estados Unidos, las TIRes repuntarán de forma moderada por las expectativas de gradual subida de tipos y de que éstos se mantengan durante un largo periodo por debajo de niveles normalizados.

Beneficios empresariales. Aunque la revisión de BPAs europeos sigue siendo a la baja, el ritmo se ha reducido, y los indicadores más adelantados de ciclo (PMIs) apuntan a que el punto de inflexión podría estar cerca (ya se habría producido descontando divisa). En este sentido, **es clave que el ciclo económico se acelere y que se deprecie el Euro (mayor contribución de los beneficios internacionales).**

RIESGOS

Que los estímulos monetarios del BCE no tengan el efecto esperado de depreciación del Euro y de moderación de las presiones deflacionistas. **Recuperación macro y de beneficios empresariales decepcionando.**

Riesgo soberano (BES).

Repunte de TIRes mayor a la esperada en Estados Unidos, Reino Unido (cambio de ciclo monetario desordenado).

Geopolítico y político. Ucrania, Irak, mayor poder de partidos euroescépticos en la Eurozona

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 éstas no han sido tomadas 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.

Este documento, ha sido elaborado por Renta 4 S.V. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujetos a cambio sin previo aviso. Renta 4 S.V. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaboradas por Renta 4 S.V. y están basadas en informaciones de carácter público, y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Renta 4 S.V., por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección. Renta 4 S.V. 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.

Renta 4 S.V., 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. Los empleados de Renta 4 S.V. 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; asimismo Renta 4 S.V. puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas 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 Renta 4 S.V.. 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.