

Estrategia 2021

Todo lo que podía salir bien, sale bien. Lento regreso a la situación de 2019. Posicionados en bolsas y crédito. La paciencia dará resultados.



Todos nuestros informes, carteras modelo, vídeos y demás información está disponible en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Índice

Resumen	5
Síntesis de estimaciones	6
1.- Perspectiva Global	11
2.- España y Portugal	37
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	48
4.- Temática Trimestral: Los fármacos que terminarán con la pandemia	66
ANEXO I: Estimaciones detalladas sobre España y Portugal según escenarios	70
ANEXO II: Carteras Modelo de Fondos y Acciones de Análisis Bankinter. Popcoin	72
ANEXO III: Ratios y estimaciones para las compañías del Ibex-35 y EuroStoxx-50	74
ANEXO IV: Nasdaq-100. Integrantes y consenso de estimaciones para 2020	79

Equipo de Análisis y Mercados

▪ Análisis

Ramón Forcada
Juan Tuesta
Rafael Alonso
Eduardo Cabero
Ana de Castro

Aránzazu Cortina
Elena Fernández-Trapiella
Aránzazu Bueno
Luis Piñas
Rafael Diogo

Pilar Aranda
Esther Gutiérrez de la Torre
Juan Moreno
Pedro Echeguren
Susana André (Support & Marketing)

▪ Mesa de Ejecución y Ventas

Lorena Pinedo
Félix Montero

Carlos Martínez Monedero
David Francia

Nicolás Angulo
Raúl Moreno

Bankinter
Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

Estrategia de Inversión 1T 2021

Advertencias legales

Certificación de analistas

El presente informe ha sido realizado por el Departamento de Análisis de Bankinter, S.A. Todas las opiniones y estimaciones contenidas en el presente informe constituyen la opinión técnica personal del equipo de análisis en la fecha de emisión de este informe y por lo tanto pueden ser susceptibles de cambio sin previo aviso.

Se certifica que los analistas no han recibido, no reciben y no recibirán, directa o indirectamente, ningún tipo de compensación para proporcionar una recomendación u opinión concreta en este informe. El sistema retributivo de los analistas se basa en diversos criterios entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo Bankinter, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente al sentido de las recomendaciones contenidas en los informes.

Información importante

La entidad responsable de la elaboración de este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo es Bankinter S.A, sometida a supervisión de la autoridad competente española (CNMV) inscrita en su Registro oficial con el número 0128.

Bankinter SA o cualquiera de las sociedades del Grupo Bankinter (en adelante "Grupo Bankinter") no poseen una posición larga o corta neta sobre el emisor objeto de este análisis que sobrepase el umbral del 0.5% del capital social total emitido por el emisor, calculado de conformidad con el artículo 3 del Reglamento (UE) nº 236/2012 y con los capítulos III y IV del Reglamento Delegado (EU) nº 918/2012 de la Comisión Europea, de 5 de julio de 2012.

La entidad emisora objeto de análisis, no posee una participación igual o superior al 5% del capital social del Grupo Bankinter.

En los últimos 24 meses, el Grupo Bankinter, ha participado como asegurador y/o colocador y/ director/codirector en ofertas públicas de valores y ha percibido por tanto remuneraciones basadas en ello de las siguientes compañías: Audax Renovables, S.A., Tubacex, S.A., Acciona, S.A., Faurecia, Mota-Engil SGPS, S.A., Grenergy Renovables, S.A., Impresa, Atlantica Yield PLC, Merlin Properties SOCIMI, S.A., Vidrala, S.A., ATOM Hoteles SOCIMI, S.A.

El Grupo Bankinter no es parte de ningún acuerdo con ningún emisor relativo a la elaboración de las recomendaciones contenidas en este informe y no tiene suscritos contratos de liquidez o de creación de mercado con ninguna compañía objeto de análisis en el presente informe.

En los últimos 12 meses, el Grupo Bankinter no ha recibido compensación por la prestación de servicios de inversión o auxiliares de compañías que sean objeto de análisis en el presente informe.

Otros intereses financieros o conflictos de interés de Grupo Bankinter u otras personas estrechamente vinculadas con alguna de las compañías que pueden ser objeto de análisis en los informes son los siguientes:

- D. Pedro Guerrero Guerrero, Presidente del Consejo de Administración de Bankinter, es Consejero de Prosegur Cash, S.A.
- D. Fernando Masaveu Herrero, Consejero de EDP España, S.A.
- D^a María Teresa Pulido Mendoza, miembro del Comité de Dirección de Ferrovial, S.A.
- D^a María Luisa Jordá, miembro del Consejo de Administración de Merlin Properties SOCIMI, S.A, Orange España S.A y Grupo Bimbo.

Ninguna de las recomendaciones recogidas en este informe ha sido comunicada previamente a los emisores directa o indirectamente.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Los informes de análisis emitidos por Bankinter S.A se han elaborado de acuerdo con las políticas del Grupo Bankinter para gestionar los conflictos de interés. El Grupo Bankinter cuenta con procedimientos internos, medidas de control y un Reglamento interno de conducta para gestionar, prevenir y mitigar los conflictos de interés, incluyendo áreas separadas y en su caso, establecer medidas para prevenir y detectar el abuso de mercado con arreglo al Reglamento (UE) nº 596/2014 así como lo recogido en el Reglamento Delegado (UE) 216/958 relativo a la preparación de recomendaciones. La información relativa a la gestión de los conflictos de intereses y el Reglamento interno de conducta están disponibles bajo petición.

Sistema de recomendaciones

La información que se incluye en este informe constituye un análisis de inversión a los efectos de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros y, como tal, contiene una explicación objetiva e independiente de las materias contenidas en la recomendación. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien Bankinter no garantiza la seguridad de las mismas.

Las recomendaciones son absolutas y fundadas. Se establecen tres categorías o tipos de recomendación. Comprar: potencial de revalorización positivo en el horizonte definido (final de año en curso o posterior); Vender: potencial de revalorización negativo en el horizonte definido (final de año en curso o posterior); Mantener: Potencial de revalorización cercano a cero en el horizonte definido (final de año en curso o posterior).

Aviso Legal

Los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en este documento se proporcionan únicamente con fines informativos y no constituyen asesoramiento de inversión. Deben, por tanto, no ser tratados como una recomendación personal para el inversor y, en ningún caso, como una oferta de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos.

El inversor debe ser consciente de que los valores o instrumentos mencionados en este documento pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión o situación financiera, por lo que el inversor deberá adoptar sus propias decisiones de inversión.

Se deberá tener en cuenta que la evolución pasada de los valores e instrumentos, así como los resultados pasados de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

Salvo indicación contraria, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización ni deben de ser entendidos como indicaciones de recomendaciones de inversión.

A menos que se indique lo contrario en el presente informe, no existe intención de actualizar esta información.

Cualquier decisión de compra o venta de los valores emitidos por la compañía incluida en este informe debe hacerse teniendo en cuenta la información pública existente sobre estos valores y, en su caso, el contenido del folleto sobre estos valores registrados en la CNMV, y por lo tanto a disposición en la CNMV, en la Bolsa correspondiente, así como en las entidades emisoras de estos títulos.

Todos los informes emitidos por el Departamento de Análisis de Bankinter S.A están a disposición de los clientes en la página web de Bankinter S.A (www.bankinter.com).

El Grupo Bankinter no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta sufrida como consecuencia de la utilización de la información contenida en este informe.

Este documento no puede ser (i) copiado, fotocopiado o duplicado en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuido o distribuido, o (iii) citado, ni siquiera parcialmente, sin el consentimiento previo por escrito de Bankinter S.A.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Resumen

▪ Todo va saliendo bien, incluso mejor de lo esperado. Solo el Brexit desentona.-

Lo mejor de 2021 es que no podrá ser peor que 2020. Todo lo importante ha ido saliendo bien: vacunas, elecciones americanas, bancos centrales, el 2º paquete fiscal americano es cuestión de días (u horas) en el momento de redactar este informe y solo la falta de un acuerdo formal para un Brexit que ya no impresiona a nadie queda pendiente... aunque probablemente este formalismo sea también cuestión de días. Ya no hay dudas sobre la sólida recuperación del mercado, de manera que los pesimistas han perdido definitivamente su apuesta. El **"optimismo razonable"** que defendemos desde abril 2020 ha dado y seguirá dando buenos resultados. También en 2021, año en que, afortunadamente, **será más difícil equivocarse que en 2020.**

▪ En 2020 fue el mercado y en 2021 será la economía.-

Conceptualmente **2020 fue el "año del mercado"**, por la fortísima caída desde el 20 de marzo y el 20 de abril y su consistente y rápida recuperación posterior, mientras que **2021 será "el año de la economía"** porque será cuando tenga lugar la recuperación del ciclo económico global. Eso no significa que vayamos a tener un mal año de mercados, sino que será cuando se materialice esa recuperación que las bolsas ya han anticipado

▪ Anticiparnos en noviembre nos ha permitido ganar varias semanas de posicionamiento.-

Nos sentimos cómodos con el rango de exposición 25%/80% adoptado el 23 de noviembre de 2020, aunque parezca algo elevado. Nos anticipamos entonces aplicando nuestro principio de que "algo imperfecto a tiempo es mucho mejor que algo supuestamente perfecto a destiempo" y la evolución de las bolsas en noviembre (tomado aisladamente) nos dio la razón: S&P500 +10,8%; DJI-30 +11,8%; Nikkei-225 +15,0%; EuroStoxx-50 +18,1%; Ibex-35 +25,2%... Llegamos a tiempo en noviembre y ahora no sentimos la necesidad de hacer nada más.

▪ El potencial de las bolsas es suficiente, pero no generoso. 2021 será más progresivo.-

Nuestras **valoraciones actualizadas de las principales bolsas** ofrecen potenciales suficientes, aunque no generosos: S&P500 4.186 puntos (potencial +13%); Nikkei-225 28.544 (+7%); EuroStoxx-50 3.960 (+11%); Ibex-35 8.348 (+2%). Sin embargo, su atractivo es más que suficiente en los casos del S&P500 y EuroStoxx-50 si tenemos en cuenta el entorno de tipos cero y de inflación inexistente. Por eso nuestra estrategia sigue favoreciendo la bolsa americana (50% de peso recomendado para un perfil de riesgo Moderado, como referencia básica), pero ampliamos alternativas al incorporar no solo la Eurozona (35%), sino también Japón, China y resto de economías emergentes (estas 3 áreas con un peso igual del 5%).

▪ Reincorporación selectiva de los sectores más penalizados en base a nombres concretos.-

En noviembre nos anticipamos al incorporar algunos de ellos, como Industriales, Construcción, Bancos, Seguros, Aerolíneas y Hoteles. Pero seleccionando sol compañías con balances sólidos y liquidez y/o con enfoque oportunista. No sustituimos, sino que ampliamos alternativas. Seguimos prefiriendo Tecnología, Energías Renovables, Salud, Infraestructuras y Consumo.

▪ Los bonos el activo mejor soportado y un contexto de divisas poco beligerante.-

Los bonos están directamente respaldados por los bancos centrales, algo que cambiará en 2021. El BCE tiene la intención no reconocida de colocar las TIR de los **bonos soberanos europeos** de menor calidad en el entorno del 0% o testimonialmente en negativo y que no se siente incómodo de que los de mejor calidad permanezcan en rentabilidades negativas y dentro de un rango que estimamos en -0,50%/-0,80%. En cuanto a los **bonos americanos**, creemos que la Fed terminará aumentando su implicación en la zona más larga de la curva, así que el bono americano a 30 años podría estrechar su TIR desde 1,65% hasta niveles inferiores a 1,50%. El **USD** seguirá depreciándose, puede que hasta 1,25\$/€, pero sin movimientos agresivos. Una dirección muy parecida, pero incluso algo más intensa, seguirá el **yen**, que en 2021 se debilitará hasta el nivel 130 contra euro o incluso algo más. Y el **euro** será la divisa fuerte del mundo, al menos durante un tiempo.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e
1.- PIB (media anual)								
España	3,8	3,0	3,0	2,4	2,0	-11,3	6,5	5,2
Eurozona	1,6	1,7	2,5	1,9	1,3	-7,3	4,4	4,2
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>220</i>	<i>130</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>70</i>	<i>-400</i>	<i>210</i>	<i>100</i>
Portugal (Adverso)	1,5	1,4	2,7	2,1	2,2	-8,1	5,5	3,6
EE.UU.	2,4	1,6	2,3	3,0	2,3	-3,6	3,8	3,2
R.Unido	2,3	2,1	1,7	1,3	1,4	-11,4	5,5	3,0
Irlanda	25,2	2,0	9,1	8,5	5,6	2,5	5,0	4,5
Suiza	1,6	2,0	1,7	3,0	1,1	-2,8	2,7	1,8
Japón (año natural)	1,6	0,8	1,7	0,6	0,3	-4,9	2,7	1,2
China	6,9	6,7	6,9	6,7	6,1	2,0	8,0	5,7
India (año natural)	7,4	8,0	8,3	7,0	4,8	-9,0	8,5	6,0
Brasil	-3,5	-3,3	1,3	1,8	1,4	-4,8	3,9	2,5
Rusia	-2,8	-0,3	1,8	2,5	1,3	-3,5	3,1	2,3
México	3,3	2,6	2,1	2,2	-0,3	-9,3	4,5	2,5
Turquía	6,1	3,2	7,5	2,8	0,9	-1,0	3,7	2,0
2.- IPC								
España	0,0	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,5	0,6	1,0
Eurozona	0,2	1,1	1,5	1,8	1,3	-0,3	1,0	1,2
Portugal (Adverso)	0,4	0,9	1,5	0,7	0,8	0,0	0,5	0,8
EE.UU.	0,4	0,9	1,5	0,7	0,4	1,2	1,8	1,9
R.Unido	0,2	1,6	3,0	2,3	1,8	0,6	1,4	1,5
Irlanda	0,1	0,0	0,4	0,7	1,3	-1,5	0,2	0,8
Suiza	-1,3	0,0	0,5	0,7	0,4	-0,5	0,3	0,7
Japón	0,2	0,3	1,0	0,3	0,8	-0,1	0,6	0,8
China	1,6	2,1	1,6	2,1	4,5	2,4	2,3	2,2
India	4,9	5,0	5,2	4,0	3,7	7,5	4,0	3,7
Brasil	9,0	8,8	3,5	3,7	3,7	4,3	3,8	3,5
México	2,1	3,4	6,8	4,8	2,8	4,0	3,7	3,5
Turquía	8,8	8,5	11,9	20,3	11,8	13,0	7,8	7,3
3.- Paro								
España (EPA)	20,9	18,6	16,6	14,5	13,8	16,2	17,8	16,2
Eurozona	10,4	9,6	8,7	7,9	7,4	8,3	9,0	8,7
Portugal (Adverso)	12,2	10,5	8,1	6,7	6,7	7,5	7,2	7,0
EE.UU.	5,0	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	5,6	5,0
R.Unido	5,1	4,8	4,5	4,0	3,8	5,8	7,0	5,7
Irlanda	8,9	6,9	6,2	5,3	4,7	7,2	6,0	5,0
Suiza	3,3	3,3	3,0	2,4	2,4	3,5	3,3	3,1
Japón	3,3	3,1	2,7	2,4	2,2	3,0	2,4	2,2
China	4,1	4,0	3,9	3,8	3,6	3,7	3,5	3,4
Brasil	7,4	11,9	12,0	11,6	11,3	14,4	14,0	12,5
México	4,0	3,4	3,1	3,4	2,9	4,7	4,5	4,0
Turquía	10,8	12,7	10,4	13,5	13,7	13,3	13,0	11,7
4.- Crédito s. privado								
España, empresarial Stock (%)	-4,9	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	7,8	3,1	3,0
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-13,5	-17,8	5,1	2,4	0,4	9,0	4,0	5,0
España, hipotecario Stock(%)	-4,7	-3,0	-2,4	-1,2	-0,6	-1,3	0,1	0,1
España, hip. nueva Produc.(%)	4,6	5,0	3,6	10,8	1,2	-1,0	8,0	4,0

Estrategia de Inversión 1T 2021

Estimaciones Bankinter	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e
5.- Tipos oficiales (Dic.)								
UEM. Tipo intervención	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM. Tipo depósito	-0,30	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
UEM. Compra activos (m€ / mes)	60	80	60	15	20	120	100	60
EE.UU.	0,25/0,5	0,5/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25
R.Unido	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	0,10	0,10	0,10
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Japón	0/0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
India	6,75	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	3,50	3,50
Brasil	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	2,00	2,00
México	3,25	5,75	7,25	8,25	7,25	4,25	3,90	4,25
Turquía	7,50	8,00	8,00	24,00	12,00	15,00	14,75	13,50
6.- Euribor (Dic.)								
Euribor 3M	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,50	-0,50
Euribor 12M	0,06	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,45	-0,42
7.- Bono 10A (Dic.)**								
España	1,76	1,36	1,56	1,41	0,47	0,02	+0,1/+0,3	+0,4/+0,6
Prima de riesgo España	113	115	114	117	66	59	60	60
Alemania	0,63	0,21	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,5/-0,3	-0,2/0,0
Portugal	2,52	3,76	1,94	1,71	0,43	-0,01	0,0/0,3	0,4/0,7
EE.UU.	2,26	2,45	2,35	2,69	1,92	0,92	1,20	1,50
R.Unido	1,96	1,24	1,20	1,28	0,82	0,27	0,40	0,50
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	-0,10	0,20
Suiza	-0,40	-0,20	-0,20	-0,28	-0,47	-0,59	-0,4/-0,1	-0,3/0,0
Japón	0,26	0,05	0,04	-0,01	-0,02	0,01	0,10	0,15
Turquía	10,50	11,08	11,40	15,83	12,08	12,82	11,80	10,50
8.- Divisas**								
Eurodólar	1,086	1,052	1,175	1,147	1,121	1,220	1,20/1,25	1,22/1,27
Euroyen	130,6	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	127/133	128/134
Dólar yen	120,2	117,0	112,7	109,7	108,6	103,5	106/106	105/106
Eurolibra	0,737	0,840	0,880	0,899	0,845	0,903	0,86/0,90	0,84/0,87
Eurosuizo	1,088	1,070	1,160	1,125	1,085	1,080	1,09/1,14	1,11/1,16
9.- Materias primas (Dic.)**								
Petróleo (Brent, \$/b.)	37,3	53,6	66,9	53,8	66	51,1	55,0	60,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	37,0	53,7	60,4	45,4	61	47,8	52,0	55,0
Oro (\$/oz.)	1.061	1.141	1.256	1.282	1.517	1.864	1.540	1.400

Fuente: Estimaciones Dic. '20 Análisis Bankinter

(*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

(**) En bonos, divisas y materias primas: 2019 y anteriores con cierres de mercado a 31 dic // 2020 con cierres de mercados a 16 dic

Estrategia de Inversión 1T 2021

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	2,4	0,3	-9,0	-2,9	-2,7	-3,6	-1,9	9,5	3,8	3,7	3,8	3,7	3,3	3,0	2,6	3,2
ESPAÑA	2,0	-4,2	-21,5	-8,7	-10,6	-11,3	-5,0	17,1	6,1	8,0	6,5	8,2	7,4	3,4	1,7	5,2
UEM	1,2	-3,3	-14,8	-4,3	-6,7	-7,3	-1,8	12,0	2,0	5,5	4,4	5,4	4,5	3,5	3,5	4,2
PORTUGAL (Adverso)	2,2	-2,4	-16,4	-5,7	-7,8	-8,1	-3,9	14,5	3,8	7,8	5,5	6,6	4,0	2,1	1,6	3,6
R. UNIDO	1,4	-2,1	-21,7	-9,6	-12	-11,4	-7,0	17,0	4,0	8,0	5,5	3,8	2,9	2,7	2,4	3,0
IRLANDA	5,6	6,0	-3,2	8,1	-1,0	2,5	6,0	5,0	5,0	4,0	5,0	5,0	4,5	4,5	4,0	4,5
SUIZA	1,1	-0,4	-7,8	-1,6	-1,5	-2,8	1,0	6,0	2,0	1,8	2,7	1,7	1,5	1,9	2,0	1,8
JAPÓN	0,3	-2,0	-10,3	-5,7	-1,5	-4,9	1,0	6,0	2,6	1,0	2,7	0,9	1,0	1,3	1,7	1,2
CHINA	6,1	-6,8	3,2	4,9	6,5	2,0	12,0	8,0	6,5	5,5	8,0	5,5	6,0	5,9	5,5	5,7
BRASIL	1,4	-0,3	-10,9	-3,9	-3,9	-4,8	4,0	4,0	3,5	4,0	3,9	3,0	3,0	2,0	2,0	2,5
RUSIA	1,3	1,6	-8,0	-3,6	-4,0	-3,5	1,0	3,5	4,0	3,8	3,1	3,0	2,5	2,0	1,8	2,3
INDIA	6,6	3,1	-23,9	-7,5	-7,5	-9,0	4,0	16,0	8,0	6,0	8,5	6,5	5,0	6,0	6,5	6,0
MÉXICO	-0,3	-1,4	-18,7	-8,6	-8,6	-9,3	5,0	4,5	4,5	4,0	4,5	3,0	3,0	2,0	2,0	2,5
TURQUÍA	0,9	4,4	-9,9	6,7	-5,0	-1,0	3,0	6,5	2,0	3,1	3,7	3,5	1,0	1,5	2,1	2,0
IPC	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	2,3	1,5	0,6	1,4	1,2	1,2	1,3	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
ESPAÑA	0,8	0,0	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0
UEM	1,3	0,7	0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,7	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2
PORTUGAL (Adverso)	0,8	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8
R. UNIDO	1,8	1,7	0,6	0,6	0,6	0,6	1,5	1,6	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
IRLANDA	1,3	0,7	-0,4	-1,2	-1,5	-1,5	-1,0	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,2	0,4	0,6	0,8	0,8
SUIZA	0,4	-0,5	-1,3	-0,8	-0,5	-0,5	0,3	0,7	0,5	0,3	0,3	0,7	0,5	0,6	0,7	0,7
JAPÓN	0,8	0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,5	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
CHINA	4,5	4,3	2,5	1,7	2,4	2,4	2,3	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2
BRASIL	3,7	3,3	2,1	3,1	4,3	4,3	4,2	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5
INDIA	3,7	5,8	6,2	7,3	7,5	7,5	5,0	4,8	4,5	4,0	4,0	4,0	3,9	3,7	3,7	3,7
MÉXICO	2,8	3,2	3,3	4,0	4,0	4,0	4,0	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5	3,5
TURQUÍA	11,8	12,1	11,7	11,8	13,0	13,0	9,0	8,8	8,8	7,8	7,8	7,5	7,0	7,3	7,3	7,3

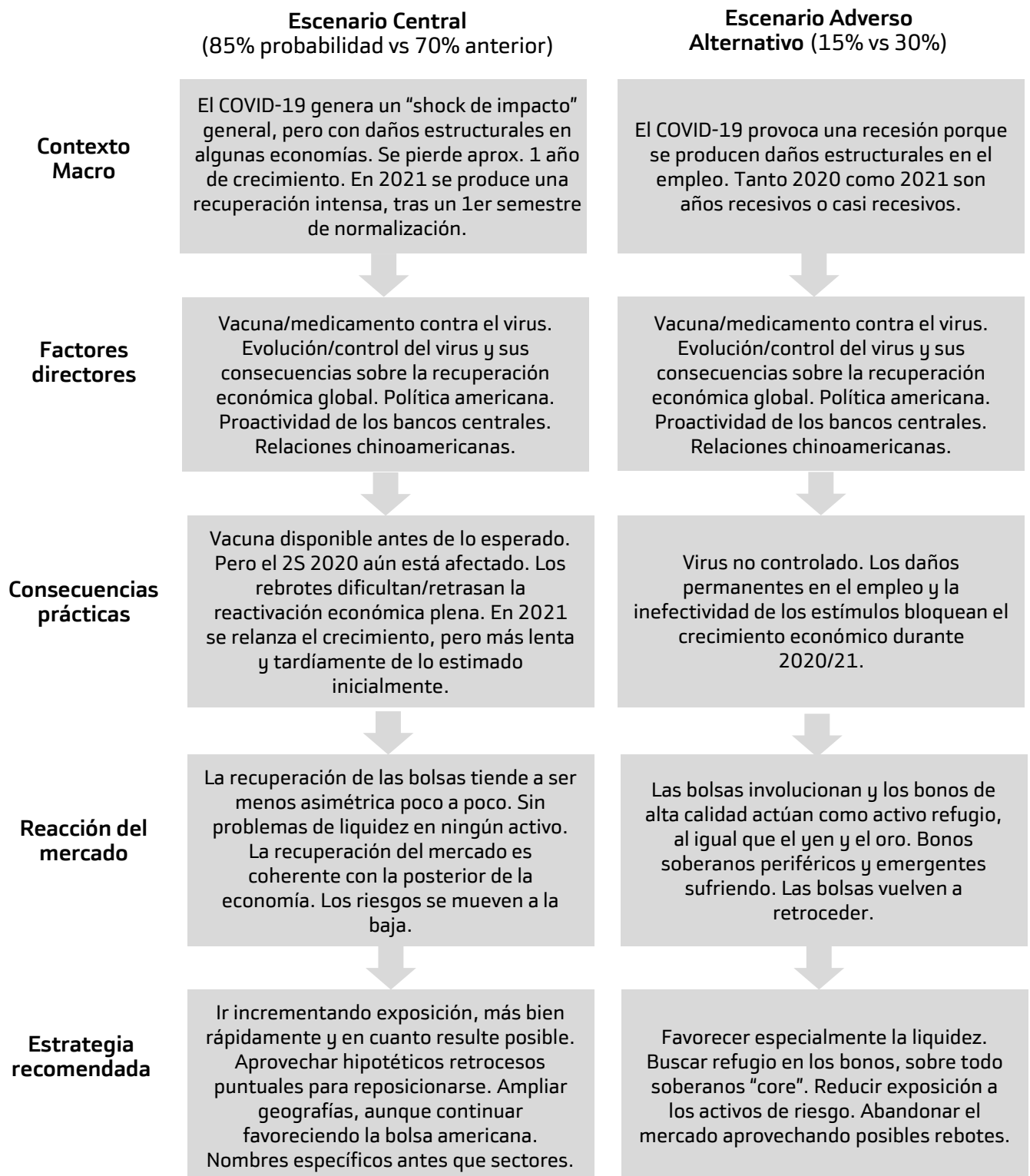
Estrategia de Inversión 1T 2021

Paño	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	3,5	4,4	11,1	7,9	6,7	6,7	6,7	6,4	6,0	5,6	5,6	5,7	5,3	5,2	5,0	5,0
ESPAÑA	13,8	14,4	15,3	16,3	16,2	16,2	17,9	17,2	17,7	17,8	17,8	16,9	16,1	16,0	16,2	16,2
UEM	7,4	7,4	7,9	8,5	8,3	8,3	8,5	8,6	8,7	9,0	9,0	9,0	8,9	8,8	8,7	8,7
PORTUGAL (Adverso)	6,7	6,2	6,9	7,8	7,5	7,5	7,5	7,4	7,3	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1	7,0	7,0
R. UNIDO	3,9	4,0	4,1	4,8	5,8	5,8	6,5	7,2	7,5	7,0	7,0	6,8	6,3	6,0	5,7	5,7
IRLANDA	4,7	5,3	4,6	5,4	7,2	7,2	7,0	6,8	6,3	6,0	6,0	5,8	5,7	5,5	5,0	5,0
SUIZA	2,4	2,8	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	3,5	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1
JAPÓN	2,2	2,5	2,8	3,0	3,0	3,0	2,8	2,4	2,6	2,4	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2
CHINA	3,6	3,7	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
BRASIL	11,3	11,7	12,9	14,3	14,4	14,4	14,3	14,2	14,1	14,0	14,0	13,8	13,5	13,0	12,5	12,5
MÉXICO	2,9	2,9	5,5	5,1	4,7	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2	4,0	4,0
TURQUÍA	13,7	13,5	13,0	12,7	13,3	13,3	13,3	13,1	13,0	13,0	13,0	12,9	12,4	12,0	11,7	11,7
Tipo Dtor.	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	1,50/1,75	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25
UEM	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM (Dep.)	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
UEM (QE)	20,00	20,00	120,00	120,00	120,00	120,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00
R. UNIDO	0,75	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
SUIZA	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
JAPÓN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CHINA	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
BRASIL	4,50	3,75	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
INDIA	5,15	4,40	4,00	4,00	4,00	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
MÉXICO	7,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	4,25	4,25
TURQUÍA	12,00	9,75	8,25	10,25	15,00	15,00	15,25	15,25	15,25	14,75	14,75	14,75	14,50	14,00	13,50	13,50

Fuente: Estimaciones Dic. '20 Análisis Bankinter

(*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

Perspectiva Global: El contexto



Estrategia de Inversión 1T 2021

Informe de Estrategia de Inversión 1T 2021

Enero/Marzo, 2021.

1.- Perspectiva Global.

"Hay tres tipos de personas en este mundo. Primero están las que hacen que ocurran las cosas. Luego están las que ven cómo ocurren las cosas. Por último, están las que preguntan: ¿qué ha ocurrido? ¿Cuál quieres ser tú?"

Steve Backley."

Lo mejor de 2021 es que no podrá ser peor que 2020. Ya no hay dudas sobre la sólida recuperación del mercado, de manera que los pesimistas han perdido definitivamente su apuesta. Ahora son como tortugas boca arriba: se mueven sin conseguir ningún resultado práctico, lo que les sitúa en la periferia no solo del mercado a corto plazo, sino probablemente también en la periferia de la historia de la economía del s.XXI. Sin embargo, en las antípodas de ese planteamiento, el "optimismo razonable" que defendemos desde abril 2020 ha dado y seguirá dando buenos resultados. También en 2021, año en que, afortunadamente, **será más difícil equivocarse que en 2020**. Conceptualmente **2020 fue el "año del mercado"**, por la fortísima caída desde el 20 de marzo y el 20 de abril y su consistente y rápida recuperación posterior, mientras que **2021 será "el año de la economía"** porque será cuando tenga lugar la recuperación del ciclo económico global. Eso no significa que vayamos a tener un mal año de mercados - o de bolsas, para ser más específicos - sino que será cuando se materialice esa recuperación que las bolsas ya han anticipado y sobre la cual, a juzgar por el resultado final, no tienen ninguna duda importante. De hecho, aparte de China, que marcha al menos un trimestre por delante en la recuperación del ciclo porque sufrió antes la pandemia (PIB 3T'20 +4,9%; 2T +3,2%; 1T -6,8%), ya Nueva Zelanda ha entrado en crecimiento positivo (+0,4%) y están a punto de conseguirlo Estados Unidos (-2,9%) y Alemania (-4,0%)... aunque probablemente se retrase un poco debido a los rebotes del virus a finales de 2020 (nosotros estimamos que lo conseguirán en el 2T'21).

*Todo va saliendo bien,
incluso mejor de lo esperado.
Solo el Brexit desentona*

TABLA 1.1: Estimaciones de crecimiento (PIB) actuales y anteriores

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019p	2020e		2021e		2022e	
								Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual
UEM	-0,4%	+0,9%	+1,5%	+1,7%	+2,5%	+1,8%	+1,2%	-7,2%	-7,3%	+5,0%	+4,5%	+2,5%	+3,2%
España	-1,2%	+1,4%	+3,2%	+3,2%	+3,1%	+2,6%	+2,0%	-13,1%	-11,3%	+7,0%	+6,5%	+1,5%	+5,2%
Portugal	+1,9%	+0,6%	+1,5%	+1,4%	+2,7%	+2,1%	+2,2%	-8,1%	-8,1%	+5,7%	+5,5%	+3,0%	+3,6%
EE.UU.	+2,2%	+2,4%	+2,4%	+1,6%	+2,3%	+2,9%	+2,3%	-3,9%	-3,6%	+4,0%	+3,9%	+3,0%	+3,2%
R.Unido	+1,7%	+2,5%	+2,3%	+1,8%	+1,7%	+1,3%	+1,4%	-8,6%	-11,4%	+7,4%	+5,5%	+2,5%	+3,0%
Irlanda	-0,3%	+5,3%	+25,2%	+5,0%	+7,2%	+6,7%	+4,9%	-4,5%	+2,5%	+6,0%	+5,0%	+5,5%	+4,5%
Suiza	+2,0%	+2,0%	+0,8%	+1,3%	+1,6%	+2,5%	+0,8%	-3,8%	-2,8%	+3,9%	+2,7%	+1,8%	+1,8%
Japón	+1,7%	+0,0%	+0,5%	+1,0%	+1,7%	+0,8%	+0,7%	-3,9%	-4,8%	+2,3%	+2,7%	+1,1%	+1,2%
China	+7,7%	+7,4%	+6,9%	+6,7%	+6,9%	+6,7%	+6,1%	+1,9%	+2,0%	+7,6%	+8,0%	+5,7%	+5,7%
India	+4,7%	+5,3%	+7,5%	+7,9%	+8,3%	+6,1%	+5,0%	-9,0%	-9,0%	+7,8%	+8,5%	+6,3%	+6,0%
Brasil	+2,5%	+0,3%	-3,5%	-3,5%	+1,3%	+1,3%	+1,1%	-5,6%	-4,8%	+3,9%	+3,9%	+2,5%	+2,5%
México	+1,4%	+2,8%	+3,3%	+2,9%	+2,1%	+2,0%	-0,1%	-14,0%	-7,1%	+6,6%	+4,5%	+1,6%	+2,5%
Turquía	+9,0%	+5,1%	+6,1%	+3,2%	+7,4%	+2,6%	+0,7%	-1,6%	-1,0%	+4,2%	+3,7%	+2,0%	+2,0%
Rusia	+2,1%	+0,2%	-2,8%	-0,3%	+1,8%	+2,5%	+1,3%	-5,5%	-3,5%	+3,1%	+3,1%	+2,3%	+2,3%

e = Estimación propia

(*) Sept. 2020. Informe de Estrategia de Inversión 4T 2020.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Aunque el **regreso al ciclo económico global expansivo parece inminente**, aún pesa una severa incertidumbre sobre el ritmo que ofrecerá, su rapidez o lentitud, y su simetría o asimetría según áreas geográficas. Pero creemos que desde una perspectiva global la incertidumbre sobre el regreso al ciclo expansivo se despejará positivamente en 2021 puesto que todo juega a favor de este desenlace y que eso ofrecerá un efecto benéfico de vuelta sobre las bolsas, proporcionándolas más seguridad. Siempre es igual: **primero el mercado y después la economía**. Tanto en un sentido (de expansión a contracción), como en el otro. El mercado - y sobre todo las bolsas - siempre se adelanta. Esa es una de sus principales funciones: hacer de semáforo. Y es un error no confiar en los semáforos... Otra de sus funciones principales es financiar la economía. Sin mercados de capitales - bolsas, bonos, divisas... - no existiría una economía dinámica y generadora de riqueza tal y como hoy la conocemos. Los sistemas de planificación centralizada se han mostrado incapaces de conseguir algo parecido y por eso han desaparecido. ¿Puede ser este el **"Fin de la Historia" de Francis Fukuyama, pero aplicado a la economía** en lugar de a los sistemas políticos? Si no lo es, desde luego se parece mucho. Al menos conceptualmente. Porque se equivoca quien pretenda poner punto y final a la continua evolución - y perfeccionamiento progresivo - de la economía. Pero sí **hemos llegado a un punto histórico extremadamente interesante** para el desenvolvimiento de la economía mundial puesto que es muy probable que estemos **testeando los límites estructurales de la dimensión de la deuda pública** (en el sentido de máximos) **y de los tipos de interés** (ídem mínimos), así como comprobando la dimensión infinita, en la práctica, de las políticas monetarias ultralaxas. Esto no había sucedido nunca antes.

Conceptualmente 2020 fue el "año del mercado" y 2021 será "el año de la economía"

Pero, **¿qué es todo eso que podía salir bien y que no solo ha salido bien, sino incluso mejor?** En primer lugar, el desarrollo y puesta en mercado de las primeras **vacunas**. La rapidez en conseguirlo y, sobre todo y casi más importante, el elevado grado de efectividad que ofrecen ya desde sus primeras versiones (90%/95%), está muy por encima de expectativas. Aunque, en honor a la verdad, parece justo recordar aquello que escribimos en nuestra Estrategia de Inversión 4T 2020 (pág.11, párrafo primero), no sin asumir un riesgo no despreciable puesto que en esos momentos nadie se arriesgaba a estimar plazos: *"...seguimos pensando que resulta muy probable la disponibilidad de una vacuna ("alguna" vacuna, aunque "imperfecta") en algún momento entre noviembre 2020 y febrero 2021... [sic]"*. Al final la vacuna primera ha estado disponible dentro de dicho rango temporal estimado y parece menos "imperfecta" de lo que aventurábamos. Por eso en este punto, el más importante tal vez, podemos decir que el desenlace ha sido mejor de lo esperado.

Testeamos los límites estructurales de la dimensión de la deuda pública (en el sentido de máximos) y de los tipos de interés (ídem mínimos), así como comprobando la dimensión infinita, en la práctica, de las políticas monetarias ultralaxas.

En **segundo lugar**, el **desenlace electoral americano**. Aunque tan confuso como anticipamos que sería, también ha sido más constructivo de lo esperado. La victoria demócrata coloca a Biden en una presidencia con reducido margen de maniobra en cuestiones clave, como subidas de impuestos o el aumento de presión regulatoria sobre las tecnológicas. El Senado continúa controlado por los republicanos y curiosamente la Cámara de Representantes se reequilibra en favor de estos últimos, de manera que Biden legislará sometido a un sólido control republicano. Es decir, solo podrá hacer algo (subir impuestos, regular más estrechamente a las tecnológicas, aprobar un 2º paquete de estímulos fiscales, etc) si lo acuerda con los republicanos, quienes seguirán teniendo la llave de las grandes decisiones económicas, que es lo que realmente le importa al

Estrategia de Inversión 1T 2021

mercado. Y los republicanos dejarán de estar sometidos a la presión de una figura como la de Trump, a quien nunca aceptaron como *uno de los suyos*, sino más bien "soportaron" a disgusto. Es probable que prácticamente desaparezca de la escena política, lo que facilitará las relaciones entre ambos partidos. Durante los próximos 4 años muy probablemente la nueva Administración Americana se encuentre desde el primer día en una situación de "lame duck" o "pato cojo", como se denomina al gobierno que se ve forzado a trabajar con una Cámara de Representantes en la que, o bien no cuenta con mayoría, o bien está a punto de ser renovada en favor de representantes del otro partido. Además, este resultado electoral implica el regreso al multilateralismo en lo comercial, abandonando la endogamia anterior. Esto debería dinamizar el crecimiento y la creación de empleo globales, reforzando las expectativas de una rápida recuperación del ciclo económico. En definitiva, las elecciones han dado como resultado un gobierno demócrata con estrecho control republicano y eso es, sin duda, menos conflictivo de lo esperado y gusta al mercado.

En **tercer lugar**, la rotunda proactividad de los **bancos centrales** y, particularmente, de la Fed, el BCE, el BoJ y el BoE. Son quienes están realmente dando soporte al mercado, a los precios de los activos. Directamente a los bonos e indirectamente a las bolsas. Sus programas de compra de activos han demostrado ser, en la práctica, de dimensión infinita. Y, en paralelo, su manejo de los mensajes al mercado, sus respectivos "forward guidances", no solo no han tenido fallos relevantes, sino que generalmente han sido francamente acertados. Solo ha desentonado un poco la Fed el pasado 16 de diciembre cuando, tras terminar su reunión de dos días, ni amplió su programa de compra de activos (120.000M\$/mes), ni manifestó su intención de reenfoque sus compras hacia el tramo largo de la curva (bonos 10-30 años), que era lo que se esperaba que hiciera. Sin embargo, el mercado no ha reaccionado negativamente a esta teórica decepción, ni siquiera el mismo día, porque, afortunadamente, está determinado a interpretar en positivo casi cualquier noticia. Y, en este caso, la interpretación positiva es que, si la Fed ha decidido no enfocarse en la zona larga de la curva de tipos (para así, entre otras cosas, abaratar las hipotecas americanas, aproximadamente el 70% de ellas vinculadas al bono a 30 años, y favorecer indirectamente el consumo privado) es porque a la economía americana realmente no le hace falta para recuperarse.

En **cuarto lugar**, un asunto muy importante en el plano comercial internacional pero que, sin embargo, inexplicablemente, ha pasado casi desapercibido: la firma del **RCEP o Regional Comprehensive Economic Partnership**. Se trata de un acuerdo de libre comercio progresivo entre 15 economías de Asia-Pacífico: China, Japón, Corea del Sur, Australia, Nueva Zelanda, más las 10 que ya conforman el ASEAN. Llevaba negociándose 10 años y parecía muy difícil que se firmara a corto plazo debido a la enemistad histórica entre algunos de sus miembros, pero inesperadamente han sabido anteponer los intereses económicos comunes a las diferencias históricas. No supondrá ningún cambio repentino a corto plazo, pero indudablemente dará soporte a la recuperación del ciclo económico mundial durante los próximos trimestres, aunque favoreciendo particularmente al área Asia-Pacífico.

La rotunda proactividad de los bancos centrales es lo que está realmente proporcionando soporte al mercado, a los precios de los activos.

El dinamismo económico y la toma de decisiones se desplazan cada vez más rápidamente hacia la región Asia-Pacífico.

Estrategia de Inversión 1T 2021

En **quinto lugar**, algo que muy probablemente sucederá nada más vea la luz este informe: un **2º paquete de estímulos fiscales en Estados Unidos** por importe de 900.000M\$ vs 748.000M\$ esperado hasta mediados de diciembre. Creemos que incorporará más conceptos de lo esperado, aparte de un importe superior, puesto que, una vez que los republicanos han perdido las elecciones tienen menos incentivos para llegar a un acuerdo con los demócratas con respecto a este asunto y por eso las expectativas eran discretas. Creemos que incluirá pagos directos ("stimulus checks") entre 600\$ y 700\$ por persona, una extensión de las prestaciones por desempleo (300\$/semana), 330.000M\$ en ayudas a las pequeñas empresas (el conocido como PPP o *Paycheck Protection Programme*) y financiación para la distribución de la vacuna. Quedarán excluidos los puntos que suscitan más desencuentros entre demócratas y republicanos, tales como la asistencia a estados y a los gobiernos locales - sin apoyo republicano - y el escudo que cubriría la responsabilidad de las empresas por cuestiones relacionadas por el Covid-19 - sin apoyo demócrata -. Pero todo permite pensar que saldrá adelante un 2º paquete de estímulos fiscales y que será más amplio de lo esperado.

Y en **sexto y último lugar** (al menos entre lo más importante) igualmente creemos que nada más publicarse este informe se firmará el **acuerdo formal para el Brexit**, tal vez incluso el mismo día 24 de diciembre por la mañana. Podría llevarse adelante una aplicación provisional sujeta a la aprobación posterior por los respectivos parlamentos, en cuanto sea posible en los primeros días de enero. Pero a efectos prácticos, creemos que la buena noticia, que se ha podido ir comprobando poco a poco a lo largo del segundo semestre de 2020, es que el mercado ignora absolutamente cualquier riesgo derivado de este asunto. Esto es lo realmente importante. Y tiene sentido porque, como hemos venido defendiendo, la separación práctica de la UE se realizará respetando lo que denominamos el "acuerdo doble cero": cero aranceles y cero contingentes. Y es este aspecto, el comercial, el único que realmente le importa al mercado. De hecho, los asuntos pendientes de desbloqueo hasta el último momento carecen de repercusión económica práctica y, por eso, el mercado los ignora: básicamente, el acceso mutuo a las respectivas aguas territoriales para pescar, la base legal para resolver las futuras disputas y las normas comunes aplicables para una competencia leal (calidad y seguridad de productos y servicios).

Como hemos dicho al principio, 2020 fue "el año del mercado" y "2021 lo será de la economía". Y esto segundo reafirmará lo primero. Por eso los activos refugio pierden atractivo. Podríamos decir que nos adentramos poco a poco en una especie de "aburrimiento alcista", *afortunadamente* ausente de exuberancias y que debería ser muy bienvenido porque aportará lo que podríamos denominar una "**estabilidad reconstructiva**". El resultado, en lo que al contexto se refiere - economía y mercados - no tiene por qué ser el mismo que teníamos antes, hasta 2019. **Será distinto y puede que mejor.**

Identificamos **4 factores dinamizadores y de soporte** para el mercado de ahora en adelante y que muy probablemente permanecerán a lo largo de 2021, mientras que muy pocos factores que contribuirán a lastrarlo. Los primeros son la **inmensa liquidez** introducida por los bancos centrales, la permanencia de unos **costes de financiación extremadamente reducidos** (esto probablemente se convierta en un cambio estructural), la propia **reactivación económica** a medida que la aplicación de las vacunas se extienda y la intensificación de las **operaciones corporativas** (M&A). Estas últimas se vuelven más frecuentes en la fase de confirmación del retorno

La aprobación del segundo paquete de estímulos fiscales en Estados Unidos es cuestión de días y será algo más generoso de lo esperado.

El mercado ignora absolutamente cualquier riesgo derivado de la firma formal del Brexit porque la separación práctica de la UE se realizará respetando el "acuerdo doble cero": cero aranceles y cero contingentes.

Riesgos y volatilidad a la baja. Seleccionar y adaptarse es la solución.

Más pros que cons de ahora en adelante y a lo largo de 2021

Estrategia de Inversión 1T 2021

de un ciclo contractivo a expansivo, como creemos que sucede ahora, caracterizada por una rápida mejora de las perspectivas de negocio (es decir, de las cifras de ventas), lo que fuerza una progresiva revisión al alza de las valoraciones de las compañías (por el aumento de su valor futuro) en un contexto de márgenes cada vez más estrechos que obliga a ganar economías de escala que garanticen no ya una posición competitiva cómoda, sino la propia supervivencia. Y la intensificación de los movimientos corporativos es inevitablemente inflacionista para las cotizaciones.

La economía - como el mercado, las bolsas - es un "organismo vivo" que evoluciona continuamente y solo sobrevivirá quien se adapte rápida y eficientemente al cambio. Es la *puesta en práctica* del **darwinismo económico** que siempre ha funcionado y que seguirá funcionando. Por eso, por ejemplo, continuar hablando de "tecnológicas" de forma genérica y amplia ya no tiene sentido. Nosotros entendemos que las compañías exitosas del s.XXI son aquellas que desarrollan un negocio específico y perfectamente identificable en lo conceptual (p.ej., material sanitario en el caso de Intuitive Surgical) pero que son capaces de desarrollar una tecnología innovadora (en este caso, el robot Da Vinci, entre otras) que las coloca en una posición competitiva líder difícilmente replicable con el transcurso del tiempo, puesto que, en base a insistir en esa estrategia, se distancian progresivamente más de sus competidores. Por eso en 2021 somos más selectivos que en 2020. Antes elegíamos "tecnológicas" de forma casi genérica. Ahora compañías de videojuegos específicamente, entre otras "tecnológicas", pero sin dejar de identificar nombres concretos: Electronic Arts, Activision, Take-Two y Zynga. Dejamos atrás lo genérico y nos adentramos en lo específico. Y nos adentramos aún más que en 2020 en nombres concretos, ya sea de compañías, fondos de inversión o cualquier otra clase de activo. En los apartados correspondientes de este informe ofrecemos todos los detalles, con una tabla resumen inclusive ([ver pág. 51](#)).

Justo tras el desenlace electoral americano y coincidiendo con el anuncio por parte de Pfizer de que su vacuna ofrece una elevada efectividad, [el 10 de noviembre de 2020](#) subimos exposición recomendada 5 puntos, hasta 15% (perfil Defensivo)/70% (perfil Agresivo). Enseguida, [el 23 de noviembre volvimos a elevar exposición](#), 10 puntos esta vez, hasta 25% (perfil Defensivo)/80% (perfil Agresivo) a la vista de que todos los desenlaces de los asuntos claves para el mercado (vacuna, elecciones americanas, resultados empresariales, determinación de los bancos centrales, etc.) eran y/o parecía que iban a ser constructivos. La reducción de exposición que aplicamos en nuestra Estrategia 4T 2020 (-5 puntos a todos los perfiles de riesgo) era táctica, no estratégica, y ha demostrado ser acertada puesto que ha tenido una vida útil de menos de mes y medio. Únicamente cumplía una misión preventiva debido al incremento de los riesgos que en septiembre tuvo lugar (incertidumbre electoral en Estados Unidos, resultados de las distintas vacunas, etc).

Ahora **nos sentimos cómodos con el rango de exposición 25%/80% adoptado desde el 23 de noviembre de 2020, aunque parezca algo elevado, y nos reafirmamos en él.** Nos anticipamos en noviembre aplicando nuestro principio de que "algo imperfecto a tiempo es mucho mejor que algo supuestamente perfecto a destiempo", tomando el riesgo de una posible precipitación, pero la evolución de las principales bolsas en noviembre (tomado aisladamente) nos dio la razón: S&P500 +10,8%; DJI-30 +11,8%; Nikkei-225 +15,0%; EuroStoxx-50 +18,1%; Ibex-35 +25,2%... Llegamos a tiempo en noviembre y ahora no sentimos la necesidad de

El darwinismo económico siempre ha funcionado y seguirá funcionando

Las valoraciones siguen siendo suficientes para un contexto de tipos cero, así que nos reafirmamos en unos niveles de exposición más bien elevados

La evolución de las principales bolsas en noviembre (tomado aisladamente) nos ha dado la razón: S&P500 +10,8%; DJI-30 +11,8%; Nikkei-225 +15,0%; EuroStoxx-50 +18,1%; Ibex-35 +25,2%... ¡Llegamos a tiempo!

Estrategia de Inversión 1T 2021

hacer nada más, salvo describir con detalle nuestras preferencias y recomendaciones por geografías, sectores, compañías y clases de activos (fondos de inversión, carteras modelo, ETFs, etc).

Nuestras **valoraciones actualizadas de las principales bolsas** ofrecen potenciales suficientes, aunque no generosos¹: S&P500 4.186 puntos (potencial +13%); Nikkei-225 28.544 (+7%); EuroStoxx-50 3.960 (+11%); Ibex-35 8.348 (+2%). Sin embargo, su atractivo es más que suficiente en los casos del S&P500 y EuroStoxx-50 si tenemos en cuenta el entorno de tipos cero y de inflación prácticamente inexistente, el cual consideramos más estructural que pasajero. Por eso nuestra estrategia de inversión sigue favoreciendo la bolsa americana (50% de peso recomendado para un perfil de riesgo Moderado, como referencia básica), pero ampliamos alternativas al incorporar no solo la Eurozona (35%), sino también Japón, China y resto de economías emergentes (estas 3 áreas con un peso igual del 5%). Esto ya lo anticipamos en [nuestro Informe Diario del 23 de noviembre de 2020](#), por lo que ahora solo nos reafirmamos en ello.

Nuestras valoraciones actualizadas de las principales bolsas ofrecen potenciales suficientes, aunque no generosos.

TABLA 1.2: Bolsas. Valoraciones y otras referencias.

	Var. %	Valoración (2)		Potencial (4)	Máximo Histórico	Fecha del máximo	
	2020 (1)	Anterior(3)	Actual				17/12/20
Ibex-35	-14,6%	7.298	8.348	8.155	+2,4%	15.946	08.11.2007
EuroStoxx-50	-4,8%	3.642	3.960	3.567	+11,0%	5.464	06.03.2000
S&P 500	+15,1%	3.718	4.186	3.720	+12,5%	3.702	08.12.2020
Nikkei 225	+13,3%	25.121	28.544	26.807	+6,5%	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2020 hasta 17.12.2020. (2) Valoraciones estimadas para Dic.2021.

(3) Calculado en sept. 2020 para la Estrategia de Inversión 4T 2020. (4) Potencial estimado desde el 17.12.2020 hasta Dic.2021.

Creemos que **los bonos serán la clase de activo mejor soportado** porque están generalmente respaldados de manera directa por los bancos centrales, algo que es altamente improbable que cambie a lo largo de los próximos trimestres. Seguimos pensando - y la evolución de los acontecimientos nos reafirma en ello - que el BCE tiene la intención no reconocida explícitamente de terminar colocando las TIR de los bonos soberanos europeos de menor calidad en el entorno del 0% o testimonialmente en negativo y que no se siente incómodo de que, como consecuencia indirecta de ello, los de mejor calidad permanezcan en rentabilidades negativas y dentro de un rango que estimamos en -0,50%/-0,80% (alemanes, austriacos, holandeses...). Ya actualmente los bonos portugueses e irlandeses cotizan con rentabilidades negativas (nos referimos siempre a los bonos a 10 años, como referencia básica), los españoles no tardarán en unirse a ellos (prácticamente en 0% ahora) y algo más adelante, pero no mucho, también los italianos (0,475%) y griegos (0,57%). En cuanto a los bonos americanos, creemos que la Fed terminará aumentando su implicación en la zona más larga de la curva, aunque no lo reconozca ni lo avise, de manera que el bono americano a 30 años podría estrechar su TIR desde 1,65% hasta niveles inferiores a 1,50%.

El BCE tiene la intención no reconocida explícitamente de terminar colocando las TIR de los bonos soberanos europeos de menor calidad en el entorno del 0% o testimonialmente en negativo

El euro será la divisa fuerte del mundo, al menos durante un tiempo.

¹ Con perspectiva para Diciembre 2021

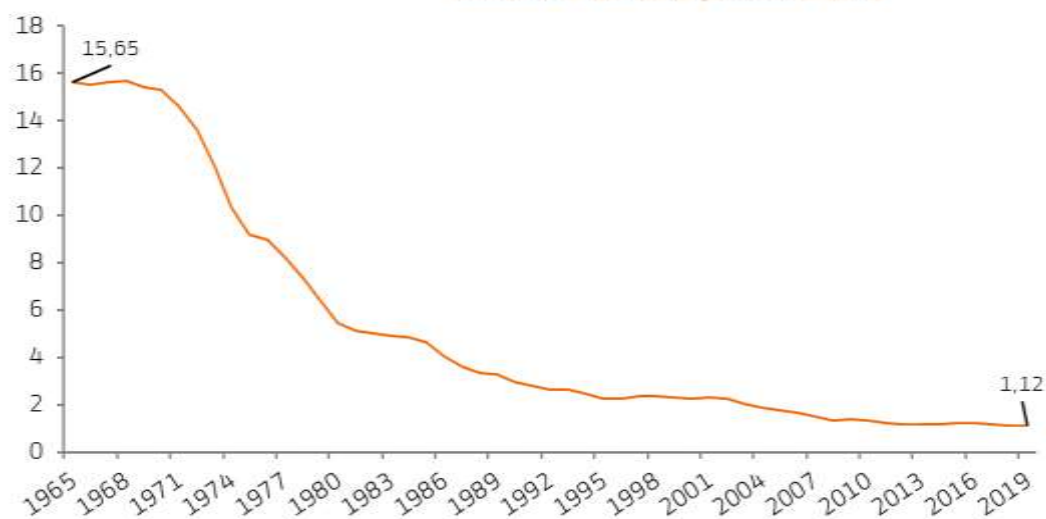
Estrategia de Inversión 1T 2021

El contexto de divisas será poco beligerante. El USD seguirá depreciándose, puede que hasta 1,25\$/€, pero sin movimientos agresivos. Una dirección muy parecida, pero incluso algo más intensa, seguirá el yen. Estimamos que en 2021 se debilitará hasta el nivel 130 contra euro o incluso algo más allá. Por inacción y para satisfacción alemana, **el euro será la divisa fuerte** del mundo, al menos durante un tiempo. Eso neutralizará cualquier riesgo de inflación importada y abaratará los costes energéticos de las compañías europeas, puesto que el **petróleo** se paga en USD en los mercados internacionales. Esta materia prima se encarecerá de forma no agresiva, estimamos que hasta el rango 50/60\$/b. (Brent) hasta 2021 y siempre que la OPEP+ se mantenga alineada, alentada por la recuperación de la demanda derivada de la reactivación del ciclo económico global. En cualquier caso, este encarecimiento no supondrá ningún obstáculo serio para dicha reactivación ya que las mejoras de productividad vía eficiencia energética son cada vez más rápidas, como se puede apreciar en el Gráfico 1.1 que se ofrece a continuación.

El petróleo se encarecerá de forma no agresiva, estimamos que hasta el rango 50/60\$/b. (Brent) hasta 2021 pero eso no supondrá ningún obstáculo serio para la reactivación ya que las mejoras de productividad vía eficiencia energética son cada vez más rápidas

GRÁFICO 1.1: Eficiencia energética mundial

Consumo de barriles de petróleo/1M\$ PIB



Fuentes: British Petroleum. Banco Mundial.

Todo esto se ofrece con más detalle en las páginas siguientes de este informe y más concretamente en el Capítulo 3 - Ideas de Inversión: Asignación de Activos.

Después del *rally* de mercados que ha tenido lugar desde mediados de abril de 2020 nos parece adecuado cerrar este resumen aludiendo a la paciencia y la consistencia a la hora de invertir. Y qué mejor forma de hacerlo que citar a Warren Buffet: **"El mercado es un medio para transferir dinero de los impacientes a los pacientes"**.

¡Buena Navidad, buena lectura y buena suerte!

Estrategia de Inversión 1T 2021

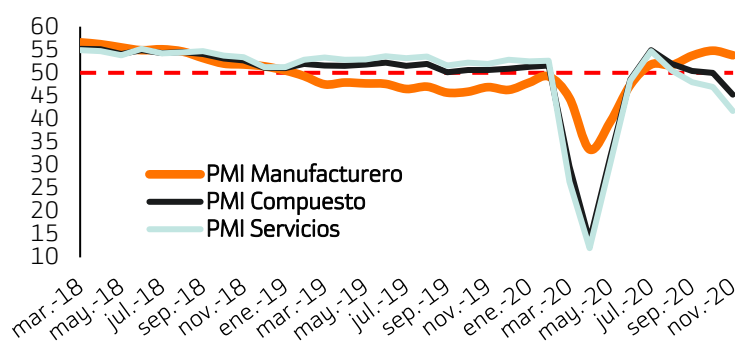
Eurozona: "La 2ª ola de contagios retrasa la reactivación, pero la perspectiva de vacunaciones masivas en 2021 y el despliegue del Fondo de Recuperación reafirman un desenlace de recuperación asimétrica e incompleta hasta final de 2022.

*Tras una robusta recuperación en 3T20, una nueva ola de contagios y restricciones desde octubre modera las perspectivas de recuperación en el futuro inmediato. La probabilidad de contracciones del PIB en 4T20 y 1T21 aumenta. Pero la perspectiva de vacunaciones masivas a lo largo de 2021 mantiene el **escenario de recuperación del potencial de crecimiento a largo plazo de la economía a final del año**. El ritmo de despliegue de vacunas y de las ayudas fiscales, en concreto el Fondo de Recuperación Europeo, serán claves para determinar el ritmo de una recuperación que será **asimétrica por países y sectores**. Y que no será completa (recuperación niveles pre-crisis) hasta finales de 2022. Los **estímulos fiscales y monetarios** se mantienen para impulsar la recuperación. El **Fondo de Recuperación** se desbloquea y movilizará 750.000M€ a partir de verano/otoño 2021 en transferencias directas a los países más necesitados. El **BCE amplía el importe y plazo de los programas de financiación** a Gobiernos y bancos implementados durante la crisis (PEPP y TLTRO-III). Busca mantener unas condiciones de financiación muy favorables hasta el final de la crisis. **Unas perspectivas de inflación a medio plazo muy moderadas y alejadas del objetivo del BCE** permitirán una política monetaria muy acomodaticia durante un periodo de tiempo muy prolongado, facilitando la carga de uno de los legados de la pandemia a largo plazo: **mayores niveles de deuda pública**. Nuestro escenario central apunta a una caída del PIB de -7,3% en 2020 con una recuperación de +4,4% en 2021 y +4,2% en 2022.*

Tras una caída histórica de la actividad económica en el 2T (-11,8% t/t), el PIB muestra una recuperación más robusta de lo esperado en el 3T (+12,5% t/t). Sin embargo, una segunda ola de contagios de Covid-19 a comienzos de octubre, que obliga a nuevos confinamientos y restricciones, **deprimen la actividad económica**. El PMI Compuesto vuelve a nivel de contracción en noviembre (45,3) tras 4 meses consecutivos por encima de 50, lastrado especialmente por los Servicios (41,7) mientras que el Manufacturero (53,8) aguanta LA expansión que recuperó en julio.

La segunda ola de contagios a comienzos de octubre deprime la actividad económica...

GRÁFICO 1.2: UEM, Evolución PMIs



Fuente: Bloomberg

Aunque la perspectiva de vacunaciones masivas a lo largo de 2021 mantiene el escenario de recuperación del potencial de crecimiento a largo plazo de la economía a final del año, **las perspectivas de crecimiento para los próximos trimestres se debilitan**. La probabilidad de nuevas contracciones del PIB en 4T20 y 1T21 aumenta, aunque el impacto no será tan severo como en la primera ola del virus. La combinación de amplios apoyos monetarios y fiscales, así como los ajustes y medidas adoptadas en los últimos meses reducen la incertidumbre asociada con esta segunda ola. El ritmo de despliegue de vacunas y de las ayudas fiscales, en concreto el Fondo de Recuperación Europeo, serán claves para

... y aumenta la probabilidad de contracción del PIB en 4T20 y 1T21. Pero la perspectiva de vacunaciones masivas mantiene el escenario de recuperación gradual en 2021.

Estrategia de Inversión 1T 2021

determinar el ritmo de una **recuperación que será asimétrica por países y sectores**. Y que **no será completa** (recuperación niveles pre-pandemia) hasta finales de 2022.

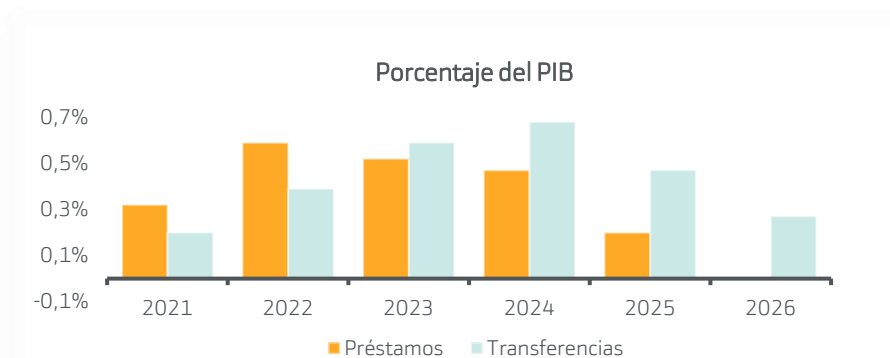
Algunos países de la Eurozona encontrarán más dificultades en recuperar sus trayectorias de crecimiento previas a la crisis, que ahondará la brecha de riqueza y nivel de vida entre los países del bloque. Según el FMI el PIB per cápita de España pasará de ser el 82% del de Alemania en 2010 al 74% en 2025; Portugal del 68% al 66%; Grecia del 78% a 58%.

Recientemente se ha aprobado formalmente el **Fondo de Recuperación Europeo por importe de 750.000M€**, que se enmarca en el Presupuesto de la UE 2021-2027. El Fondo **se canalizará a través de transferencias (390.000M€) y préstamos (360.000M€) a los Gobiernos**. Las inversiones deberán centrarse en la transformación digital y ecológica de las economías y para tener acceso a los fondos los estados deberán seguir las recomendaciones de reformas estructurales de la CE. El Fondo ayudará a las economías más afectadas y su desembolso será gradual durante el periodo 2021-2026, permitiendo un aumento del gasto público que apoye la recuperación.

La recuperación será asimétrica por países y sectores. Y no será completa (recuperación niveles pre-pandemia) hasta finales de 2022.

El Fondo de Recuperación Europeo canalizará 750.000M€ en transferencias y préstamos a partir de verano/otoño 2021.

GRÁFICO 1.3: UEM, Reparto Temporal del Fondo de Recuperación



Fuente: Comisión Europea

Por primera vez la CE emitirá **deuda conjunta** para lanzar un programa de transferencias directas a los países más necesitados. Los fondos se reembolsarán a partir de 2027 con cargo a los futuros presupuestos de la UE. Se instaurarán nuevos impuestos europeos (tasa digital, impuesto sobre derechos de emisión y sobre plásticos y sobre derechos de emisiones contaminantes) para reducir la presión sobre los presupuestos nacionales. El objetivo es reparar el daño causado por la pandemia, acelerando la transformación verde y digital de Europa y mitigando las diferencias entre países.

Por su parte, **el BCE sigue apoyando la recuperación con estímulos monetarios**. En su última reunión del 10 de diciembre mantuvo sin cambios los tipos de interés y el Programa de Compra de Activos, pero amplió el importe y plazo de los programas de financiación a Gobiernos y bancos implementados durante la crisis (PEPP y TLTRO-III); **el PEPP** (Pandemic Emergency Purchase Program) desde 1,35B€ hasta 1,85B€ y el plazo desde jun'21 hasta mar'22. Y la reinversión de los principales que vayan venciendo hasta final 2023. Introduce cambios en su programa de **TLTRO-III**: nuevos programas en 2021, amplía plazo desde jun'21 hasta jun'22 y **suaviza las condiciones de los colaterales**. Introduce 4 nuevos

Por primera vez, la CE emitirá deuda conjunta para financiar el Fondo de Recuperación. La cohesión europea se refuerza.

El BCE sigue apoyando con estímulos monetarios. Amplía el importe y plazo de los programas de financiación a Gobiernos y bancos implementados durante la crisis (PEPP y TLTRO-III)...

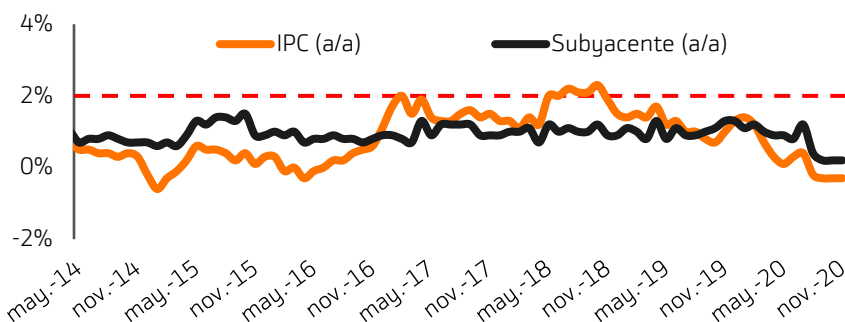
Estrategia de Inversión 1T 2021

PELTROs en 2021. Las medidas buscan seguir garantizando la liquidez y unas condiciones de financiación muy favorables hasta el final de la crisis sanitaria, que prevé a final de 2021.

Este entorno monetario ultra acomodaticio permitirá sortear uno de los legados de la pandemia a largo plazo: mayores niveles de deuda pública, que podrán financiarse con las compras por parte del BCE y el mantenimiento de tipos bajos durante un periodo de tiempo muy prolongado, manteniendo la carga del gasto por intereses en niveles reducidos (3,6% del PIB de la UE en 2019). **Estimamos que el BCE mantendrá su tipo director en 0% hasta, por lo menos, 2022.** Y el tipo de depósito en -0,5%.

Las expectativas de inflación se mantienen muy moderadas. El IPC entra en terreno negativo en noviembre (-0,3%), lastrado por la debilidad de la demanda y la caída del precio de la energía. **Prevemos tasas negativas hasta comienzos de 2021 y una posterior recuperación de los precios a medida que la recuperación gana tracción y desaparece el impacto de factores temporales** como los recortes del IVA en Alemania o el efecto espejo de la caída del crudo. Con todo, **las perspectivas de inflación a medio plazo se mantienen muy moderadas y alejadas del del objetivo del BCE** (inferior pero cercana al 2%) en el medio plazo. El BCE estima que en 2023 el IPC medio todavía se situará en 1,4% en 2023 lo que favorece la política monetaria ultra laxa del BCE.

GRÁFICO 1.4: UEM, Evolución IPC



Fuente: Bloomberg

La crisis dejará un impacto de largo plazo en el mercado laboral, especialmente en los países del sur de Europa donde la tasa de desempleo ya era elevada antes de la pandemia y donde la proporción de PYMES, el sector de turismo y hostelería y de mano de obra menos cualificada, más afectados, es también mayor. Asimismo, estos países disponen de menor margen de actuación fiscal. Es por ello, que estos países recibirán una mayor porción del Fondo de Recuperación de la CE y del programa de compra de activos especial de la pandemia (PEPP) del BCE, que tiene flexibilidad para adquirir una mayor proporción de deuda de los países más penalizados que evite ampliaciones en las primas de riesgo e incrementos en el coste de financiación. Los planes de ayudas temporales al desempleo (ERTEs) han evitado que la tasa de paro se dispare bruscamente en 2020 (8,3% estimado vs 7,6% en 2019). A pesar de la mejora en PIB, la tasa de paro volverá a subir en 2021 (8,7% estimado) por la finalización de estos programas en algunos de los países de la Unión.

Nuestro escenario central apunta a una caída del PIB en la UEM de -7,3% en 2020 con recuperación de +4,4% en 2021 y +4,2% en 2022. La posibilidad de nuevos rebotes y el alcance de las medidas de estímulo determinarán el ritmo de la recuperación.

... busca seguir manteniendo unas condiciones financieras muy favorables.

Y permite financiar el aumento de deuda pública, manteniendo la carga del gasto por intereses en niveles reducidos.

Las expectativas de inflación a medio plazo se mantienen muy moderadas y alejadas del objetivo del BCE, lo que facilita la aplicación de una política monetaria ultra laxa.

El impacto en el mercado laboral se ha amortiguado por los planes de ayuda al desempleo (ERTEs), pero será prolongado, especialmente en los países del sur de Europa.

Estimamos una caída del PIB de -7,3% en 2020, y una recuperación de +4,4% en 2021 y +4,2% en 2022

Estrategia de Inversión 1T 2021

Suiza: "El crecimiento volverá en 2021. La macro muestra fortaleza y demuestra factores de resiliencia que favorecen su recuperación"

*Suiza es uno de los países europeos que mejor ha evolucionado durante la crisis del CV19. En los últimos datos de PIB (3T20) se sitúa muy por encima de la media de la UEM (-1,6% a/a vs -4,3%). Estimamos que la **recuperación continuará en 2021**. La macro seguirá mostrando fortaleza como hemos visto en la segunda mitad de 2020. Los **3 factores de resiliencia** que hemos defendido en los últimos meses **favorecerán la recuperación**: (i) **Importante peso del sector industrial**, (ii) **resiliencia de sus principales socios comerciales** (Alemania, EE.UU. y China) y (iii) **cuentas públicas saneadas y máxima calificación crediticia**. El **Franco Suizo tenderá a la depreciación** ante un escenario pro-bolsas que eliminará la presión sobre los activos refugio mientras que el SNB seguirá manteniendo su política intervencionista para frenar cualquier apreciación. Estimamos un rango para el €/CHF de 1,09/1,14 en 2021 y 1,11/1,16 en 2022.*

La economía suiza continúa evolucionando de forma favorable en comparación con la media europea (PIB 3T20 -1,6% a/a vs -4,3% UEM). La reciente expansión del virus ha producido un incremento de restricciones, siendo estas más flexibles que en otros países como España o Francia. Por tanto, su impacto económico será menor.

Los indicadores macro constatan una recuperación sólida en la segunda mitad del año. El Indicador Adelantado KOF, tras marcar su mínimo histórico en marzo (52,3), se recuperó con fuerza superando su media histórica (99). Actualmente permanece por encima (103,5). Es coherente con los indicadores intermedios. El PMI manufacturero se sitúa ampliamente en zona de expansión. En noviembre se situó en 55,2, batiendo ampliamente las expectativas. Esperamos una **continuación de esta solidez en 2021**. Además de su fortaleza macro, como venimos defendiendo en los últimos meses, Suiza dispone de **3 factores de resiliencia** que favorecen su recuperación: (i) **Mayor peso industrial** que los países del sur de Europa; (ii) **sus principales socios comerciales** (Alemania, EE.UU. y China) también muestran resiliencia y (iii) **dispone de cuentas públicas saneadas y máxima calificación crediticia**.

Tendencia depreciatoria en el Franco Suizo. La fortaleza de la economía suiza provoca una apreciación del Franco en momentos de aversión al riesgo. Esto produce una pérdida de competitividad frente al exterior ya que penaliza las exportaciones. El **SNB insiste en que su divisa se mantiene muy apreciada y, en consecuencia, seguirá interviniendo el mercado**. En la primera mitad de 2020, vendió 90.000M de francos para frenar su apreciación, superior a la venta total en 2015 (86.100M). Año en el que el SNB abandonó su objetivo de tipo de cambio mínimo para el EUR/CHF (1,20/€), provocando una fuerte apreciación de su divisa (máximo histórico: 0,98/€). Esta comparación muestra la fuerte intervención llevada a cabo durante este año. Además, un **fondo de mercado pro-bolsas reduce el atractivo de las divisas refugio** por lo que el flujo de fondos se desplazará hacia activos de mayor riesgo.

Suiza sigue mostrando resiliencia a pesar de la nueva oleada de rebrotes. **Revisamos nuestra estimación de PIB 2020 hasta -2,8%** desde -3,8%. **En 2021 volverá a positivo**. Estimamos un crecimiento de **+2,7%** (vs. +3,7 estimación anterior). La **estabilización llegará en 2022**, año para el que mantenemos nuestra estimación en **+1,8%**. Estimamos una **Tasa de Paro** de 3,5% (3,6% anterior) en 2020 y 3,3% (3,2% anterior) en 2021, con el empleo recuperándose progresivamente en la segunda parte del año. Sin presión por el lado de los precios, estimamos el **IPC** en -0,5% para 2020 y en +0,3% para 2021, en línea con anteriores estimaciones. También mantenemos nuestra estimación en el **Tipo de Cambio €/CHF**: 1,07/1,11 para 2020, 1,09/1,14 para 2021 y 1,11/1,16 para 2022.

Su evolución compara positivamente respecto a la media europea.

La macro apoyará la recuperación. Suiza seguirá demostrando resiliencia.

SNB seguirá interviniendo. Fondo de mercado pro-bolsas reduce atractivo a las divisas refugio.

Vuelta al crecimiento en 2021 y estabilización en 2022.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Reino Unido: "El proceso del *Brexit* se eterniza, pero los mercados le dan cada vez menos relevancia"

El Reino Unido y la UE continúan apurando los plazos de las negociaciones para lograr un acuerdo "in extremis". En cualquier caso, la publicación el pasado 10 de diciembre de los planes de contingencia por un periodo de seis meses (para un Brexit sin acuerdo o por si el acuerdo no llega a tiempo de implementarse el 1 de enero), permitirán que la actividad económica no se bloquee a corto plazo, aunque el proceso se retrase más allá del final del año. A nivel macro, ya con una visión más detallada impacto de la pandemia en la economía británica (incluyendo las restricciones de la segunda ola), esperamos que el PIB de Reino Unido se pueda ver reducido hasta -11,4% en 2020 (vs nuestra anterior estimación de -9%) afectado por los confinamientos duros que se produjeron en el mes de noviembre. Para 2021 revisamos también nuestra anterior estimación hasta +5,5% (desde +7,4%). En la libra, esperamos que, a medida que la economía británica recupere el tono y una vez quede atrás el escollo del Brexit, rebote hacia el rango 0,86/0,90€/GBP en 2021 y 0,84/0,87€/GBP en 2022.

El Banco de Inglaterra (BoE) en su reunión de noviembre mantuvo inalterados los tipos de interés (+0,1%), pero incrementó el programa de compra de activos en 150.000MGBP en lo que supuso el tercer aumento realizado en este complicado ejercicio de la pandemia. A lo largo del 2020 el BoE ha más que doblado su programa de compras de bonos en las tres ampliaciones realizadas (marzo, junio y noviembre), aumentando la cifra total desde 445.000MGBP a 895.000MGBP. Desde el punto de vista macro, Rishi Sunak, *Chancellor of the Exchequer (Ministro de Economía)*, presentó recientemente ante el Parlamento un panorama económico muy negativo tras la segunda ola del virus. Afirmando que el PIB 2020 podría experimentar un recorte de -13% y que el pico de paro se alcanzaría en el segundo semestre del próximo año 2021 en el nivel de 7,5%.

El BoE ha incrementado el programa de compra de activos tres veces este año (pasando de 445.000MGBP a 895.000MGBP).

En cuanto al *Brexit*, el Reino Unido y la UE continúan apurando los plazos de las negociaciones para lograr un acuerdo *in extremis*. En cualquier caso, la publicación el pasado 10 de diciembre de los planes de contingencia por un periodo de seis meses (para un *Brexit* sin acuerdo o por si el acuerdo no llega a tiempo de implementarse el 1 de enero), permitirán que la actividad económica no se bloquee a corto plazo, aunque el proceso se retrase más allá del final de año. Esta situación, que de facto supone que el proceso pueda seguir alargándose más allá del plazo final, creemos que hará que los mercados (más allá de algunos vaivenes de corto plazo) vayan dando cada vez menos importancia al flujo de noticias.

Los planes de contingencia permitirán que la actividad económica no se bloquee, aunque el proceso se retrase más allá del final del año.

Entorno macro: En este contexto, ya con una visión más detallada del impacto de la pandemia en la economía británica (incluyendo las restricciones de la segunda ola), esperamos que el PIB de Reino Unido se pueda ver reducido hasta -11,4% en 2020 (vs nuestra anterior estimación de -9%) afectado por los confinamientos duros que se produjeron en el mes de noviembre. Para 2021 revisamos también nuestra anterior estimación hasta +5,5% (desde +7,4%).

Estimamos que el recorte de PIB sea -11,4% en 2020, para mejorar hasta +5,5% en 2021.

Divisa: La libra, aunque es quizá la que más se ve afectada por la incertidumbre del *Brexit*, se ha mantenido relativamente estable a lo largo del último trimestre del año (moviéndose en el rango 0,89-0,91€/GBP), lo cual da muestra de que los mercados no prevén en ninguno de los escenarios un desenlace excesivamente destructivo. Si bien no descartamos de ver cierta debilidad de aquí a final de año mientras continúan las negociaciones, esperamos que, a medida que la economía británica recupere el tono y una vez quede atrás el escollo del *Brexit*, se produzca cierta recuperación hacia el rango 0,86/0,90€/GBP en 2021 y 0,84/0,87€/GBP en 2022.

Una vez quede atrás el escollo del Brexit, la libra debería recuperar hacia el rango 0,86/0,90€/GBP.

Estrategia de Inversión 1T 2021

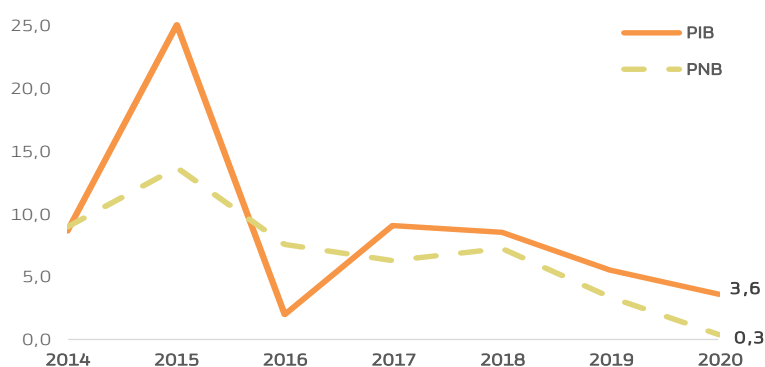
Irlanda: "Lidera el crecimiento económico en Europa, impulsada por multinacionales (divergencia PNB y PIB). Conviene reducir Déficit y Deuda".

Vuelve a liderar el crecimiento económico en la Eurozona. El apoyo del Gobierno con ayudas directas y la fuerte presencia de multinacionales, particularmente farmacéuticas y tecnológicas, permitieron este avance. En los próximos años, estimamos que el PIB aumentará +5,0% en 2021 y +4,5% en 2022. No obstante, conviene monitorizar los principales riesgos: dependencia de las multinacionales, evolución del Brexit, elevado endeudamiento y déficit, y posibles cambios en la fiscalidad.

Irlanda vuelve a liderar el crecimiento económico en la Eurozona. Durante el 3T20 recupera gran parte de la inercia perdida por COVID-19. El PIB aumenta intertrimestralmente +11,1% e interanualmente +8,1%. La recuperación se explica por la buena evolución de las Exportaciones, en un contexto de reducción de Importaciones por debilidad de la Demanda Interna. Como referencia, las Exportaciones pasaron de 5.123M€ en 2T20 a 41.520M€ en 3T20. Este ascenso se debe a la fuerte presencia de multinacionales, particularmente Tecnología y Salud, que han tenido una buena evolución durante el Covid-19. De hecho, las multinacionales explican la gran divergencia entre PIB y el PNB (excluye el efecto de las multinacionales). Estimamos que PIB del 4T20 se verá afectado por el confinamiento de seis semanas y eso implicará un crecimiento **2020 más moderado: +2,5%**. En 2021 estimamos +5,0% y en 2022, +4,5% (vs +6,0% y +5,5% estimado previamente).

Irlanda vuelve a liderar el crecimiento económico en la Eurozona. Crecerá +5,0% en 2021 y +4,5% en 2022.

GRÁFICO 1.5: Irlanda. PIB vs PNB 2014/3T20



Fuente: Central Statistics office (CSO), Irlanda.

También han favorecido las ayudas del Gobierno para minimizar el impacto del COVID-19. Como referencia, anunciaron un paquete de estímulos que asciende a 24.500M€ (7% del PIB 2019), que se distribuirán a lo largo de 2020 y 2021. Son mayoritariamente ayudas directas (20.500M€), que incluyen exenciones fiscales, apoyo al empleo, sanidad o subvenciones. También el Banco Central apoya al reducir el colchón anticíclico de los bancos del 1% al 0% y pacta con los bancos comerciales una moratoria de pagos de 3 a 6 meses para afectados por COVID-19.

Se ha visto favorecida por las multinacionales y las ayudas del Gobierno.

El nivel de precios continúa en negativo, -1,5%, nivel que continuado en el tiempo supone un riesgo sobre el consumo. No obstante, pensamos que se trata de algo puntual. La inflación debería recuperar fuerza en tanto en cuanto la actividad se reactive y se comercialice la vacuna. **Estimamos que la Inflación cerrará 2021 en +0,2% y +0,8% en 2022.** Otra de las variables clave es el **desempleo**: ha sufrido un fuerte impacto por COVID-19 y la Tasa

Estrategia de Inversión 1T 2021

de Paro ha pasado de 4,8% en enero a 7,5% en noviembre. Con todo, la realidad es peor, puesto que hay un elevado número de empleados acogidos al sistema de ERTes ("Pandemic Unemployment Payment") y que no son considerados como desempleados. De hecho, si fueran incluidos, la Tasa de Paro ascendería al 21%. El levantamiento de las restricciones y la reactivación de la actividad, unido a la vacuna, permitirán una moderación de los niveles. **Estimamos que la Tasa de Paro se situará en 6,0% en 2021 y 5,0% en 2022.**

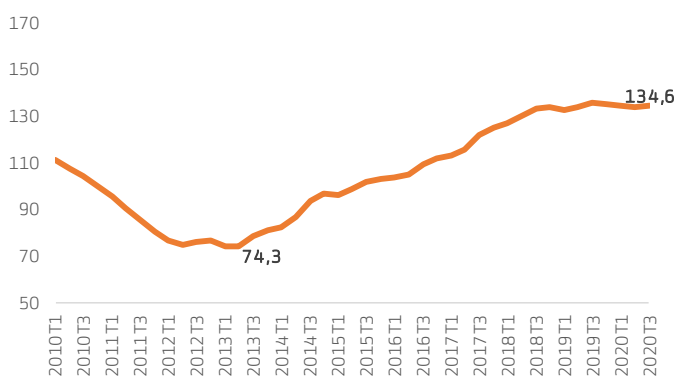
La Tasa de Paro se ha visto afectada. Estimamos que cerrará 2021 en 6,0% y 5,0% en 2022.

El **Déficit Fiscal** es uno de sus principales desequilibrios: ha aumentado hasta -10,2% en 2020 vs -0,8% en el mismo periodo del año previo. También la **Deuda** aumenta y cierra el semestre en 179,9%. El desequilibrio de las finanzas públicas es uno de los grandes desafíos y elevan su vulnerabilidad si la situación económica empeora o si se produce un endurecimiento de las condiciones financieras.

El **Sector Inmobiliario** mantiene su resiliencia, a pesar del COVID-19. Los precios de la vivienda han caído, pero de forma moderada -0,8% (a/a). La realidad es que desde la crisis de 2012 el mercado inmobiliario ha mantenido un fuerte nivel de crecimiento que esperamos se mantenga en los próximos años, fortalecido por la comercialización de una vacuna y la consiguiente mejora del empleo. El Brexit suponía uno de los principales riesgos para el sector, pero la realidad es que los planes de contingencia por seis meses en caso de no alcanzar un acuerdo en los tiempos previstos permitirán que la actividad no se bloquee a corto plazo. En nuestra opinión no existen claros indicios de sobrevaloración: los precios todavía están un -17,6% con respecto a los máximos de 2007.

El Sector Inmobiliario mantiene su resiliencia y los precios solo se reducen -0,8%.

GRÁFICO 1.6: Irlanda. Índice de Precios Inmobiliarios.



Fuente: Central Statistics office (CSO), Irlanda.

En definitiva, Irlanda es uno de los países que presenta mejores perspectivas y las consecuencias, particularmente económicas, han sido considerablemente más benignas que en otros países. No obstante, los riesgos que enfrenta son varios: (i) Brexit y la definición concreta de su programa de salida, aunque el riesgo parece disipado. (ii) Elevado endeudamiento y déficit que debe reconducir para reducir su vulnerabilidad. (iii) Dependencia de las multinacionales e hipotético impacto si se produce un cambio en la fiscalidad.

Irlanda es uno de los países europeos que presenta mejores perspectivas. No obstante, conviene monitorizar el Brexit, el déficit y la deuda pública, y la dependencia de las multinacionales.

Estrategia de Inversión 1T 2021

EE.UU.: "Nuevo periodo presidencial y vuelta al crecimiento gracias a las vacunas y a los estímulos fiscales. La Fed mantiene tipos y el dólar se debilita".

*El año comienza bajo un nuevo periodo presidencial, con Joe Biden en la Casa Blanca y unas Cámaras divididas. El ritmo de crecimiento vendrá dictado por los rebrotes, la efectividad de las vacunas y los nuevos estímulos fiscales. Arranca la campaña de vacunación, pero la inmunidad, y con ello, la normalización de la actividad económica tardará meses en alcanzarse. Mientras, la economía se resiente por los rebrotes del Covid y las existentes ayudas fiscales llegan a su fin. Un nuevo paquete de estímulos fiscales es necesario para evitar una caída brusca en la renta de los hogares. Estimamos un crecimiento del PIB de +3,8% en 2021 y +3,2% en 2022. Sin presiones inflacionistas y lejos de alcanzar el pleno empleo, la Fed mantendrá su política acomodaticia en 2021-22: **tipo director sin cambios** en el rango 0,00/0,25% y **compra de bonos** para controlar los tipos en los plazos más largos. El dólar cederá terreno frente al euro: EURUSD 1,20/1,25 en 2021 y 1,22/1,27 en 2022.*

El 20 de enero es la ceremonia de investidura en la que Joe Biden se convertirá en el nuevo presidente de EE.UU. Los demócratas mantienen el poder de la Cámara de Representantes. **El control del Senado se decidirá el 5 de enero** con la repetición de las elecciones para los senadores de Georgia, ya que ninguno de los dos candidatos alcanzó más del 50% de los votos como establece la ley de ese estado. De los 100 escaños del Senado, los republicanos tienen 50 y los demócratas 48. Un Senado republicano sería un inconveniente para Biden durante, al menos, la primera mitad de su mandato, ya que cada dos años se renueva un tercio de esta Cámara.

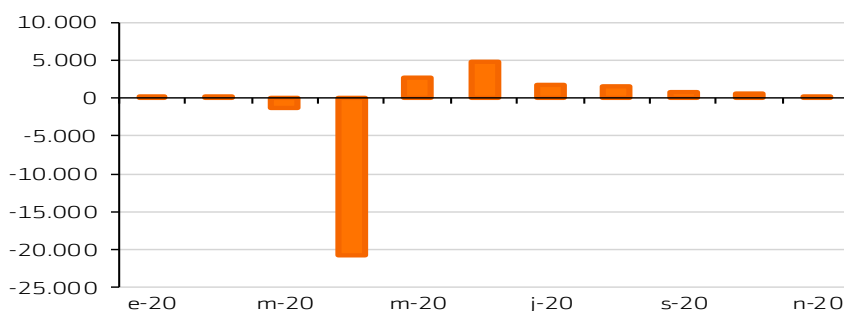
El ritmo de crecimiento de la economía vendrá dictado por la evolución de los rebrotes, la efectividad de la vacuna y la puesta en marcha de nuevos estímulos fiscales. La mejora en la gestión del Covid y los test masivos permiten evitar confinamientos generalizados y el freno en la actividad no es tan brusco como en 2T. Aún así, los rebrotes en el 4T y las medidas de contención implementadas suponen un varapalo para la actividad económica.

Nuevo periodo presidencial: Joe Biden en la Casa Blanca,...

...los demócratas retienen la Cámara Baja y el control del Senado se decide el 5 de enero.

Los rebrotes, la vacuna y los estímulos fiscales marcarán el ritmo de crecimiento.

GRÁFICO 1.7: EE.UU. Variación Empleo No Agrícola Total ('000)



Fuente: Bloomberg

Los datos del mercado laboral muestran signos de preocupación. De los 22mn de puestos de trabajo perdidos en la pandemia, 9,8 mn siguen fuera del mercado. **El desempleo de largo plazo** (27 semanas o más) representa ya el **36% del total y con tendencia** creciente en las últimas semanas (1,2 mn en octubre). Además, **el nivel de participación se reduce** ya que muchos americanos se desaniman a buscar trabajo ante el difícil panorama.

Signos de preocupación en el mercado laboral: desempleo de larga duración creciendo y tasa de participación cayendo.

Estrategia de Inversión 1T 2021

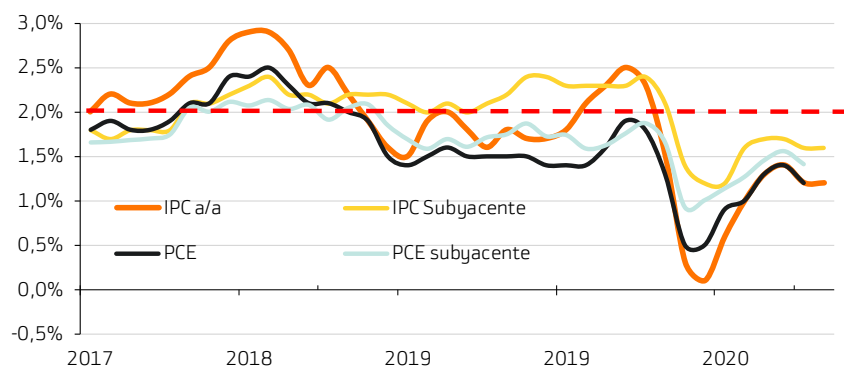
Otra fuente de preocupación es la **próxima finalización de los programas de ayuda al desempleo** financiados con fondos federales. Por un lado, el Congreso agrega 13 semanas al máximo de 26 que ofrecen la mayoría de los estados. Por otro, se proporcionan subsidios federales a quienes no califican para la ayuda estatal. Otras medidas de apoyo federal como son la congelación de los préstamos de los estudiantes, la paralización de desahucios o el aplazamiento de cuotas de hipotecas también finalizan en 2020.

Las buenas noticias vienen por el lado de las vacunas. **La FDA da la autorización de emergencia a las primeras vacunas (Pfizer y Moderna)**, que empiezan a ser administradas a la población. El acuerdo con Pfizer incluye 100 mn de dosis antes de marzo. El acuerdo con Moderna incluye otros 100mn con la posibilidad de adquirir 400mn adicionales. Las vacunas han mostrado un alto grado de efectividad en los ensayos clínicos (95%), lo que permite vislumbrar una gradual reapertura total de la economía. La distribución, el almacenamiento son los principales desafíos. **En cualquier caso, la inmunidad tardará meses en alcanzarse.**

Muchas de las existentes ayudas fiscales llegan a su fin en las próximas semanas

Arranca la campaña de vacunación: alta efectividad de las vacunas pero la inmunidad tardará meses en alcanzarse.

GRÁFICO 1.8: EEUU-. Evolución de la inflación



Fuente: Bloomberg

En este contexto, **la aprobación de un nuevo paquete de estímulos fiscales es necesario** para evitar lo que se denomina "*Income Cliff*", es decir un recorte brusco y generalizado en la renta de los hogares. Un grupo bipartidista de legisladores presenta una propuesta (908.000M\$) que sirve de punto de partida para conseguir un acuerdo entre demócratas y republicanos. **Al final, pensamos que se llegará a un consenso**, aunque sea de mínimos que podría ir ampliándose durante el año, en función de la evolución de la pademia y del resultado final de las elecciones del 5 de enero en el Senado. Un Senado demócrata mejoraría sustancialmente esta propuesta inicial de ayudas.

Nuestro escenario central contempla **un PIB de -3,6% en 2020**, con recuperación de **+3,8% en 2021 y +3,2% en 2022**. Las tasas negativas de actividad se mantendrían en los primeros meses de 2021. Las vacunas y los estímulos fiscales permitirán la vuelta al crecimiento. El empleo irá mejorando gradualmente. Estimamos una tasa de desempleo de 6,7% en 2020, 5,6% en 2021 y 5,0% en 2022. **No se llegarían a recuperar en 2021-22 todos los empleos perdidos durante la pandemia** (3,5% de tasa de desempleo pre -pandemia).

Nuevo paquete de estímulos fiscales para evitar una caída en la renta de los hogares.: Acuerdo inicial y posible ampliación en el año

Las vacunas y los estímulos fiscales permitirán la vuelta al crecimiento.

Escenario central: PIB +3,8% en 2021 y +3,2% en 2022

Estrategia de Inversión 1T 2021

El objetivo de la Fed es alcanzar una inflación media del 2%. En los últimos años la inflación se ha mantenido persistentemente por debajo de éste objetivo, lo que significa que la Fed permitirá registros de inflación por encima del 2% durante algún tiempo.

El último dato de PCE (medida favorita de inflación de la Fed), muestra un registro de 1,2%, con la tasa subyacente al 1,4%, todavía muy alejada de este objetivo. **Las perspectivas de inflación a largo plazo** (breakeven 10 años) han recuperado algo en los últimos semanas pero **se mantienen por debajo del 2,0%**.

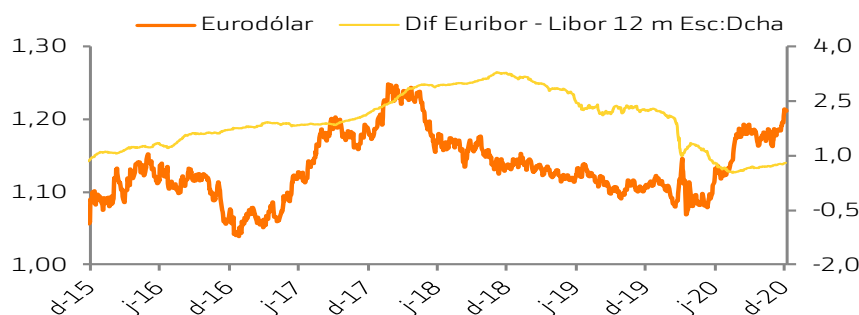
Con un **mercado laboral lejos de alcanzar niveles de máximo empleo y sin presiones inflacionistas**, la Fed seguirá aplicando una política muy acomodaticia. Estimamos que **los tipos se mantendrán** en el rango actual **0,00%/0,25%** en 2021-22. El programa de compra de activos se ajusta para asegurar unas condiciones financieras acomodaticias. **El plazo de las compras se extiende** hasta que la economía se normalice y la pandemia quede superada. La **composición se podría modificar** en el futuro para concentrar las compras en los tramos más largos de la curva y así evitar que el T-Note (10A) alcance niveles elevados.

La inflación actual sigue por debajo del objetivo de la Fed.

Las perspectivas de inflación se mantienen en niveles moderados.

La Fed seguirá aplicando una política acomodaticia. Tipo director en el rango 0,00%/0,25% y compra de bonos para controlar la curva y los plazos más largos

GRÁFICO 1.9: EE.UU. Evolución Eurodólar



Fuente: Bloomberg

En cuanto al dólar, vemos una tendencia depreciatoria frente al euro en 2021-22. Por un lado, su **atractivo como activo refugio** se reduce ante un escenario de menores incertidumbres (alta efectividad de las vacunas, resolución de las elecciones americanas, ...). Un **mayor gasto presupuestario en EE.UU.** bajo la Administración Biden debilita al dólar. La política exterior en EE.UU. se vislumbra **menos beligerante contra Europa**, lo que supone un desahogo para el Euro. Por último, la puesta en **marcha del Fondo de Recuperación Europeo** supone un importante estímulo de crecimiento y un éxito del proyecto común. Estimamos un cruce EURUSD 1,20/1,25 en 2020 y 1,22/1,27 en 2022.

Dólar : tendencia depreciatoria frente al euro; 1,20/1,25 en 2021 y 1,22/1,27 en 2022

Estrategia de Inversión 1T 2021

Japón: "Crecimiento económico en 2021 liderado por las Exportaciones y el S. Industrial. El BoJ y su Gobierno mantendrán los estímulos casi infinitos."

La economía japonesa sigue lastrada por el CV-19, presionando sobre todo el Consumo y la Inversión Privada. Pero comenzamos a ver señales de recuperación en sus indicadores manufactureros más importantes: Producción, PMIs y Exportaciones. El crecimiento económico de Japón estará liderado por las Exportaciones y el Sector Industrial, gracias a la capacidad económica de sus principales clientes (China y EE.UU.). Mientras que la recuperación de la Demanda Interna será algo más lenta porque la Confianza del Consumidor aún es débil, la tendencia al ahorro está incrementando y demográficamente su población (envejecida) será menos flexible para adaptarse a nuevos hábitos de consumo. Estimamos que, tanto el BoJ como el Gobierno, seguirán apoyando incondicionalmente a su economía (política monetaria ultra laxa, estímulos fiscales extraordinariamente elevados y reformas estructurales) favoreciendo un crecimiento económico sostenible. Revisamos al alza nuestras estimaciones de PIB 21/22 hasta +2,7% a/a y +1,2% y mejoramos nuestra recomendación a Comprar desde Neutral.

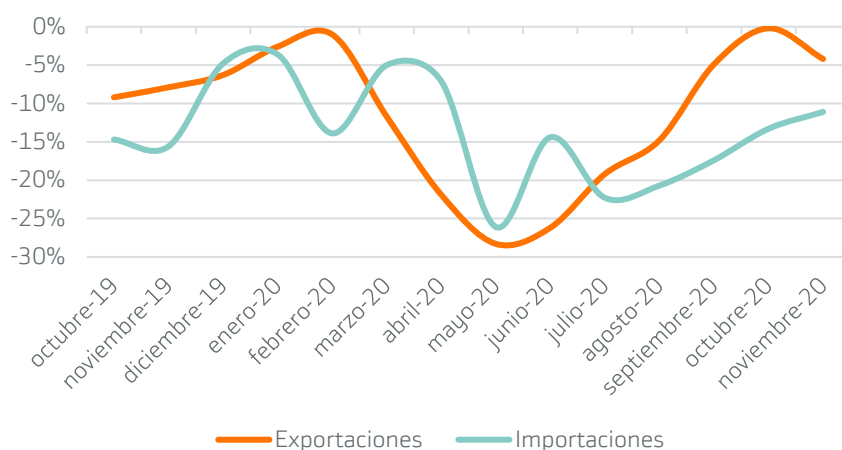
La economía japonesa sigue lastrada por el CV-19 pero comienza a mostrar las primeras señales de reactivación. El PIB se contrajo de nuevo en el 3T20 aunque fue mejor de lo esperado (-5,8% a/a vs -6,5% esp.), penalizado principalmente por el Consumo y la Inversión Privada (-7,2% a/a y -8,0% respectivamente). Como consecuencia de la debilidad en la Demanda Interna, el IPC ha seguido desacelerando hasta entrar en contracción por primera vez desde 2016 (-0,4% en octubre 2020). Sin embargo, los indicadores manufactureros más importantes de su economía se recuperan progresivamente, tal y como estimamos: (i) la Producción Industrial mejora recurrentemente desde mayo (-3,9% a/a en octubre vs -24,8% en mayo); (ii) el PMI Manufacturero en máximos desde septiembre 2019 y casi en expansión (49,0 nov. vs 38,4 en mayo); y (iii) las Exportaciones se recuperan progresivamente hacia el nivel de 2019 (-4,2% a/a en noviembre vs -28% a/a en el peor momento del año en mayo).

La recuperación económica de Japón estará liderada por las Exportaciones y el Sector Industrial. Es un país muy dependiente del S. Exterior porque representa en torno al 17% de su PIB. Y buena parte de sus Exportaciones son manufacturas y del Sector Auto. Históricamente esta dependencia ha sido una debilidad, pero estimamos que en 2021 será su principal motor de crecimiento gracias a la capacidad económica de sus principales clientes comerciales: EE.UU. (24% de las exportaciones totales) y China (35% y único país con PIB positivo estimado este año). Además, las Exportaciones estarán incentivadas por la depreciación estimada del Yen porque abarata las compras a sus socios comerciales.

La economía japonesa sigue lastrada por el CV-19 (Consumo e Inversión Privada). Pero los indicadores manufactureros ya muestran signos de recuperación.

La recuperación estará liderada por las Exportaciones y el S. Industrial gracias a la capacidad de crecimiento de sus principales clientes: China y EE.UU.

GRÁFICO 1.10: Evolución S. Exterior (Var. % a/a)

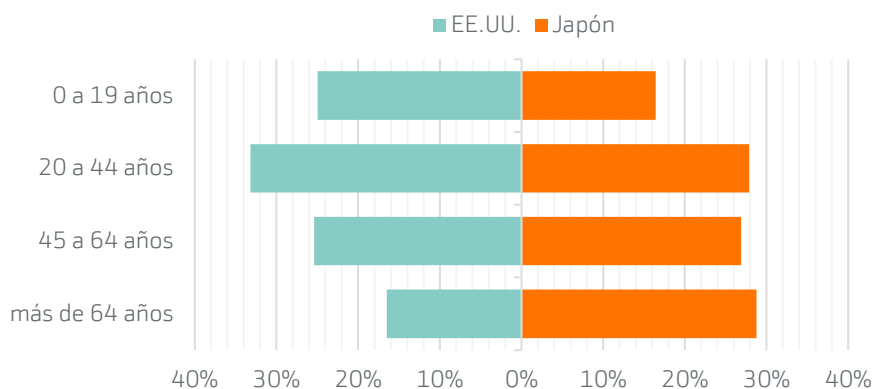


Estrategia de Inversión 1T 2021

Sin embargo, estimamos que a nivel interno Japón seguirá mostrando **debilidad** y su recuperación será mucho más moderada y progresiva que la del S. Exterior e Industrial: **(i) la Confianza del Consumidor** aún sigue alejada del nivel *pre CV-19* y desde 2017 mantiene una tendencia decreciente (33,7 en noviembre vs 38,8 en enero y 44,6 en 2017); **(ii) la tendencia al Ahorro Privado es elevada** (44% de los ingresos entre marzo y agosto vs 33% en el mismo periodo de 2019) y en el actual entorno de incertidumbre y Tasa de Paro en máximos desde 2016 (3,1% s/p.a.) lo más probable es que aumente; **(iii) el IPC en contracción** (-0,9% en noviembre) desincentiva el consumo por la expectativa de precios más bajos en el futuro y, si no se corrige rápidamente, podría llegar a ser un riesgo estructural; **(iv) la Inversión Empresarial** se ha frenado y estimamos que solo se recuperará a medida que mejoren los BPAs (-7,4% 2020 y +22,4% en 2021); y **(v) la demografía de Japón sigue siendo un obstáculo** para su desarrollo económico, porque es una de las poblaciones más envejecidas del mundo y complica la adaptación a los nuevos hábitos de consumo, ahora mucho más necesarios. Como referencia, la población mayor de 65 años representa el 30% del total frente al 16% en EE.UU.

Aunque a nivel interno la recuperación será más lenta que el S. Exterior e Industrial porque (i) la Confianza aún sigue alejada de niveles pre-Covid, (ii) la tendencia al Ahorro Privado ha aumentado y (iii) la demografía envejecida de Japón sigue siendo un obstáculo

GRÁFICO 1.11: Distribución demográfica por edades



En cuanto a su banco central, estimamos que el BoJ mantendrá su **política monetaria ultra acomodaticia** y su Tipo Director en -0,10% con el objetivo de: **(i) conseguir que el IPC alcance el objetivo de +2% a/a**, **(ii) mantener la TIR del bono a 10 años en torno al 0%**, **(iii) facilitar liquidez** al sistema financiero, y **(iv) dar soporte a las bolsas** (Nikkei y Topix) y su mercado inmobiliario, a través de compras de activos vía ETFs y REITs. También estimamos que el Gobierno japonés mantendrá los estímulos fiscales (2,9Bn\$ y 53% s/PIB hasta la fecha) y las reformas estructurales (facilitar la inmigración, impulsar la tasa de natalidad, etc.) para favorecer un crecimiento económico sostenible.

Tanto su banco central (BoJ) como el Gobierno mantendrán estímulos casi infinitos y reformas estructurales, que permitirá que el crecimiento de Japón sea sostenible.

Por último, estimamos que el Yen continuará **depreciándose** contra el euro en el rango 127/133 en 2021 porque **(i) perderá atractivo como valor refugio** en la medida en que se aprueben progresivamente las vacunas/tratamientos contra el CV-19 en cada país del mundo, **(ii) la política monetaria ultra laxa** presionará la divisa y **(iii) el euro tenderá a fortalecerse** gracias a la reactivación económica.

El Yen continuará depreciándose por (i) pérdida de atractivo como refugio, (ii) política monetaria ultra laxa y (iii) euro fortalecido por reactivación económica en Europa.

En este entorno, **revisamos al alza nuestras estimaciones de PIB 21/22** hasta +2,7% a/a (vs +2,3% anterior) y +1,2% (vs +1,1% anterior) respectivamente y mejoramos nuestra recomendación del país hasta **Comprar** desde Neutral.

Estrategia de Inversión 1T 2021

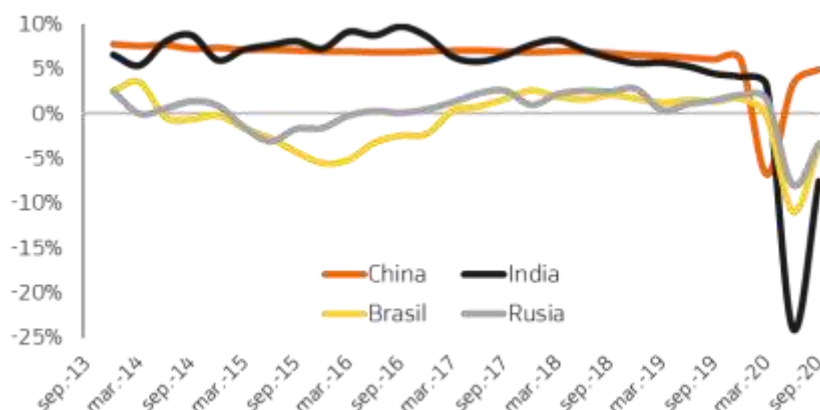
Emergentes: "Recuperación asimétrica. China seguirá liderando la reactivación"

La recuperación sigue su curso entre los emergentes, pero se trata de un proceso asimétrico. China es el país con mejores perspectivas. Su crecimiento gana tracción con mucho más vigor del inicialmente estimado y los indicadores adelantados muestran que esta tendencia continuará durante los próximos meses. India recupera tras una severa contracción, pero se enfrenta a importantes obstáculos. La contestación social a las reformas del gobierno es elevada y la inflación se mantiene muy alejada del objetivo del banco central. Turquía y Rusia sorprendieron positivamente durante el tercer trimestre, pero todo indica que el crecimiento se enfriará con mucha fuerza en los últimos meses del año. En México mantenemos la cautela por su dependencia de sectores cíclicos y Brasil necesita la introducción de reformas de calado que mejoren la competitividad y reduzcan la deuda y el déficit público.

La recuperación sigue su camino entre las economías emergentes. Lo peor en términos de contracción económica queda atrás. Sin embargo, existen importantes discrepancias entre distintos países. La economía china se reactiva con mucha más fuerza de lo inicialmente estimado y los indicadores adelantados muestran que esta tendencia continuará en próximos meses. India mejora gracias a la actitud pro-mercado de su gobierno y a la recuperación de la agricultura, pero sigue enfrentándose a importantes obstáculos. Las recientes reformas introducidas por el ejecutivo provocan importantes protestas entre la sociedad y la inflación se mantiene persistentemente por encima del objetivo del banco central. Turquía y Rusia recuperaron con fuerza durante el verano, pero todo indica que el último trimestre del año mostrará tendencias menos positivas. En México mantenemos la cautela por su dependencia de sectores cíclicos, petróleo, y por la gestión de la pandemia. Brasil ha sufrido uno de los mayores impactos por COVID-19, tanto en términos económicos como en número de contagios. Además, requiere la introducción de reformas de calado que permitan elevar la competitividad y una urgente reducción tanto de déficit como de deuda pública.

La recuperación sigue su curso en emergentes, pero de manera asimétrica. China es la región con mejores perspectivas.

GRÁFICO 1.12: Evolución del PIB en las principales economías



Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter

China: La economía continúa con su proceso de recuperación. Tras la contracción del PIB en el 1T20 (-6,8%), el crecimiento ha ido ganando tracción a lo largo del ejercicio (+3,2% en el 2T y +4,9% en el 3T). Proceso que estimamos que se consolidará en próximos meses de tal manera que China será una de las regiones del mundo con el nivel más elevado de

China será una de las regiones con mayor crecimiento en 2021

Estrategia de Inversión 1T 2021

crecimiento en 2021. En concreto, estimamos que este año el PIB crezca +2,0%, +8,0% en 2021 y +5,7% en 2022 (vs. +1,9%, +7,6% y +5,7% anterior).

No solo los indicadores retrasados apuntan en esta dirección, sino que también (y más importante) lo hacen los adelantados. Destacamos: (i) las **Ventas Minoristas rebotan** (+5,0% a/a en noviembre); (ii) las **matriculaciones** siguen la misma tendencia (+12,6% en noviembre); (iii) las ventas **Día del Soltero** aceleran con fuerza; (iv) la **Producción Industrial** sigue mostrando una gran fortaleza (+7% en noviembre); (v) el **PMI Manufacturero** (53,6 en octubre) y de **Servicios** Caixin (56,8 en octubre) profundizan cada vez con más vigor en terreno de expansión.

Los indicadores adelantados ganan tracción y el consumo se reactiva cerrando el gap que experimentaba respecto al sector industrial

Estos datos muestran como **el consumo cierra progresivamente el gap que experimentaba frente al sector industrial**, que se recuperó de manera más rápida, y hacen prever una contribución mayor de esta partida al PIB en próximas lecturas.

A futuro seguimos viendo **importantes catalizadores** que impulsarán el crecimiento en próximos meses:

- **Gestión del virus eficiente.** Primero, las fuertes medidas de contención que ayudan a reducir los contagios. Segundo, la cobertura pública del gasto de material sanitario y tratamiento contra el COVID-19 son cruciales en un país donde el coste sanitario es elevado. Tercero, las exenciones y ayudas fiscales para las compañías y regiones más afectadas han otorgado un importante balón de oxígeno.
- **Tanto el banco central como el gobierno tienen capacidad de maniobra** para implementar estímulos adicionales de ser necesario.
- Las **condiciones financieras** siguen siendo muy acomodaticias y el crédito bancario sigue creciendo.
- El **peso de China en los índices globales** es aún reducido (aprox. 5% del MSCI World Index) y lo previsible es un incremento de presencia progresiva en el medio plazo. Con ello, se acelerará la entrada de fondos en el país ante la necesidad de ajustar carteras indexadas a la nueva composición.
- La **firma del RCEP** (*Regional Comprehensive Economic Partnership*). Es un acuerdo de libre comercio entre 15 economías de Asia-Pacífico: China, Japón, Corea del Sur, Australia, Nueva Zelanda, más las 10 que ya conforman el ASEAN. Llevaba negociándose 10 años y su importancia es alta. Cubre un tercio de la población mundial.
- Al punto anterior se unirá una posición previsiblemente menos beligerante por parte de la administración de EE.UU. con respecto a la **guerra comercial** y a los factores de seguridad nacional relacionados con las tecnológicas.

A futuro siguen existiendo catalizadores importantes: una situación sanitaria más controlada, la capacidad de maniobra monetaria y fiscal, unas condiciones financieras laxas y la mejora del contexto comercial son algunas de ellas

Estrategia de Inversión 1T 2021

Los riesgos persisten. El endeudamiento total de la economía es muy elevado (315% sobre PIB), el superávit por cuenta corriente reducido (0,6% sobre PIB) y el objetivo de déficit oficial alto (-3,6% sobre PIB). Sin embargo, en este momento del ciclo el foco del mercado no está en estos parámetros sino en la recuperación de la actividad, su vigor y su rapidez. **Por todo ello, mejoramos nuestra visión sobre el país y tomamos exposición al mismo en carteras.**

Por ello, mejoramos nuestra visión sobre el país y tomamos exposición al mismo en carteras

India: La recuperación de la economía india está en marcha. **El gobierno adopta una actitud *pro-business***, evita en la medida de lo posible el cierre de la actividad e introduce una nueva serie de reformas. Entre otras, eficiente la regulación del mercado laboral, desregula la agricultura y trata de dinamizar el sector manufacturero desincentivando las importaciones, promoviendo la producción en el país e introduciendo beneficios fiscales. La parte negativa es la elevada contestación social a algunas de estas reformas, en concreto las agrícolas, que está provocando importantes disrupciones en un sector con un buen comportamiento reciente.

La recuperación de la economía india está en marcha. El gobierno introduce nuevas reformas y trata de normalizar la actividad

En los últimos meses las buenas condiciones climáticas han favorecido la **recuperación de la agricultura**. Algo relevante porque su contribución al PIB alcanza el 14% y porque genera el 45% del empleo. Por ello, resultan preocupantes las distorsiones producidas por las huelgas y protestas recientes.

El sector manufacturero y de servicios también crecen, aunque a menor ritmo. En cualquier caso, el PMI Manufacturero supera ampliamente el umbral de la expansión y alcanza en noviembre 56,3, tras caer hasta 27,4 en abril. El PMI de Servicios toca 53,7 vs. 5,4 en abril. Algunos indicadores adelantados también muestran esta ganancia de tracción: ventas de vehículos, tráfico en tren, consumo de electricidad. Por ello, mejoramos nuestras estimaciones de crecimiento de cara a 2021. Estimamos un PIB de +8,5% en 2021 (tras una caída de -9,0% en 2020) y +6,0% en 2022 (vs. -9,0% en 2020, +7,8% en 2021 y +6,3% en 2022).

La agricultura mejora, al igual que el sector manufacturero y de servicios. Aunque estos últimos lo hacen a menor ritmo

La inflación presenta un escenario menos positivo. Supera el umbral máximo perseguido por el banco central (4% con una banda de fluctuación de +/- 2%) y muestra una tendencia claramente alcista. Entre otros motivos por las disrupciones en la cadena de suministro y la tendencia alcista en los precios del crudo, del que India es un importador neto. En concreto, estimamos que el IPC cerrará este año alrededor de +7,5% y se irá moderando hacia +4,0% en 2021 para caer por debajo de este umbral, hasta +3,7%, en 2022 (vs. +5,5%, +4,0% y +3,7% anterior).

La inflación presenta peores perspectivas y dificulta la implementación de nuevos estímulos monetarios

Con ello, es difícil pensar en un recorte de tipos por parte del banco central, pese a que el RBI sigue mostrando una actitud acomodaticia y afirma que asegurará un nivel elevado de liquidez en el sistema.

En cuanto al sector financiero, el deterioro en la solvencia de empresas y familias hace temer un aumento de la mora. Pero los bancos están ahora mejor capitalizados y no son previsibles nuevas tensiones de liquidez en el sector.

Por todo ello, nuestra visión sobre el país mejora, pero dentro de Asia, China es la región que presenta mejores perspectivas.

Rusia: La recuperación de los precios del crudo desde finales de octubre lanza un balón de oxígeno y resta presión al rublo.

Sin embargo, **el consumo sigue mostrando un comportamiento realmente débil.** El PMI de Servicios que aceleró con mucha fuerza en los meses de verano (tocó 58,5 en julio) vuelve a retroceder y cae hasta 48,2 en

Estrategia de Inversión 1T 2021

noviembre. Las Ventas Minoristas moderan sus caídas, pero siguen en terreno negativo (-2,4% en octubre). **El sector industrial lanza señales preocupantes.** El PMI Manufacturero sigue anclado en zona de contracción (46,3 en noviembre), tras haber superado el nivel de 50 puntualmente en agosto. La Producción Industrial, que parecía empezar a frenar sus retrocesos, empeora de nuevo en octubre y cae -5,9%.

La inflación acelera y supera el umbral del banco central (+4,0%) con lo que se complican futuros recortes adicionales del tipo director.

Todo ello nos lleva a pensar que **la mejora de la economía en el 3T fue puntual y el 4T mostrará una evolución más negativa.** En concreto, nuestras estimaciones son que el PIB caiga -3,5% este año, avance +3,1% en 2021 y se estabilice alrededor de +2,3% en 2022 (vs. -5,5%, +3,1% y +2,3% anterior).

La recuperación del tercer trimestre se disipa. El consumo y el sector industrial se enfrían mientras la inflación acelera.

Turquía: Persisten importantes debilidades y desequilibrios en la economía que nos llevan a reafirmar que los riesgos son superiores a la potencial rentabilidad derivada de tomar exposición al país. El sorpresivo crecimiento del tercer trimestre (+6,7%) se produce a costa de la depreciación de la lira provocada por el ciclo de recortes de tipos del banco central, los estímulos fiscales y los incentivos del gobierno al sector financiero para aumentar la concesión de créditos. Tendencias que no son sostenibles en el medio/largo plazo y que provocan importantes distorsiones en la economía.

Persisten importantes desequilibrios. El crecimiento rebota en el tercer trimestre, pero lo hace gracias a la depreciación de la lira y el impulso al crédito.

El 4T presenta peores perspectivas y volverá a mostrar una tasa negativa de crecimiento de -5,0%, que llevará al crecimiento anual a sufrir una contracción de -1,0%. En 2021 anticipamos un PIB de +3,7% y una estabilización alrededor de +2,0% en 2022 (vs. -1,6% en 2020, +4,2% en 2021 y +2,0% en 2022 estimado anteriormente).

Los indicadores adelantados pierden tracción progresivamente y anticipan un nuevo debilitamiento de la economía. El PMI Manufacturero cede hasta 51,4 en noviembre vs. 56,9 en julio y la Confianza del Consumidor hasta 79,9 en noviembre vs. 82,8 en julio.

Los indicadores adelantados pierden tracción, los contagios aceleran y los estímulos monetarios cesan ante el repunte de la inflación, del déficit por cuenta corriente y la depreciación de la lira.

Los nuevos contagios repuntan, se retoman nuevas medidas de contención y los estímulos monetarios cesan ante el repunte de la inflación, del déficit por cuenta corriente y la depreciación de la lira. Como referencia, la inflación repuntó en noviembre hasta +14,0% desde +11,9% anterior y vs. el objetivo de +5,0% perseguido por el banco central. En cuanto a la lira, acumula una depreciación cercana al -30% en el acumulado anual.

En este escenario valoramos positivamente el cambio de postura del banco central. Tras el cese de su anterior gobernador, en noviembre la institución sube tipos en un único movimiento desde 10,25% hasta 15%. Algo radicalmente distinto a los movimientos de bajada iniciados en 2019 que llevaron al tipo director a 10,25% desde 24%. Esta decisión nos lleva a pensar en que quizás la política monetaria seguirá en el futuro una línea más ortodoxa que permitirá a la inflación ir reduciéndose progresivamente hasta caer por debajo de 8% en 2021, tras cerrar este año en niveles en torno a +13,0%.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Brasil: Las cifras de PIB 3T20 han mejorado ligeramente, pero todavía recogen uno de los mayores impactos del COVID-19 a nivel global, tanto económicos como en número de contagios. Como referencia, el PIB 3T20 ha sufrido una contracción de -3,9% vs -10,9% en 2T20. Esta moderada mejora responde a la reapertura progresiva del país y a las ayudas introducidas: el Gobierno entregó 114\$/mes a 64 millones de personas, 117.000M\$. La principal incógnita es qué sucederá tras la finalización de estas ayudas, las cuales parece que no serán prolongadas. La realidad es que la política de estímulos fiscales ha sido ambiciosa, pero su extensión está cuestionada por el déficit fiscal del país (15,4% PIB, enero a octubre) y su nivel de endeudamiento (90,7% en octubre). La buena noticia es que los tipos están en un nivel históricamente bajo (2%) y así seguirán sino se produce un alza considerable de la inflación (3,9% interanual).

Brasil se ha visto muy afectado por COVID-19

Las claves de corto plazo para Brasil son: (i) La comercialización de una **vacuna** que permita reactivar la economía. (ii) **La recuperación del precio de las materias primas**. Ambos factores permitirían una reactivación económica. A medio plazo, es fundamental: (i) la introducción de **reformas estructurales** de calado que permitan aumentar la productividad. (ii) **Reducción de déficit y de deuda**, para evitar un empeoramiento de *rating* (actualmente en BB- por S&P). Recientemente, Fitch mantuvo el *rating* en BB- pero alertó del elevado nivel de déficit fiscal. (iii) **Evolución política**. La incertidumbre se ha elevado en un contexto en el que en las elecciones municipales el partido del Gobierno ha perdido apoyos. En este contexto, mantenemos nuestra recomendación de no tomar posiciones en el país. A la incertidumbre política, se une el impacto de la pandemia, la dependencia de sectores cíclicos y el abultado endeudamiento y déficit fiscal, lo que le hacen muy vulnerable si el contexto se torna más complejo. **Por todo ello, mantenemos nuestra estimación de PIB en +3,9% en 2021 y +2,5% en 2022**

Las claves a corto plazo son la comercialización de una vacuna y la recuperación del precio de las materias primas.

A medio plazo es fundamental reducir deuda y déficit e introducción de reformas de calado.

México ha sido uno de los países más afectados por COVID-19, tanto en términos económicos como en número de contagios. El impacto económico es superior por su dependencia del sector petróleo y del Turismo. Todo ello ha provocado una de las mayores contracciones de su historia (-8,6% en 3T20 y -18,7% en 2T20). Además, estimamos sufrirá a corto plazo por la debilidad de la demanda interna y por una actividad global que todavía es débil. **En este contexto, estimamos que el PIB cerrará 2021 en +4,5% vs +6,6% anterior y 2,5% en 2022 vs +1,6% anterior.**

En México, la introducción de una vacuna es fundamental por la reactivación del Turismo y del Petróleo.

La **vacuna para hacer frente al COVID-19 es clave para el país**. Por un lado, por la reactivación del **Turismo**. El sector supone el 8,7% del PIB. Como referencia, desde enero a septiembre, el número de llegadas de turistas internacionales se redujo -46,5% y los ingresos por visitantes extranjeros -56,2%, mientras que la ocupación hotelera se redujo -35,1%. (ii) **Permitiría un aumento de la demanda de petróleo a nivel global**, por reactivación económica y alza de los precios.

Los **indicadores adelantados mejoran progresivamente**, pero todavía de manera insuficiente como para permitir una reactivación vigorosa del crecimiento económico: el PMI Manufacturero se encuentra por debajo de nivel de expansión (43,7), aunque ha mejorado considerablemente con respecto a las cifras de mayo, (38). También la Confianza del Consumidor, buen indicador del pulso de la demanda interna, se sitúa en 36,7 vs 43,8 en enero.

Estrategia de Inversión 1T 2021

La **Inflación se mantiene controlada, 3,3%**, en línea con el objetivo del banco central (3% +/-1%). Con este nivel de precios, estimamos que el banco central no modificará el nivel de tipos actual: 4,25%, al menos en el corto plazo. Estimamos que la inflación se situará en +3,7% en 2021 y +3,5% en 2022 vs (+3,9% y +2,9% previo).

El Empleo es otra variable clave. Aparentemente la Tasa de Paro parece controlada: 4,7% en noviembre vs 2,9% en marzo. No obstante, el impacto de la pandemia ha sido muy brusco. Como referencia, la población activa ha pasado de 57,3M a 53,8 millones (-3,6M) y los ocupados se situaron en 51M de personas (-4,2M). El problema real radica en el elevado porcentaje de población que se encuentra en una situación informal (entre otros, los que no están incluidos en la Seguridad Social). Estos representan 27,7M de trabajadores (-3,5M menos).

En nuestra opinión, las claves para México son: (i) **comercialización de la vacuna**, que permita una recuperación del Turismo y de la demanda de petróleo. (ii) La **recuperación de la economía americana**. Ello elevaría el flujo de turistas y mayor demanda de productos industriales. La economía mexicana es muy dependiente de la estadounidense. (iii) **Inicio del Plan Oaxaca**. Elevará la inversión en el Sur y Sureste del país y desarrollará la red de infraestructuras (vía ferroviaria, tren Maya y carreteras), mejora de puertos y Expansión del Sistema de Transporte y Almacenamiento Nacional Integral de Gas, junto con rehabilitación de varias refinerías. El problema es el retraso del Plan y la incertidumbre sobre su iniciación.





Con todo ello, mantenemos una actitud de cautela sobre México, por su dependencia de sectores cíclicos, vinculación al petróleo (Pemex) y la gestión de la pandemia.

También la recuperación de la economía americana y el inicio del Plan de Oaxaca.

Mantenemos una actitud de cautela sobre México, por su dependencia de sectores cíclicos, vinculación del petróleo y gestión de la pandemia.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Perspectivas para las principales divisas

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2021)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,20/1,25	El dólar mantendrá su tendencia depreciatoria frente al euro en 2021-22. Por un lado, su atractivo como activo refugio se reduce ante un escenario de menores incertidumbres (alta efectividad de las vacunas, resolución de las elecciones americanas, ...). Un mayor gasto presupuestario en EE.UU. bajo la Administración Biden debilitará al dólar. La política exterior en EE.UU se vislumbra menos beligerante contra Europa, lo que supone un desahogo para el Euro. Por último, la puesta en marcha del Fondo de Recuperación Europeo supone un importante estímulo de crecimiento y un éxito del proyecto común. Estimamos un cruce EURUSD 1,20/1,25 en 2020 y 1,22/1,27 en 2022.	Depreciatoria 
Yen	127/133	Estimamos que el yen se depreciará a partir de 2021. La reactivación económica global ya está en marcha y los riesgos se diluyen progresivamente (CV-19 principalmente). Por este motivo el Yen perderá atractivo como valor refugio y retomará la tendencia depreciatoria de largo plazo ya observada en los últimos trimestres. Además, la política monetaria ultra laxa del BoJ y los estímulos fiscales ilimitados del Gobierno también presionarán la divisa a la baja, frente a un euro fortalecido por la recuperación económica en Europa.	Depreciatoria 
Franco Suizo	1,09/1,14	El problema que tiene suiza es la apreciación de su divisa. La fortaleza de su economía la convierte en un activo refugio. El SNB insiste en que su divisa se mantiene muy apreciada y continuará su política intervencionista. En la primera mitad de 2020, vendió 90.000M de francos para frenar su apreciación. Además, el fondo de mercado pro-bolsas reducirá el atractivo de las divisas refugio y provocará un movimiento de fondos hacia activos de mayor riesgo. En este contexto, mantenemos nuestra estimación para el €/CHF en 1,09/1,14 para 2021 y 1,09/1,14 en 2022.	Depreciatoria 
Libra	0,86/0,90	La libra, aunque es quizá la que más se ve afectada por la incertidumbre del <i>Brexit</i> , se ha mantenido relativamente estable a lo largo del último trimestre del año (moviéndose en el rango 0,89-0,91€/GBP), lo cual da muestra de que los mercados no prevén en ninguno de los escenarios un desenlace excesivamente destructivo. Si bien no descartamos de ver cierta debilidad de aquí a final de año mientras continúan las negociaciones, esperamos que, a medida que la economía británica recupere el tono y una vez quede atrás el escollo del <i>Brexit</i> , se produzca cierta recuperación hacia el rango 0,86/0,90€/GBP en 2021 y 0,84/0,87€/GBP en 2022.	Apreciatoria 

Estrategia de Inversión 1T 2021

2. España y Portugal.

2.1.- España: "La distribución de las vacunas y las ayudas europeas claves para la reactivación, pero un largo camino hacia los niveles previos a la crisis."

La difusión de las vacunas y la aplicación del Fondo Europeo de recuperación (NGEU) sostienen las expectativas de reactivación, tras la fuerte contracción estimada en 2020 (-11,3% a/a). Proyectamos un crecimiento del PIB del +6,5% a/a en 2021 y +5,2% en 2022 (incluyendo una aportación en torno al +1pp y +1,8pp del NGEU respectivamente). A pesar de ello, el PIB en términos reales en 2022 sería todavía inferior a los niveles previos a la pandemia.

A medio plazo, dos factores pueden limitar el potencial de crecimiento del Consumo Privado y de la Inversión; por una parte, la Tasa de Paro que estimamos en 2022 en niveles del 16,2% (vs 13,8% a finales de 2019) en un ejercicio ya sin mecanismos especiales de los ERTE, que podrían extenderse en parte de 2021; por otra, el aumento del Déficit Público elevará la Deuda pública/PIB en +23pp en 2020, manteniéndose en torno al 118,8% en 2022 (vs 95,5% de 2019).

El fondo europeo supone la gran oportunidad para impulsar la recuperación y afrontar el doble reto de la absorción de un importe de inversión relevante (España podría recibir entre 2021-26 en torno al 5,8% del PIB en ayudas directas) y de aprovechar el crecimiento para mejorar la competitividad a futuro.

Mantenemos dos escenarios alternativos, ante unas incertidumbres todavía elevadas y sesgadas a la baja: Escenario Pesimista muestra un PIB -11,9% a/a para 2020 (-4,5% t/t en 4T20), +4,5% en 2021 y +3,2% 2022 respectivamente, mientras que en el Positivo un PIB del -10,3% para 2020 (+2,3% t/t 4T20), +7,7% 2021 y +6,4% 2022.

La vacunación y las ayudas europeas, claves tras la contracción de 2020

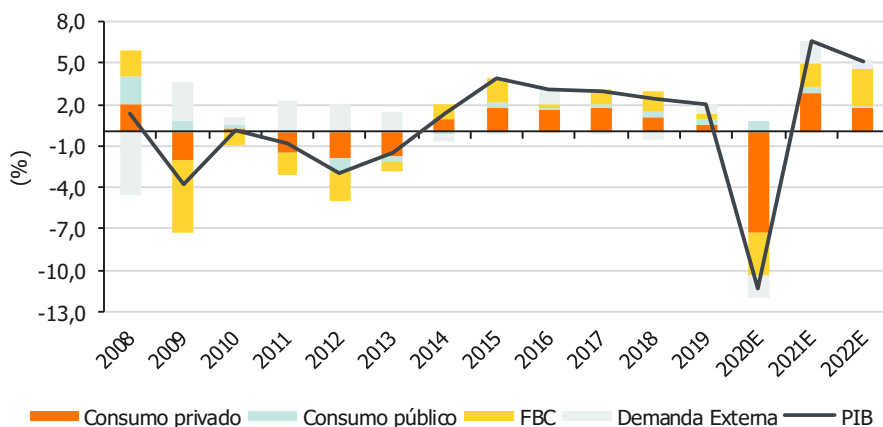
El año 2020 está marcado por la pandemia del Covid-19, que dará lugar a un descenso histórico del PIB del -11,3% a/a en nuestro escenario central (lo que supondría un -1,70% t/t en el 4T20). Tras este fuerte impacto, estimamos una recuperación gradual de la economía con un incremento del PIB del +6,5% 2021E y del +5,2% para 2022E, en las que ya estamos considerando un impacto progresivo del Programa de recuperación europeo (con unos 10.800M€ el primer año y 21.600M€ en el segundo).

A pesar de este impulso, el PIB en términos reales, no habría alcanzado en 2022 los niveles previos al virus (2019). Todas las partidas con la excepción del Consumo Público descienden en 2020, mientras que de cara a los próximos ejercicios esperamos la recuperación en todos los componentes, liderados inicialmente por el Consumo Privado y seguidamente de la Inversión, impulsada por los fondos europeos.

PIB 2020 -11,3% a/a marcado por la pandemia. Recuperación del +6,5% y +5,2% en 2021 y 2022E, que incorporan ya ayudas europeas por +1pp y +1,8pp respectivamente.

En términos reales, el PIB de 2022 todavía por debajo de 2019.

GRÁFICO 2.1.1: Evolución PIB por componentes, 2008-2022E



Revisiones: más cautos en 2021, aceleramos la recuperación en 2022, por impacto más completo de vacunación y fondos europeos

Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2021

La **revisión** respecto a nuestras proyecciones de septiembre, supone una mejora para el 2020 (-11,3% a/a vs -13,1% a/a ant.), tras un 3T20 mejor de lo esperado (fue -8,7% a/a vs -12% estimado). Para próximos ejercicios, **somos más cautos para 2021** (donde proyectamos un +6,5% a/a, incluyendo ayudas europeas vs +7% a/a anterior), **pero aceleramos la recuperación para 2022** (+5,2% a/a vs +1,5% ant. tras incorporar también nuestras hipótesis sobre los fondos europeos).

Los dos aspectos clave, que tendrán un impacto más completo en el ejercicio 2022:

- (1) el período necesario para que la **vacunación permita una normalización** de las actividades (especialmente en Servicios, más afectados por las medidas de confinamiento selectivas);
- (2) la **velocidad e importe de los proyectos a financiar con fondos europeos**.

Secuencialmente, próximos trimestres:

1T21 seguirá el patrón de un 4T20 moderado por los rebotes...

Los indicadores más recientes muestran dos tendencias: (1) **cierta moderación en el 4T20** (por ejemplo, la caída del tráfico aéreo se ha acelerado hasta -84,1% a/a en noviembre vs. -75,1% a/a en 3T20); y (2) **un comportamiento desigual entre Manufacturas y Servicios**, estos últimos más afectados por los rebotes y las medidas de restricción más selectivas que las del 2T20. Los PMIs de Manufacturas y Servicios muestran esta disparidad, aunque ambos se han moderado en los últimos meses los de Manufacturas siguen próximos al nivel de expansión (se encuentran en 49,8 en noviembre), mientras que los segundos han descendido hasta 39,5 en noviembre, lejos de la zona de expansión.

... y recuperación progresiva en el 2S2020

El 1T21 seguirá probablemente el patrón previsto para el 4T20, con un descenso interanual estimado del -10,6% a/a 4T20 y -5% a/a 1T21. El segundo trimestre, la tendencia de recuperación gradual comparará además con el trimestre de práctica paralización en 2020, por lo que anticipamos un +17,1% a/a. La recuperación progresiva en la segunda mitad de año se debería ver impulsada además por la expectativa de inicio de proyectos financiados con fondos del NGEU.

La oportunidad o el reto del Fondo de Recuperación europeo (72.700M€ en ayudas directas, un 5,8% del PIB 2019).

La gran oportunidad: los fondos europeos

El Fondo de Recuperación Europeo (NGEU) dotado de 750.000M€ (el 48% en préstamos y el 52% transferencias directas) supone una **gran oportunidad** de impulsar el crecimiento y un **doble reto**: (1) el de la capacidad de absorción de un importe de inversión relevante (España podría recibir unos 140.000M€ entre 2021-2016, de los cuales 72.700M€ serían ayudas directas y el resto préstamos); y (2) el de aprovechar el crecimiento para **mejorar la productividad y la competitividad** a futuro.

España presentó en octubre las líneas generales de actuación ([Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia](#)) y los PGE, que podrían finalizar su aprobación en las próximas semanas, contemplan 27.000M€ financiados por esta vía (27% del total de ayudas). **Los países miembros tienen hasta el 30 de abril de 2021 para presentar sus programas detallados, que serán evaluados por la Comisión.** Posteriormente, reportarán el progreso dos veces al año.

Nuestras estimaciones contemplan el impacto más limitado en 2021, año de inicio del programa, y centrado en la segunda mitad (proyectamos unos 10.800M€ en torno a +1pp en PIB) y progresivamente un mayor

Estrategia de Inversión 1T 2021

impacto en años siguientes (unos 21.600M€ en 2022 que supondría en torno a 1,8pp del PIB).

Un largo camino para recuperar los niveles de 2019

- (1) El mercado laboral, a pesar del efecto mitigante de los ERTE, ha sufrido el impacto del brusco descenso de la actividad. Los ERTE volvieron a incrementarse en noviembre hasta 746,9 mil trabajadores (+24,6% m/m) ante las nuevas medidas de restricción por la segunda ola de Covid.

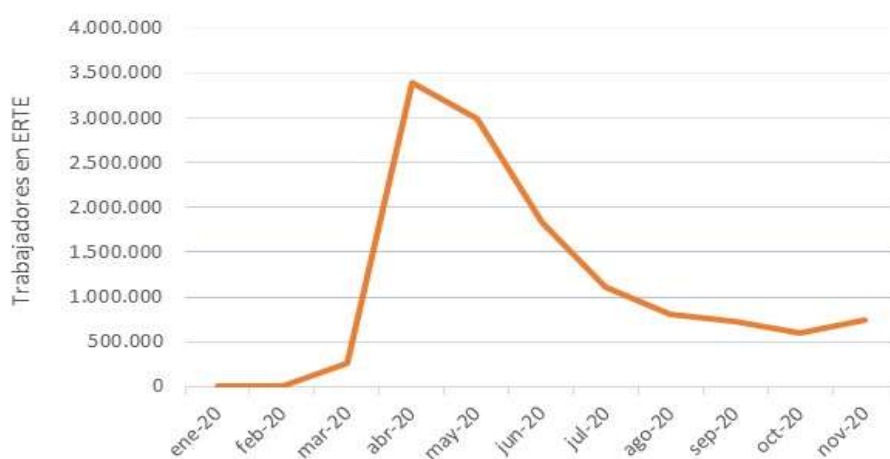
Su composición muestra claramente el mayor impacto en Servicios de esta segunda ola; los servicios de Comidas y Bebidas suponen el 30% de los ERTEs a noviembre, Alojamiento 14,5%, Comercio Minorista 8,4%, Comercio al por mayor e intermediarios 5,5% o Actividades de entretenimiento o deportivas 4,2%, Transporte 4,4% o Agencias de Viajes 3,3%, entre todos ellos más del 60% del total.

El mecanismo de los ERTE fue prorrogado hasta el 31 de enero de 2021, pero considerando que supondrían +3pp (en niveles similares a noviembre) sobre la Tasa de Paro estimada del 16,2% para 2020 y las expectativas de que la difusión de la vacuna pueda dar más visibilidad a las actividades de servicios a medio plazo, **no descartamos que puedan ser prorrogados**, al menos en parte del próximo año. Nuestras proyecciones contemplan, una reducción gradual de los mismos hasta finales de 2021 que en conjunto supondría una subida de la Tasa de Paro hacia 17,8% en 2021. En cualquier caso, en un escenario sin mecanismos especiales en 2022 estimamos niveles del 16,2%, todavía alejados del 13,8% de finales de 2019.

Mercado laboral, los ERTEs están paliando temporalmente el impacto del descenso de actividad y las medidas de restricción . . .

. . . aunque no descartamos que puedan ser prorrogados, estimamos una Tasa de Paro en 2022 todavía superior a la de 2019 (16,2% vs 13,8% de 2019).

GRÁFICO 2.1.2: Evolución de los ERTEs, 2020



Fuente: Ministerio de Inclusión, S.S. y Migraciones

- (2) **Déficit y Deuda Pública.** La Comisión Europea suspendió temporalmente las reglas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para facilitar las medidas para superar o moderar los efectos de la pandemia.

Entre las principales medidas adoptadas este año destacan: (1) los ERTEs, mencionados anteriormente (actualmente hasta 31 de enero de 2021); y (2) los avales públicos de créditos ICO (dos

Los niveles de deuda pública se mantendrán en torno al 119% en 2022

Estrategia de Inversión 1T 2021

líneas hasta 140.000M€) que ampliaron su plazo de concesión (hasta el 30 de junio 2021), de vencimiento (en tres años, de 5 a un máximo de 8 años) y de carencia en el pago del principal (de máximo 12 meses, hasta un máximo de 12 meses adicionales). Los avales no suponen un gasto inmediato, pero podrían llegar a suponer algún incremento de gasto a medio plazo, aunque la extensión del plazo de carencia de principal facilitará la liquidez de las compañías. Los datos más recientes disponibles (nov-20) muestran que se han concedido avales por 84.327,4M€, de los cuales la mayor parte 71,4% son a plazos de 4 y 5 años y el 22,1% a 2 y 3 años.

Es cierto que en el corto/medio plazo, **el entorno de tipos bajos y la política monetaria expansiva del BCE facilita la financiación**, pero a medio plazo la normalización de las reglas fiscales **devolverá la necesidad de un esfuerzo de reducción del déficit y la deuda**. Nuestras estimaciones apuntan a que el aumento de déficit público (en torno al -12% para 2020, -9% 2021 y -6% 2022) darán lugar a un incremento de deuda pública que estimamos en unos +23pp este año hasta un 118,5% PIB en 2020 y que se mantiene en el entorno del 119,7% y 118,8% en 2021E y 2022E (vs 95,5% en 2019).

En términos de precios, la debilidad de la demanda, el descenso del precio del petróleo y la fortaleza del Euro apuntan a que el IPC se mantenga en terreno negativo a final de año (-0,5% dic-20e). En los próximos años, esperamos un ligero y progresivo incremento, ante la gradual recuperación de la demanda y del precio del petróleo, aunque en niveles todavía alejados de los objetivos del BCE (próximos al 2%).

Inflación: sin tensiones a la vista

En cuanto al mercado inmobiliario, estimamos una caída de **precios de vivienda del -9% acumulado entre 2020 y 2021**. Esta caída se repartirá en -4% en 2020 y -5% en 2021, y sólo el entorno actual de tipos de interés bajos evitará caídas superiores, por menores costes de financiación y mayor atractivo de la rentabilidad de la vivienda por alquiler. Las **transacciones de vivienda** cerrarán 2020 con una caída de en torno al -25% (vs. -35% estimado anteriormente) y recuperarán con fuerza en 2021, en torno a +15%, aunque habrá que esperar a 2022 para alcanzar el nivel de 500.000 transacciones previo al virus.

Mercado Inmobiliario: precios de vivienda -9% acumulado 2020-21

En cuanto a los **activos patrimonialistas**, COVID-19 podría suponer un impulso definitivo para el teletrabajo y el comercio electrónico, afectando a la rentabilidad de oficinas y centros comerciales. Las valoraciones de los hoteles también sufrirán rebajas. Nuestra preferencia es hacia activos logísticos. [Link al informe del sector inmobiliario](#).

Mantenemos la elaboración de dos escenarios alternativos al central, ante las elevadas incertidumbres pendientes y consideramos sesgadas a la baja (1) el plazo para que la difusión de las vacunas permita una normalización de las actividades (especialmente en lo que respecta a Servicios); (2) el tamaño e inicio de los proyectos financiados con el fondo europeo de recuperación (NGEU); (3) la velocidad de recuperación del mercado laboral y los sectores/empresas más afectados; o (4) el Brexit.

Dos Escenarios Alternativos (Optimista y Pesimista) ante las incertidumbres pendientes, sesgadas a la baja.

El Escenario Optimista muestra un -10,3% en 2020 (lo que supondría un +2,3% t/t en el 4T20), +7,7% a/a en 2021 y +6,4% en 2022 (básicamente con una mayor recuperación Consumo Privado y un impacto entorno al +1,2pp y +2,3pp de ayudas europeas en 2021 y 22 respectivamente).

Estrategia de Inversión 1T 2021

El Escenario Pesimista supondría **-11,9%** en 2020 (-4,5% t/t en el 4T20), +4,5% a/a en 2021 y +3,2% en 2022. (con menor aportación del Consumo Privado y un impacto más retardado de las ayudas europeas, entorno al +0,6pp y +1,2pp en 2021 y 22 respectivamente).

TABLA 2.1.1: Resumen de estimaciones 2017r/22e

España, cifras clave (%)	2017r	2018r	2019r	2020e			2021e			2022e		
				Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,4	2,0	-11,9	-11,3	-10,3	4,5	6,5	7,7	3,2	5,2	6,4
Consumo Privado	3,0	1,8	0,9	-13,5	-12,8	-11,5	3,9	5,9	6,9	1,6	3,1	3,6
Gasto Público	1,0	2,6	2,3	3,9	4,0	4,1	1,1	1,6	2,1	0,1	0,6	1,1
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,1	2,7	-15,3	-14,6	-14,0	6,2	9,3	11,0	9,9	13,9	17,1
Demanda interna (aportación)	3,3	3,1	1,4	-10,4	-9,8	-9,0	3,5	5,3	6,3	2,8	4,6	5,6
Sector Exterior (aportación)	-0,3	-0,6	0,5	-1,5	-1,4	-1,4	1,1	1,3	1,4	0,4	0,6	0,8
Déficit Público/PIB	-3,0	-2,5	-2,7	-13,0	-12,0	-11,0	-11,0	-9,0	-7,0	-7,5	-6,0	-4,5
Deuda/PIB	98,6	97,6	95,5	120,2	118,5	116,4	124,9	119,7	113,9	126,7	118,8	110,2
Tasa de paro (EPA)	16,5	14,4	13,8	17,2	16,2	16,0	20,1	17,8	16,8	19,8	16,2	14,4
IPC	1,1	1,2	0,8	-0,7	-0,5	-0,4	0,4	0,6	0,8	0,8	1,0	1,2

Fuente: datos INE, Bde, Bloomberg y estimaciones Análisis Bankinter.

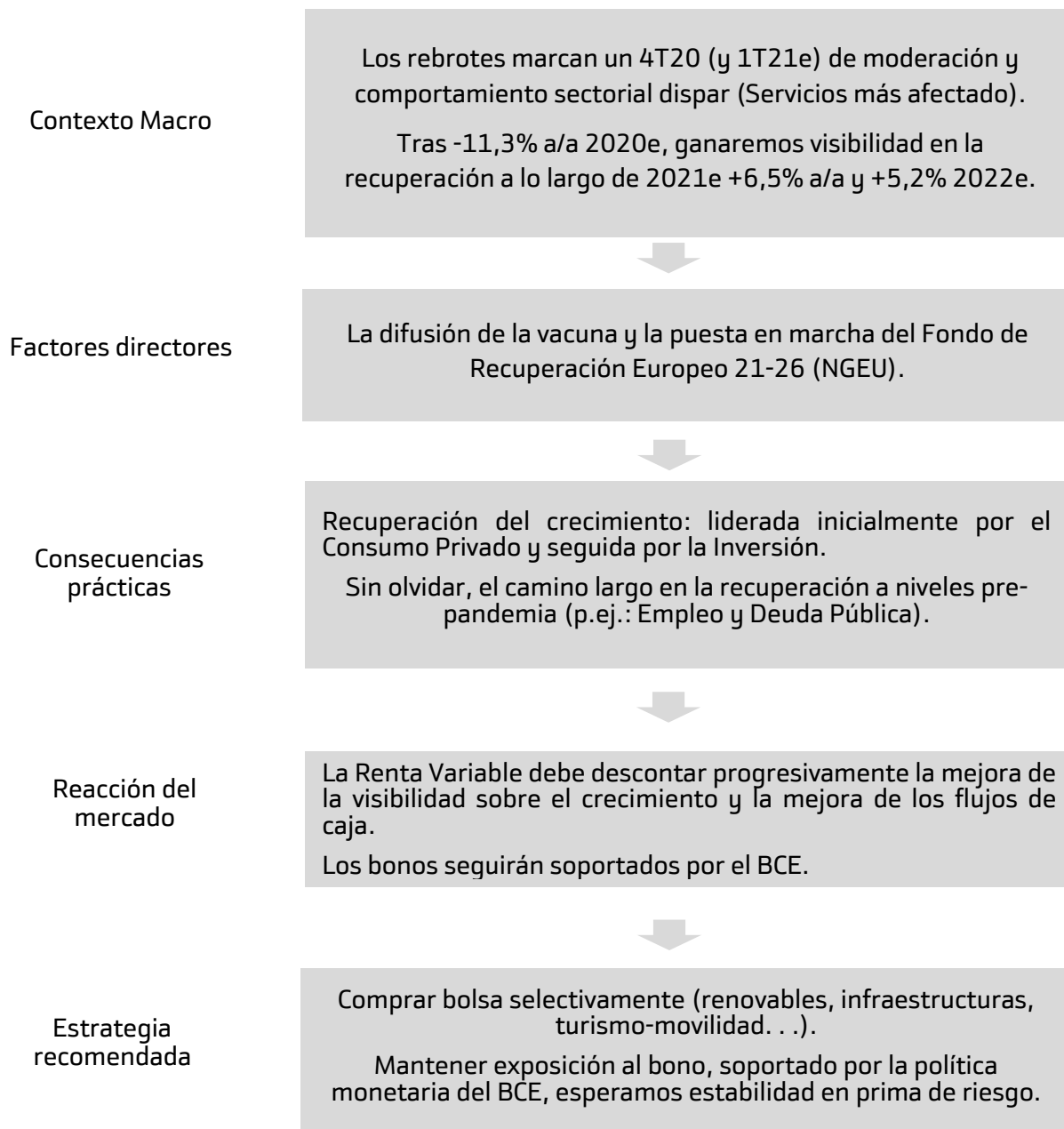
(*) En Anexo I, al final de este informe, se ofrece un desglose completo de estas proyecciones.

En resumen, las incertidumbres siguen siendo elevadas y sesgadas a la baja, aunque es cierto que el avance de las vacunas ha puesto cierto "límite temporal" a la evolución esperada de la pandemia.

La oportunidad para el crecimiento, la creación de empleo y mejoras estructurales está en la capacidad y la eficiencia en el uso de los proyectos que permita desarrollar los fondos europeos (NGEU), mientras el BCE mantiene los mecanismos especiales que favorecen las condiciones de financiación, liquidez y la fluidez del crédito.

Perspectiva sobre España

Escenario Central



Estrategia de Inversión 1T 2021

2.2. Portugal: "Fuerte reactivación de la actividad en el 3T, interrumpida por la segunda ola de la pandemia. 2021 será un año de recuperación a partir de un 1T todavía bastante afectado."

La recuperación de la actividad económica en Portugal en el 3T se vio interrumpida por nuevos brotes del virus, a los que los gobiernos europeos respondieron con nuevas limitaciones, esta vez parciales y regionales. La reaparición de la pandemia debería implicar una nueva caída del producto económico, provocando una recuperación económica en "W". Aun así, la evolución de la economía ha estado en línea con nuestras estimaciones, por lo que hemos mantenido prácticamente inalteradas las previsiones anteriores de crecimiento del PIB. 2021 será un año de recuperación, principalmente a partir del 2T. El Consumo Privado, el incremento del Gasto Público y la recuperación del sector externo han liderado, y deben seguir liderando, la recuperación económica. A medio plazo, destacamos tres factores de especial importancia para una sólida recuperación de la economía: (i) la resiliencia del mercado laboral, (ii) la resiliencia del mercado inmobiliario (ambos con efectos positivos en el mantenimiento del poder adquisitivo) y (iii) la llegada de fondos europeos en los próximos años, que tendrán una influencia relevante en la reactivación de la inversión, en la competitividad y en estabilidad futura de la economía.

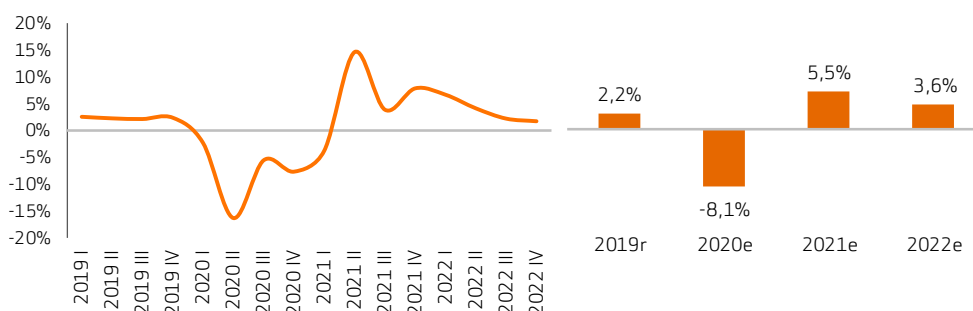
El tercer trimestre de 2020 mostró signos alentadores en el escenario económico en Portugal. Tras el 2T, marcado por dos meses completos de encierro en Europa, los meses de julio y agosto destacaron por la ralentización de nuevos contagios en el continente, que dejó de ser considerado epicentro del Covid-19. En Portugal, más concretamente, el número de nuevos contagios diarios se estabilizó entre 200 y 400 en la mayoría de las semanas de verano, lo que contrasta con los niveles de entre 1.000 y 2.000 contagios observados entre marzo y abril. En este contexto, **la actividad económica se ha recuperado significativamente y la temporada turística, aunque muy afectada, no se perdió por completo.**

La recuperación posibilitada por la reapertura de las fronteras europeas y el levantamiento de los confinamientos permitió un **crecimiento del PIB 3T superior a +13% t/t**. En términos interanuales (a/a) la contracción fue de "solo" **-5,7% vs. -16,4%** en el 2T. Esta rápida reactivación de la actividad estuvo en línea con nuestras previsiones y superó las estimaciones de la mayoría de las instituciones.

A finales de septiembre, Europa experimentó un aumento de nuevos contagios por el Covid-19. A pesar de que no se implementaran nuevos confinamientos totales, los países europeos (Portugal incluido) pusieron en práctica **sistemas de contención parciales y regionales** con el fin de detener los contagios y minimizar el impacto económico de las medidas. Se espera que este aumento en la recurrencia de la pandemia, en forma de una segunda ola, provoque una nueva caída en la producción económica en el 4T 2020 y, por lo tanto, un patrón de recuperación en "W".

La reactivación registrada estuvo en línea con nuestras previsiones y supera las estimaciones de gran parte de las instituciones.

Gráfico 2.2.1: Estimaciones de crecimiento del PIB trimestrales y anuales



Fuentes: INE y Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2021

A pesar del impacto continuo del Covid-19 en la economía portuguesa, mantenemos sin cambios nuestra **estimación** de PIB 2020 en **-8,1%**. Para 2021 revisamos ligeramente hasta **+5,5%** desde +5,7% y para 2022 hasta **+3,6%** desde +3,0%. En términos de componentes del PIB, la recuperación experimentada en el tercer trimestre se basó principalmente en los siguientes tres factores:

(i) **Fuerte recuperación del Consumo Privado.** El consumo de los hogares portugueses aumentó en más de un **+13% en comparación con el 2T**. Esta mejora sustancial fue posible por el hecho de que el poder adquisitivo fue "protegido" por los "layoffs" implementados por el Gobierno, lo que impidió un mayor impacto en el número de desempleados. Además, también identificamos un factor de aplazamiento del gasto en meses anteriores, visible por el fuerte aumento del gasto en bienes duraderos. En el futuro, esperamos que el consumo de los hogares se mantenga resistente y sea una parte importante de la recuperación económica. Para el **consumo privado**, esperamos una disminución del **-6,8% para el agregado de 2020** y aumentos posteriores de **+5,0% en 2021 y +3,2% en 2022**.

La recuperación del consumo privado, el aumento del gasto público y la rápida recuperación de las exportaciones apoyan la retoma.

(ii) **Incremento del Gasto Público.** Después de un 2T en el que los gastos del Estado se redujeron debido al cierre de muchos servicios públicos con atendimento, esperábamos que el 3T viera un fuerte aumento en el gasto público. Además de la reapertura de los servicios que estaban temporalmente cerrados, la necesidad de **fortalecer los servicios de salud y educación provocó un aumento del +6,5% en el Gasto Público en términos trimestrales y del + 1,6% en términos interanuales**. Nuestras previsiones para el año completo apuntan a una contracción de **-0,3%** del Gasto Público en 2020 y expansión de **+2% en 2021 y +1% en 2022**.

(iii) **Relativo equilibrio del sector externo, posibilitado por la rápida recuperación de las exportaciones de bienes.** El confinamiento total implementado entre marzo y mayo en varios países europeos tuvo un impacto severo en los niveles de demanda externa de la economía portuguesa. Durante el 2T 2020 las exportaciones de servicios se redujeron a la mitad, registrando su mínimo desde 2005. Sin embargo, en los últimos meses, **la demanda externa ha mejorado, recuperándose rápidamente por el lado de los bienes**, y creemos que seguirá mejorando durante los próximos meses. Si bien se espera que el transporte de pasajeros, y en consecuencia el turismo y las exportaciones de servicios en general, se vean afectados en el 4T 2020 y 1T2021 debido a las nuevas restricciones, el intercambio de bienes debería verse menos afectado. **El efecto de sustitución del gasto, de bienes a servicios, y las tendencias de crecimiento del consumo en línea deberían asegurar que las exportaciones de bienes se mantengan en una senda más positiva.** Nuestras estimaciones actuales incluyen caídas del **-19,8% en las exportaciones y del -14,4% en las importaciones en 2020**. Para los próximos años estimamos aumentos de las exportaciones de **+11,3% en 2021 y +7,0% en 2022** e importaciones de **+8.8% en 2021 y +5.3% en 2022**.

La inversión se mantuvo resistente. Sin embargo, esperamos leves caídas a corto plazo.

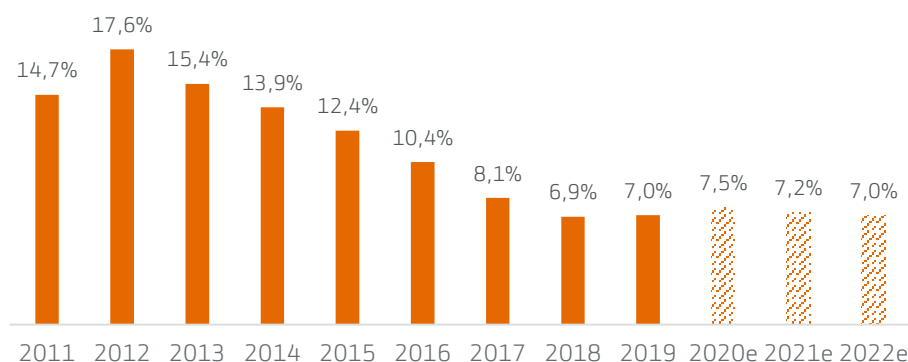
En cuanto a la **Inversión**, cabe destacar la resiliencia que mostró este constituyente en el segundo y tercer trimestre de este año. A esta resistencia contribuyó el componente de **construcción**, que creció +4% en los primeros 9 meses del año en comparación con el mismo período del año anterior, prueba de la resiliencia del mercado inmobiliario y de mayores inversiones públicas. Aun así, creemos que la prolongación de la incertidumbre asociada a la segunda ola puede seguir afectando las decisiones y los montos de inversión verificados en el 4T 2020 y principios de 2021. Anticipamos evoluciones de **-6,4% en 2020, + 4,4% en 2021 y + 3,7% en 2022**.

Estrategia de Inversión 1T 2021

En el ámbito del **mercado laboral**, mantenemos la convicción de que es muy importante asegurar que no haya ningún choque estructural en el mercado laboral para que la actividad económica pueda reactivarse rápidamente tras el control de la pandemia. Hasta ahora, las medidas fiscales implementadas por el gobierno portugués continúan teniendo éxito. La tasa de paro mensual pasó de 6,8% en febrero de 2020 a un máximo de 7,9% en agosto, volviendo a caer en septiembre y octubre hasta la última estimación de 7,6%. Esta evolución representa un incremento significativo, pero muy inferior al esperado al inicio de la pandemia, lo que es **un signo francamente optimista para la reanudación de la actividad en los próximos meses**. En nuestro escenario base, esperamos una tasa de desempleo final en **2020 de 7,5%**, disminuyendo gradualmente en el futuro cercano a **7,2% en 2021 y 7,0% en 2022**.

La tasa de desempleo se mantiene bajo control, por debajo del 8%. La tendencia será a la baja en el futuro.

Gráfico 2.2.2: Tasa de Paro



Fuentes: INE y Análisis Bankinter

En el capítulo de las **finanzas públicas**, se ha observado el aumento del gasto estatal que esperábamos y creemos que esta tendencia continuará en el primer semestre de 2021. Al mismo tiempo, otro factor que seguirá incidiendo en las finanzas estatales será el efecto negativo de la desaceleración económica sobre los ingresos fiscales. Todos estos avances están en línea con nuestras estimaciones anteriores, por lo que nuestras previsiones de **déficit fiscal en 2020** se mantienen sin cambios, en **-7,8% del PIB nacional**. En el año 2021 esperamos un déficit de alrededor del **-4%** y para el 2022 es del **-2%**. Por otro lado, con relación a la **Deuda Pública**, la trayectoria observada hasta ahora está en línea con nuestras estimaciones anteriores, por lo que mantenemos las previsiones de *stock* de deuda en **138% s/PIB para 2020, 135% para 2021 y 132% para 2022**.

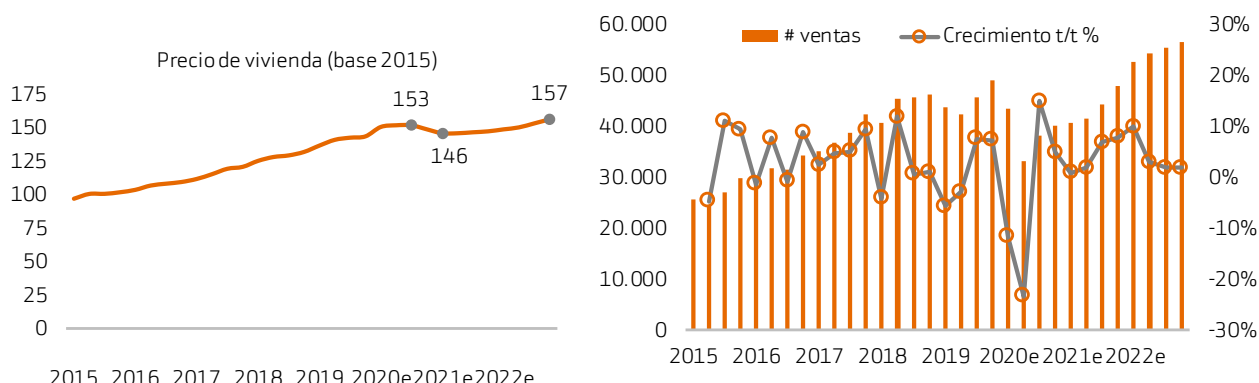
Mantenemos las previsiones de evolución del déficit y la deuda pública.

En cuanto al **mercado inmobiliario**, el sector sigue mostrando mucha resiliencia. Aún no existen datos oficiales sobre la evolución de precios y número de transacciones para el 3T 2020, pero todo indica que se ha mantenido la tendencia observada en meses anteriores. La caída en el número de transacciones registradas en el 2T debió recuperarse parcialmente en el 3T y los precios se mantienen prácticamente sin cambios. En este contexto, mantenemos las estimaciones anteriores: escenario base de caída de precios de **-2% en 4T 2020 y -2% en 1T 2021**, con una recuperación gradual a partir del segundo semestre de 2021. El número de transacciones por trimestre debería volver a valores pre-crisis (2019), desde el 3T de 2021. En términos anuales este escenario implica un **crecimiento promedio anual de precios de +7,0% en 2020. Para 2021 y 2022 estimamos -2,9% y +3,9%**, respectivamente.

El mercado inmobiliario sigue siendo resistente.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Gráfico 2.2.3: Mercado inmobiliario



Fuentes: INE y Análisis Bankinter

Este escenario constructivo que asociamos con el mercado inmobiliario en Portugal se debe principalmente a: (i) el contexto de **tasas de interés que se espera que sean bajas durante un largo período** y (ii) **el diferencial entre la oferta y la demanda**, principalmente por la falta de nuevas viviendas en el mercado. Se espera que ambos factores continúen apoyando los precios de las propiedades residenciales.

En resumen, la segunda ola de la pandemia conduce a nuevos confinamientos parciales que interrumpen la recuperación de la actividad económica en Portugal. Aun así, antes de la interrupción, las primeras señales son positivas y apuntan a una reacción acorde con nuestras previsiones iniciales. El **control de la pandemia**, que esperamos se produzca con la **vacunación**, debería desencadenar una **rápida recuperación del Consumo y la Inversión**, debido a un aumento de la confianza de los agentes económicos y al mantenimiento del poder adquisitivo de las familias. La **resiliencia del mercado laboral y del sector inmobiliario son factores clave** para que este poder adquisitivo no se vea afectado. Finalmente, también se espera que los **fondos europeos** tengan un papel importante tanto en la reactivación de la actividad y la inversión como en el **aumento de la competitividad y la estabilidad futura de la economía portuguesa**.

A medio plazo, la resiliencia en el mercado laboral, y en el sector inmobiliario y la llegada de fondos europeos, serán claves para una sólida evolución de la economía.

TABLA 2.2.4: Resumen estimaciones 2019r/22e*

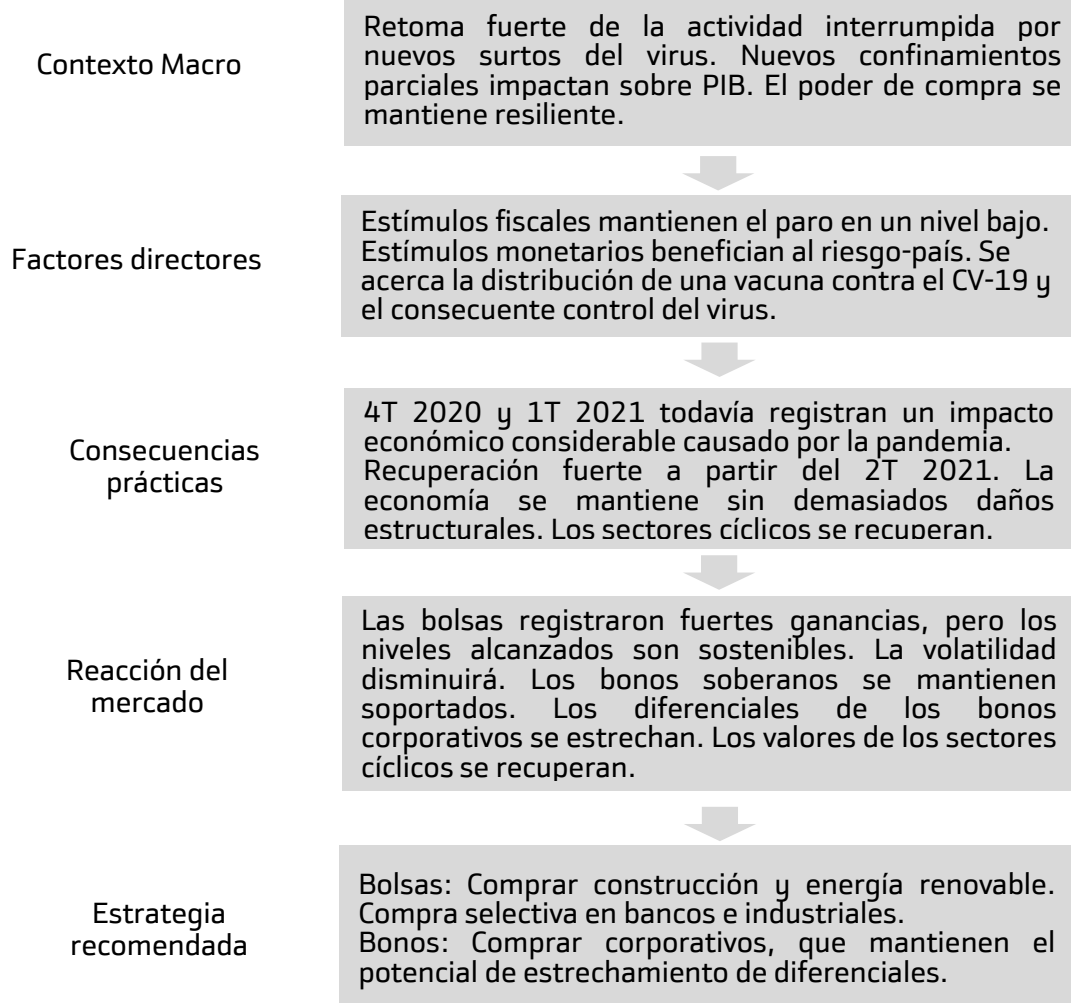
Portugal, cifras clave	2019r	Pesimista	2020e Central	Optimista	Pesimista	2021e Central	Optimista	Pesimista	2022e Central	Optimista
PIB	2,2%	-10,0%	-8,1%	-7,0%	3,0%	5,5%	6,5%	2,0%	3,6%	4,0%
Consumo Privado	2,3%		-6,8%			5,0%			3,2%	
Consumo Público	0,8%		-0,3%			2,1%			1,0%	
Inversión	6,7%		-6,4%			4,3%			2,7%	
Exportaciones	3,5%		-19,8%			11,3%			7,0%	
Importaciones	4,7%		-14,3%			8,8%			5,3%	
Déficit Público / PIB	0,2%	-8,5%	-7,8%	-6,3%	-6,0%	-4,5%	-3,0%	-3,0%	-1,5%	0,0%
Deuda Pública / PIB	118%	142%	138%	134%	138%	135%	130%	135%	132%	125%
TIR (10A, Dic)	0,39%		0,0%			0,0% / 0,3%			0,4% / 0,7%	
Tasa de Paro	6,7%	7,8%	7,5%	7,2%	8,5%	7,2%	7,0%	8,0%	7,0%	6,8%
IPC	0,8%	-0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,5%	0,8%	0,5%	0,8%	1,2%
PIB / PIB 2019	100,0%		91,9%			96,7%			100,1%	

Fuentes: INE, BdP, Bloomberg, Datos elaborados por Análisis Bankinter.

(* En Anexo I, al final de este informe, se ofrece un desglose completo de estas proyecciones.

Perspectiva sobre Portugal

Escenario Central



Estrategia de Inversión 1T 2021

3. Ideas de inversión: Asignación de activos

Las principales incertidumbres se han despejado favorablemente, las buenas noticias continuarán en 2021, y los riesgos se reducen, lo que **allana el camino para la renta variable**. La escasa o nula rentabilidad que ofrecen los activos de bajo riesgo, dejan a las bolsas como una de las principales alternativas de inversión. Y como hemos visto en 2020, **basta con eliminar incertidumbres y acotar riesgos para que las bolsas suban**.

Mantenemos nuestra estrategia pro-bolsas y, como ya adelantamos en noviembre, tomamos **3 decisiones estratégicas**: (i) **Incrementamos la exposición a renta variable +15%** de forma lineal a todos los perfiles (desde 25% en el defensivo hasta 80% en el agresivo); (ii) **Incorporamos sectores más penalizados por el virus** como Industriales, Construcción, Bancos, Seguros, Aerolíneas y Hoteles, aunque de forma muy selectiva y con carácter oportunista en algunos casos. Sin olvidarnos de sectores que ya veníamos recomendando como Tecnología, Energías Renovables, Salud, Infraestructuras y Consumo, que siguen siendo la base de nuestra estrategia; (iii) Desde un punto de vista geográfico mantenemos nuestra preferencia por EE.UU., y Europa como segunda opción, con potenciales de revalorización del +13,1% y +11,8% en 2021, y como principal novedad, **subimos recomendación de Japón y emergentes a Comprar desde Neutral**. China cotiza a múltiplos atractivos, sobre todo si los ponemos en relación al crecimiento estimado de los resultados empresariales.

En **Renta fija**, mantenemos preferencia por el crédito de alta calidad y financieras, y empezaremos a tomar posiciones en el rango alto del segmento HY (High Yield con rating a partir de BB).

Se han despejado favorablemente las principales incertidumbres que se planteaban a finales de 2020, lo que allana el camino para la renta variable. Destacan: (i) Ya están aprobada la **vacuna contra el COVID-19** de Pfizer en EE.UU., esperamos que la de Moderna se apruebe en cuestión de días y que pronto se aprobarán en Europa. Se empezará a suministrar de forma inmediata. Se cumplen, de esta forma, nuestras previsiones, que apuntaban a la obtención de la vacuna entre noviembre de 2020 y febrero de 2021. (ii) El desenlace de las **elecciones americanas** es mejor de lo esperado. Biden gobernará, aunque con escaso margen de maniobra en cuestiones clave, como subidas de impuestos o aumento de presión regulatoria sobre las empresas tecnológicas. El Senado podría continuar controlado por los republicanos y la Cámara de Representantes se ha reequilibrado en favor de estos últimos.

Y de cara a 2021, continuarán las buenas noticias, que actuarán como catalizadores para las bolsas:

- 1) **Control progresivo del virus**: La vacuna de Pfizer ya se está administrando en EE.UU., Canadá y el Reino Unido. Después de esta, vendrán las de Moderna y AstraZeneca. Además, seguirán desarrollándose nuevos tratamientos y medios de detección precoz. Todo ello, llevará a un progresivo control del virus durante el primer semestre de 2021.
- 2) **Recuperación de resultados empresariales**: Prevemos una fuerte recuperación de los resultados empresariales a partir de 2T'21 y el escenario más probable en estos momentos es que recuperen cierta normalidad en la segunda mitad de 2021.
- 3) **Nuevos estímulos fiscales**, sobre todo en EE.UU. Aunque la motivación de los republicanos parece escasa para aprobar ahora un gran paquete de estímulos fiscales, no descartamos que se llegue a un acuerdo de mínimos (entre 500M\$ y 1.000M\$), que permita al menos extender los programas de ayuda al desempleo y evitar un cierre parcial de la administración.

Las principales incertidumbres se resuelven favorablemente, allanando el camino para la Renta Variable.

En 2021 continuarán las buenas noticias...

Estrategia de Inversión 1T 2021

- 4) **Brexit:** Aunque todavía no hay acuerdo Brexit y podría no haberlo a final de año, el "plan de contingencia" permitirá que la actividad económica no se bloquee y que continúen las negociaciones durante 6 meses más. En el momento que haya acuerdo, no implicará aranceles ni cuotas, por lo que no afectará al comercio, que es lo que importa al mercado. Los principales puntos de desacuerdo, como la pesca, el entorno de competencia comercial (reglas comunes) o la resolución de conflictos, tendrán escaso impacto en mercados.

Los riesgos se reducen de cara a 2021. El principal riesgo es cualquier problema o retraso en la administración de la vacuna y el tiempo necesario para inmunizar a una parte elevada de la población. Si bien, en caso de producirse tendrán un impacto limitado y temporal en bolsas. Lo importante es que el virus se controlará y la economía se recuperará, si no es una vacuna será otra y si no es un mes antes será un mes después.

... y los riesgos se reducen.

En un entorno en el que los activos de bajo riesgo ofrecen escasa o nula rentabilidad, basta con que se reduzcan las incertidumbres para que las bolsas suban. Por ello, **mantenemos nuestra estrategia pro-bolsas** y, como ya adelantamos en noviembre, tomamos **3 decisiones estratégicas:** (i) Incrementamos exposición a renta variable +15% a todos los perfiles, (ii) Incorporamos sectores especialmente penalizados por el virus; (iii) Tomamos posiciones en Japón, China y emergentes.

Incrementamos exposición a Renta Variable

La favorable resolución de las principales incertidumbres y las mejores perspectivas de cara a 2021, nos llevaron a adelantar la **subida de exposición a renta variable en +15% lineal a todos los perfiles**. El 10 de noviembre subimos +5% y el 23 de noviembre +10%. ¡La estrategia resultó acertada!. En poco más de un mes, el S&P500 se ha revalorizado +4,4% y el EuroStoxx 50 +2,9%. Los niveles de exposición actuales son: **Defensivo 25%, Conservador 35%, Moderado 50%, Dinámico 65%, Agresivo 80%**.

Como ya anticipamos, incrementamos la exposición a renta variable +15% a todos los perfiles.

TABLA 3.1: Niveles de exposición recomendados según perfil de riesgo.-

Defensivo 25%	Conservador 35%	Moderado 50%	Dinámico 65%	Agresivo 80%
(vs. 10% sept.)	(vs. 20% sept.)	(vs. 35% sept.)	(vs. 50% sept.)	(vs. 65% sept.)

Máximo recomendado por perfiles en el momento actual. Sobre la parte de patrimonio financiero susceptible de ser invertido en bolsa. Los máximos asumibles son: Agresivo 100%; Dinámico 80%; Moderado 65%; Conservador 50%; y Defensivo 40%.

Incorporamos sectores especialmente penalizados por el virus.

Los progresos de la vacuna ofrecen una mayor visibilidad y limitan los riesgos relativos al virus, frente a la total incertidumbre previa. Esto favorece la rotación hacia sectores más penalizados desde la llegada del virus. Por ello, también en noviembre **incorporamos** a la estrategia algunos de estos sectores como **Industriales, Construcción, Bancos, Seguros, Aerolíneas y Hoteles**. Aunque ojo!, de forma selectiva hacia aquellas compañías con sólido balance y liquidez o con carácter oportunista (ver tabla 3.3). **Mantenemos nuestra recomendación de Compra sobre sectores como Tecnología, Energías Renovables, Salud, Infraestructuras y Consumo.**

Incorporamos algunos sectores más penalizados por el virus, aunque de forma muy selectiva y en algunos casos oportunista.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Tras las fuertes subidas del **sector tecnológico** este año (Nasdaq-100: +42%), esperamos que el comportamiento a partir de ahora sea más pausado, con subidas menos generalizadas, más selectivas y centradas en valores más de segunda fila (que se encuentran menos ajustados en valoración que las grandes del sector). Nuestro enfoque positivo se ve respaldado por unos crecimientos de beneficios (BPA) en sector tecnológico que siguen siendo claramente superiores al del resto de sectores tradicionales (ver tabla 3.2).

TABLA 3.2: Compañías tecnológicas vs resto, diferencial de beneficios

Evolución del BPA (Var.% a/a)	S&P-500	Nasdaq-100	Diferencia*
Año 2010	+11,3%	+30,4%	+19,0%
Año 2011	+15,9%	+29,9%	+14,0%
Año 2012	+4,8%	+8,8%	+4,0%
Año 2013	+6,7%	+1,1%	-5,6%
Año 2014	+8,2%	+15,5%	+7,3%
Año 2015	-1,8%	+6,5%	+8,4%
Año 2016	-4,6%	+1,9%	+6,5%
Año 2017	+13,1%	+18,7%	+5,6%
Año 2018	+21,2%	+19,1%	-2,2%
Año 2019	+0,8%	+2,1%	+1,3%
Año 2020	-13,7%	+6,4%	+20,1%
Acum. últimos 10 años	+71,7%	+256,1%	+184,4%

(*) Entre el BPA del Nasdaq-100 y del S&P500

Estrategia de Inversión 1T 2021

TABLA 3.3: Resumen de recomendaciones por sectores. -

SECTOR	RECOMENDACIÓN	COMPAÑÍAS SELECCIONADAS	FONDOS SELECCIONADOS*
AEROLINEAS	Compra oportunista y selectiva	IAG, Ryanair	Ningún fondo se adecúa al sector.
AUTOS	Concentrar electrificación y premium	Cie Aut., Ferrari, BMW, Daimler, Tesla	Ningún fondo se adecúa al sector.
BANCOS	Compra oportunista y selectiva	Intesa, ING, Deutsche Bank, BNP, Unicaja, Morgan Stanley y Citibank	ROBECO NEW WORLD FINANCIALS
CONSTRUCCIÓN	Comprar	FCC, Sacyr	Ningún fondo se adecúa al sector.
CONSUMO CÍCLICO	Comprar (especialmente Lujo)	Inditex, Adidas, L'Oreal, LVMH, Kering, Hermés, H&M, PVH, VF Corp, Nike	ROBECO GLOBAL CONSUMER TRENDS; GAM LUXURY BRANDS
CONSUMO NO CÍCLICO	Comprar	Viscofán, Ahold, Just Eat	PICTET NUTRITION
FARMA/SALUD	Comprar	Sanofi, AstraZeneca, Grifols, Ammirall, Rovi, Pfizer, Johnson & Johnson	JPM GLOBAL HEALTHCARE
HOTELES	Compra selectiva	Marriot, Intercontinental Hotels, Accor	INVESCO GLOBAL CONSUMER TENDS. Consumo con 24% de turismo.
INDUSTRIALES	Compra selectiva	Acerinox, CAF, Arcelor	Ningún fondo se adecúa al sector.
INFRAESTRUCTURAS	Concentrar en transporte	Ferrovial, Vinci, AENA, Cellnex	LM CLEARBRIDGE INFRASTRUCTURE VALUE FUND
INMOBILIARIAS	Neutral	Ninguna	Ninguno
LOGÍSTICA	Compra oportunista y selectiva	Maersk, Deutsche Post	Ningún fondo se adecúa al sector.
MEDIA	Neutral	Ninguna	Ningún fondo se adecúa al sector.
PETRÓLEO	Neutral	Repsol	Ningún fondo se adecúa al sector.
QUÍMICAS	Neutral	Air Liquide	Ningún fondo se adecúa al sector.
SEGUROS	Comprar	AXA, ALLIANZ, Catalana Occ., Mapfre	ROBECO NEW WORLD FINANCIAL
TECNOLOGÍA	Comprar centrado en EEUU	Nvidia, ASML, Intuitive Surgical, Salesforce, Activision, EA, Take-Two, Zynga	FRANKLIN TECHNOLOGY, BGF WORLD TECHNOLOGY
TELECOS	Neutral	Ninguna	Ningún fondo se adecúa al sector.
UTILITIES	Concentrar en renovables	Iberdrola, RWE, ENEL, Acciona	BGF SUSTAINABLE ENERGY, ROBECOSAM SMART ENERGY

* Se indican como máximo solo los 2 fondos que consideramos más adecuados para cada sector.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Tomamos posiciones en Japón, China y emergentes.

Mantenemos la preferencia por EE.UU., seguida de Europa, con potenciales de revalorización del +13,1% y +11,8% respectivamente. Como principal novedad, incorporamos Japón, China y emergentes, cuya recomendación subimos a Comprar desde Neutral, aunque con niveles de exposición moderados por menor visibilidad.

El Nikkei japonés presenta un potencial de revalorización del +6,7% frente a nuestra valoración, y las bolsas de algunos países emergentes como China e India, presentan múltiplos atractivos de cara a 2022, que será el primer año completo post-COVID a nivel global. El CSI300 (China) cotiza a un múltiplo PER inferior a su media histórica: 13,2x 2022e vs 15,1x medio desde 2005, y un PEG 2022e (PER ajustado por el crecimiento esperado del BPA entre 2019 y 2022e) de 1,2x vs. 2,0x de S&P 500 y 1,9x de EuroStoxx-50.

EE.UU. sigue siendo nuestra preferencia. Como principal novedad, incorporamos China y emergentes, aunque con prudencia.

TABLA 3.4: Ratios PER y PEG 2022e de las principales bolsas.

	Geografía	PEG 2022E ⁽¹⁾	PER 2022E	TAMI 19-22E ⁽²⁾
S&P500	EE.UU.	2,0	18,5	9,4%
Nasdaq100	EE.UU.	1,5	24,6	16,5%
Dow Jones	EE.UU.	2,5	17,4	7,1%
EuroStoxx50	UEM	1,9	15,2	7,8%
Ibex 35 ^(*)	España	n.a.	13,8	-4,7%
NIKKEI	Japón	1,9	18,0	9,6%
CSI300	China	1,2	13,2	10,6%
NIFTY50	India	0,8	16,8	19,8%

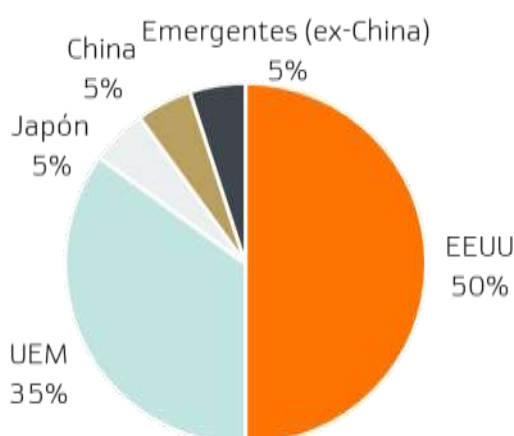
⁽¹⁾ PEG= PER ajustado por crecimiento de BPAs entre 2019 y 2022E.

⁽²⁾ TAMI= Tasa Anual Media de Incremento del BPA medio de cada índice. Tomamos 2019 como base.

^(*) BPA 2019 Ibex ajustado por extraordinarios.

Fuente: Análisis Bankinter

GRÁFICO 3.5: Exposición geográfica recomendada (Perfil Moderado)



Fuente: Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2021

Renta Fija: Nuestra estrategia de inversión pivota una vez más sobre el **crédito de calidad (IG)**, el **sector financiero (AT1 y deuda subordinada)** y los bonos periféricos, especialmente en **Italia**.

La mejora en las perspectivas de beneficios y en las métricas de riesgo (deuda/ebitda y cobertura de intereses), invitan a tomar posiciones en el **rango alto del segmento HY (rating BB)** pero reiteramos nuestra recomendación de evitar las entidades con peor calidad crediticia (Rating CCC) donde las valoraciones/diferenciales actuales no compensan el riesgo de impago/default.

Nuestra estrategia ha vuelto a ser acertada en 2020, un año complicado por la elevada incertidumbre y volatilidad. Prueba de ello es que nuestras carteras modelo de acciones y fondos baten a los principales índices tanto a nivel doméstico como global:

1. **Carteras Modelo de fondos:** No solo protege el capital invertido, sino que las rentabilidades se sitúan en positivo en todos los perfiles. En el enfoque doméstico, las rentabilidades oscilan entre +0,6%/+3,1%, mientras que, en el enfoque global, las rentabilidades se sitúan entre +3,1%/+11,9%. [Link a la cartera de fondos.](#)
2. **Cartera Selección Estabilidad:** La Selección Estabilidad cierra un año realmente complicado cumpliendo su misión esencial: preservar capital y minimizar pérdidas en momentos complicados de mercado. En concreto, con los últimos valores liquidativos disponibles (11 de diciembre) la cartera logra una rentabilidad positiva de +0,5%. Incluso en los peores momentos de mercado la selección mostró un comportamiento remarcable. Como referencia, a 18 de marzo la caída acumulada ascendía a -6,2%. Un momento en el que el temor por las consecuencias del coronavirus provocó un *sell-off* agudo e indiscriminado que afectó a bolsas y también a renta fija. A partir de ese momento la rentabilidad ha mejorado progresivamente: -3,6% a principios de abril, -1,0% a inicio de junio, -0,6% a arranque de octubre y +0,5% actualmente. [Link a la cartera Selección Estabilidad.](#)
3. **Carteras Modelo de Acciones:** Nuestra cartera modelo más restrictiva, de [5 valores españoles](#), acumula un -0,8% hasta noviembre frente al -14,8% del Ibex 35. En [Europa](#) acumulan entre -0,4% (20 valores) y -6,4% (10 valores), frente al -5,4% del Eurostoxx 50. El [Top Selección USA](#) acumula una revalorización +39,4% hasta noviembre, frente a +14,6% del S&P500 y +5,7% del Dow Jones.

En Renta fija, mantenemos preferencia por crédito de calidad (IG), aunque empezamos a tomar posiciones en el rango alto del segmento High Yield (rating BB).

La estrategia funciona. Nuestras carteras modelo de fondos y acciones baten a sus índices de referencia.

Estrategia de Inversión 1T 2021

VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

La evolución de las bolsas ha sido favorable en el último trimestre del año. El S&P 500 alcanza nuevos máximos históricos tras revalorizarse +14,6% en lo que va de año (Nasdaq +45,1%), mientras que el EuroStoxx-50 cede todavía -5,4% YTD, alcanzando ambos niveles próximos a nuestras últimas valoraciones. Si bien, las principales incertidumbres para 2021 se han despejado y los riesgos tienden a reducirse, lo que nos lleva a **revisar al alza nuestras valoraciones de bolsas para 2021** entre +8,7% y +14,4%. **Mantenemos la preferencia por S&P 500**, con un potencial estimado para diciembre de 2021 del +13,1%. **El EuroStoxx-50 es nuestra segunda opción**, con un potencial del +11,8%. **Subimos recomendación del Nikkei a Comprar desde Neutral**, presenta un potencial de revalorización de +6,7% y los BPAs se consolidan e incluso se revisan al alza para 2021.

Mantenemos la preferencia por S&P 500 y Eurostoxx 50. Subimos recomendación al Nikkei a Comprar desde Neutral.

En España, **mantenemos recomendación Neutral sobre el Ibex 35**, con menor potencial de revalorización (+2,6%), por unos resultados empresariales que tardarán más en recuperarse y penalizado por el elevado peso del sector financiero, cuyos resultados continuarán lastrados por un entorno de tipos bajos que se extenderá durante años.

TABLA 3.5: Resumen de valoraciones de bolsas (objetivos a Dic. 2021)

Valoración Escenario Central		
	Valoración	Rentabilidad por dividendo
IBEX-35	8.348	3,1%
Potencial	2,6%	
EUROSTOXX-50	3.960	2,6%
Potencial	11,8%	
S&P 500	4.186	1,6%
Potencial	13,1%	
NIKKEI	28.544	1,5%
Potencial	6,7%	

Notas: cierre 16 de diciembre de 2020

Fuente: Análisis Bankinter, Reuters y Bloomberg

La **revisión al alza de nuestras valoraciones** se explica por: (i) **Tomamos el promedio de BPAs de 2021 y 2022** (frente a 2021 anterior). La recuperación no será completa en 2021, dado que la primera mitad del año se verá todavía afectada por el virus, y el mercado buscará referencias de BPA de los primeros 12 meses tras el virus. El ritmo de recuperación de los beneficios empresariales es dispar entre los mercados. Mientras en EE.UU. y Japón el BPA promedio 2021/2022 supera los niveles previos al virus (2019 excluyendo extraordinarios) en +21,9% y +22,2% respectivamente, en Europa y España es todavía inferior (-7,6% y -25,5% respectivamente); (ii) **Las primas de riesgo se reducen ligeramente**, en un entorno de menor incertidumbre y riesgos a la baja. **Esto resulta en menores tasas de descuento**, sobre todo en Europa, donde además se han reducido las TIRs en los bonos de referencia.

Empleamos el **método Top Down de PER objetivo**. En el caso del Ibex 35, adicionalmente realizamos el enfoque *Bottom Up* basado en los precios objetivos estimados por Análisis y Mercados Bankinter. **Las principales hipótesis consideradas son:**

Estrategia de Inversión 1T 2021

- **BPAs:** Tomamos como referencia la estimación media del consenso promedio para 2021E y 2022E, como aproximación a los primeros 12 meses de resultados empresariales post-COVID. La primera mitad de 2021 todavía se verá afectada por el virus y estimamos que se alcance cierta normalidad en el segundo semestre. Sorprende positivamente el **S&P 500**, cuyo BPA 2021E se revisa al alza +3,4% en el último trimestre. También ocurre lo mismo para el **Nikkei** (+0,7%). En el caso del **Eurostoxx-50** y del **Ibex-35** las previsiones de resultados sugieren que la recuperación será más lenta, la estimación de BPA 2021E se ha recortado en los últimos tres meses en -7,5% para EuroStoxx-50 y -8,5% para Ibex-35 (ver tabla 3.9).
- **Las tasas de descuento** se reducen en los últimos tres meses: 6,60% para el Ibex-35 (-106 p.b.), 5,61% para el EuroStoxx-50 (-43 p.b.), 5,11% para el S&P 500 (-4 p.b.), y 4,95% para el Nikkei (-22 p.b.). En Europa y España la mejoría viene principalmente por la reducción en las primas de riesgo mientras que en EE.UU. y en menor medida en Japón la reducción de la prima de riesgo se compensa con una mayor rentabilidad exigida a los bonos.

Tomamos como referencia el promedio de estimaciones de BPA 2021-2022.

Mantenemos nuestros tres escenarios para cada valoración: **el central, el favorable y el desfavorable**. El favorable implica asumir una recuperación más rápida de lo esperado. El central se ciñe a la recuperación de BPAs estimada por el consenso. El desfavorable incluye los riesgos de posibles retrasos en inmunizar a la población contra el COVID-19 y recuperación más lenta de lo estimado. Las principales diferencias entre ellos son:

Mantenemos tres escenarios: Central, Favorable y Desfavorable

1. **Rangos de BPA.** No aplicamos ningún ajuste sobre el BPA de consenso en el escenario central, +5% en el favorable y -10% en el escenario desfavorable (vs -20% anterior). Los riesgos se reducen aunque son todavía asimétricos, ya que un posible retraso en alcanzar los efectos de las campañas de vacunación ralentizaría de forma significativa la recuperación económica global.
2. **Rango del bono a 10 años.** Empleamos los tipos de mercado (medio de las últimas sesiones) en el escenario central para todos los índices y para los rangos de escenarios, ajustamos en -25 p.b./+25 p.b. en los escenarios favorable y desfavorable en el caso del Ibex-35, Eurostoxx-50 y el S&P 500 y en -15 p.b./+15 p.b. en el Nikkei.

Previsiones por índices 2021E:

Ibex35: La valoración del Ibex 35 es el resultado de combinar el método *Top Down* de PER objetivo y el *Bottom Up* basado en los precios objetivos estimados por Análisis y Mercados Bankinter. El consenso estima un BPA promedio para 2021E-2022E -25,5% respecto al de 2019, excluyendo extraordinarios. La tendencia de revisión de estimaciones es todavía a la baja, habiéndose recortado en -8,5% el BPA 2021 en los últimos 3 meses. Reducimos la tasa de descuento a 6,60% (-106 p.b.) al recortar la Prima de riesgo a 6,53% (-87 p.b.) y la rentabilidad del Bono a +0,07% (-19 p.b.). En consecuencia, nuestro escenario central es una estimación de **8.348 puntos** (anterior 7.298, +14,4%) **para diciembre de 2021**, un **potencial de +2,6%**. Como referencia, esto supondría un PER implícito de 16,4x respecto al BPA promedio estimado para 2021-2022. **Mantenemos una recomendación Neutral respecto al Ibex-35.**

IBEX35: 8.348 puntos, en el escenario central

Potencial +2,6% para dic-21. Recomendación: Neutral

Estrategia de Inversión 1T 2021

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntan a **8.943 puntos y 7.374 puntos** respectivamente, lo que supondría un potencial de +9,9% y -9,4% respectivamente.

EuroStoxx-50: Estimamos un precio objetivo de **3.960 puntos a diciembre de 2021 (anterior 3.642, +8,7%)**, que implica un potencial de revalorización de **+11,8%**. El consenso estima un retroceso en los BPAs promedio 2021E-2022E vs. 2019 excluyendo extraordinarios de -8,0%. Las estimaciones BPA 2021E han disminuido -7,5% en los últimos 3 meses, entendemos que influidas por los rebotes del virus y a pesar del efecto favorable del Plan de Reconstrucción Económica aprobado por la UEM. La tasa de descuento se reduce a 5,61% (-43 p.b.) por el efecto de una menor Prima de Riesgo (5,97%, -32 p.b.) y la compresión en la rentabilidad del bono de referencia a -0,36% (-11 p.b.). Nuestra estimación supone un PER 2021/22E de 18,4x, que compara con una media histórica de 17,5x. **Mantenemos invariada nuestra recomendación de Comprar.**

EuroStoxx50: Valoración 3.960 puntos, escenario central

Potencial +11,8% a dic-21. Recomendación: Comprar

En los **escenarios favorable y desfavorable** nuestra valoración es **4.372 puntos y 3.398 puntos** respectivamente (potencial del +23,4% y -4,1% desde los niveles actuales).

S&P 500: Nuestro Precio Objetivo es **4.186 puntos para diciembre de 2021 (anterior 3.718, +12,6%)**, un potencial de revalorización de **+13,1%**. El promedio del BPA 2021E-2022E supera en un +21,9% el de 2019. Además, la revisión de estimaciones sigue mejorando, dado que en los últimos 3 meses el BPA 2021E se ha incrementado un +3,4%. Esto se explica en gran medida por su elevada exposición a compañías del sector tecnológico, que presentan mayores tasas de crecimiento, y unos estímulos fiscales superiores a los de otras geografías. La tasa de descuento que aplicamos se mantiene casi sin cambios en el 5,11% (-4 p.b.). Nuestra valoración implica un PER de **22,6x** sobre el BPA promedio 2021/2022. **Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.**

S&P500: Valoración 4.186 puntos, en el escenario central.

Potencial +13,1% dic-21. Recomendación: Comprar.

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **4.680 puntos y 3.551 puntos**, lo que supone un potencial respecto a los niveles actuales de +26,5% y -4,0%.

NIKKEI: Estimamos un precio objetivo de **28.544 puntos a diciembre de 2021 (anterior 25.121, +13,6%)**, que implica un potencial de revalorización de **+6,7%**. El consenso estima que promedio del BPA 2021E-2022E aumentará +22,2% vs 2019 impulsado por elevados estímulos fiscales, que superan el 40% del PIB, y estímulos monetarios "casi infinitos". La tasa de descuento se reduce ligeramente a 4,95% (-22 p.b.). Nuestra valoración implica un PER de **20,6x** con respecto al BPA promedio 2021/2022. **Subimos nuestra recomendación a Comprar desde Neutral**

Nikkei: escenario central 28.544 puntos

Potencial +6,7% dic-21. Recomendación: Comprar.

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntan a **30.959 puntos y 24.895 puntos** respectivamente, que supondrían **+15,7% y -7,0%** desde los niveles actuales.

Estrategia de Inversión 1T 2021

TABLA 3.6: Tabla detallada de nuestras valoraciones para bolsas de cara a diciembre 2021.

IBEX-35		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0,18%	0,07%	0,32%	
2.- Inc. BPA (Promedio 21/22e vs. 19*):	-21,8%	-25,5%	-32,9%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	8.943	8.348	7.374	
Precio Objetivo Anterior (2)		7.298		
Cotización 16/12/2020		8.140		
Potencial (%)	9,9%	2,6%	-9,4%	
PER Implícito (4)	16,7x	16,4x	16,1x	
EUROSTOXX-50		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A (3)	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0,61%	-0,36%	-0,11%	
2.- Inc. BPA (Promedio 21/22e vs. 19*):	-3,0%	-7,6%	-16,9%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	4.372	3.960	3.398	
Precio Objetivo Anterior (2)		3.642		
Cotización 16/12/2020		3.543		
Potencial (%)	23,4%	11,8%	-4,1%	
PER Implícito (4)	19,4x	18,4x	17,6x	
S&P 500		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	0,65%	0,90%	1,15%	
2.- Inc. BPA (Promedio 21/22e vs. 19):	28,0%	21,9%	9,7%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	4.680	4.186	3.551	
Precio Objetivo Anterior (2)		3.718		
Cotización 16/12/2020		3.701		
Potencial (%)	26,5%	13,1%	-4,0%	
PER Implícito (4)	24,1x	22,6x	21,3x	
NIKKEI		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0,13%	0,02%	0,17%	
2.- Inc. BPA (Promedio 21/22e vs. 19):	28,3%	22,2%	10,0%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	30.959	28.544	24.895	
Precio Objetivo Anterior (2)		25.121		
Cotización 16/12/2020		26.757		
Potencial (%)	15,7%	6,7%	-7,0%	
PER Implícito (4)	21,3x	20,6x	20,0x	

Notas:

* BpA 2019 de Ibex y EuroStoxx ajustado por extraordinarios

(1) Cálculos con cierre 8 de diciembre de 2020. Precio objetivo a dic-2021. Calculado según método PER Objetivo.

(2) Cálculos a 28 de septiembre de 2020.

(3) Compuesto del B10A europeo según el peso de las compañías de cada país en el ES-50

(4) Per Implícito respecto al promedio de BPAs de 2021 y 2022 estimado actualmente por consenso de mercado

Estrategia de Inversión 1T 2021

TABLA 3.7: Variaciones de beneficios empresariales y PER entre 2012r/2021e

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r ⁽³⁾	2020e	2021e	2022e
IBEX-35											
Var. BPA	-46,2%	58,5%	-8,9%	-12,9%	12,4%	27,3%	2,3%	-1,9%	-67,2%	94,1%	34,2%
PER (x)	20,1x	14,5x	19,1x	22,4x	16,3x	15,1x	13,8x	13,4x	36,3x	18,7x	14,0x
EUROSTOXX-50											
Var. BPA	-6,4%	-9,2%	13,0%	-8,7%	14,1%	28,3%	-9,4%	15,8%	-33,9%	28,9%	16,8%
PER (x)	14,9x	19,0x	18,9x	22,7x	17,4x	15,7x	16,8x	14,8x	23,0x	17,9x	15,3x
S&P 500											
Var. BPA	3,8%	6,0%	4,8%	-3,4%	0,4%	12,9%	22,5%	0,9%	-7,0%	21,6%	15,7%
PER (x)	13,6x	15,3x	17,2x	19,0x	19,2x	19,9x	18,2x	19,2x	26,2x	21,5x	18,6x
NIKKEI											
Var. BPA	30,6%	47,4%	19,7%	2,1%	-5,2%	60,5%	-0,6%	-16,5%	-7,4%	22,4%	15,6%
PER (x)	18,3x	18,5x	17,6x	21,4x	19,9x	14,8x	16,4x	19,1x	25,5x	20,8x	18,0x

Notas:

(1) Variación a/a de los BPAs realizada en 2012/2022

(2) PER 2012/2019 con cotización media de los índices

(3) BPA Ibex y EuroStoxx 2019 ajustado por extraordinarios

TABLA 3.8.: Detalle de los beneficios estimados (consenso) y sus variaciones recientes

Íbex -35	BPA estimado	Var. (%)	Var. % anterior (1)	EuroStoxx-50	BPA estimado	Var. (%)	Var. % anterior (1)
BPA'22e	583 €	34,2%	-4,9%	BPA'22e	232 €	16,8%	-2,0%
BPA'21e	435 €	94,1%	-8,5%	BPA'21e	198 €	28,9%	-7,5%
BPA'20e	224 €	-67,2%	1,5%	BPA'20e	154 €	-33,9%	-2,6%
BPA'19r ⁽²⁾	683 €	-1,9%		BPA'19r ⁽²⁾	233 €	15,8%	
BPA'18r	697 €	2,3%		BPA'18r	201 €	-9,4%	
BPA'17r	681 €	27,3%		BPA'17r	222 €	28,3%	
BPA'16r	535 €	12,4%		BPA'16r	173 €	14,1%	
BPA'15r	476 €	-12,9%		BPA'15r	152 €	-8,7%	
BPA'14r	546 €	-8,9%		BPA'14r	166 €	13,0%	
BPA'13r	600 €	58,5%		BPA'13r	147 €	-9,2%	
BPA'12r	378 €	-46,2%		BPA'12r	162 €	-6,4%	
BPA'11r	703 €	-46,2%		BPA'11r	173 €	-29,8%	
BPA'10r	1.305 €	23,5%		BPA'10r	246 €	26,6%	
BPA'09r	1.057 €	-6,8%		BPA'09r	194 €	31,0%	
BPA'08r	1.134 €	-13,1%		BPA'08r	148 €	-57,1%	
BPA'07r	1.304 €	n/d		BPA'07r	346 €	n/d	

S&P 500	BPA estimado	Var. (%)	Var. % anterior (1)	NIKKEI-225	BPA estimado	Var. (%)	Var. % anterior (1)
BPA'22e	199 \$	15,7%	2,3%	BPA'22e	1.486 JPY	15,6%	2,2%
BPA'21e	172 \$	21,6%	3,4%	BPA'21e	1.285 JPY	22,4%	0,7%
BPA'20e	141 \$	-7,0%	7,5%	BPA'20e	1.050 JPY	-7,4%	4,1%
BPA'19r	152 \$	0,9%		BPA'19r	1.134 JPY	-16,5%	
BPA'18r	151 \$	22,5%		BPA'18r	1.357 JPY	-0,6%	
BPA'17r	123 \$	12,9%		BPA'17r	1.365 JPY	60,5%	
BPA'16r	109 \$	0,4%		BPA'16r	851 JPY	-5,2%	
BPA'15r	109 \$	-3,4%		BPA'15r	897 JPY	2,1%	
BPA'14r	112 \$	4,8%		BPA'14r	879 JPY	19,7%	
BPA'13r	107 \$	6,0%		BPA'13r	734 JPY	47,4%	
BPA'12r	101 \$	3,8%		BPA'12r	498 JPY	30,6%	
BPA'11r	97 \$	17,1%		BPA'11r	381 JPY	-30,7%	
BPA'10r	83 \$	37,6%		BPA'10r	550 JPY	-991,0%	
BPA'09r	60 \$	9,2%		BPA'09r	-62 JPY	-118,4%	
BPA'08r	55 \$	-34,6%		BPA'08r	336 JPY	-61,3%	
BPA'07r	85 \$	n/d		BPA'07r	869 JPY	n/d	

Notas:

(1) Variación del consenso de Bloomberg respecto a septiembre 2020

(2) BPA 2019 de Ibex y Eurostoxx ajustado por extraordinarios

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg

Datos a 8/12/2020

Estrategia de Inversión 1T 2021

Asignación según clases de activos

Activo	Recomendación	Racional
Bolsa España	Neutral	El Ibex-35 ofrece un potencial de +2,6% para diciembre de 2021, tras perder -14,8% en 2020. Además, la rentabilidad por dividendo se ha visto reducida al 3,1% desde 4,5% en diciembre 2019, a causa del impacto sobre los beneficios y dividendos durante el COVID-19. Según el consenso, el BPA promedio en el bienio 2021E-2022E estará un -25,5% por debajo de 2019, año previo al virus. La estimación refleja que los estímulos fiscales son de alcance limitado y que la recuperación económica post-COVID será más lenta que en otras geografías.
Bolsa Europa	Comprar	El Eurostoxx 50 presenta un potencial de revalorización del +11,8% (cede -5,4% en 2020), más una rentabilidad por dividendo del 2,6%. El consenso estima que el BPA 2021E-2022E estará -8,0% vs 2019. Si bien, el plan para la reconstrucción económica de la UEM podría acelerar la recuperación. Esta será asimétrica entre los distintos países miembros. Preferimos Alemania, cuyos estímulos fiscales en efectivo representan más del 8% del PIB. El BCE, por su parte, continuará dando soporte a los mercados con políticas monetarias ultra acomodaticias.
Bolsa EE.UU.	Comprar	Mantenemos nuestra preferencia por la bolsa americana, es nuestro mercado favorito para invertir de cara a 2021. El S&P 500 ofrece un potencial de revalorización del +13,1% y previsiblemente alcanzará nuevos máximos históricos en 2021 tras revalorizarse +14,6% en 2020. Esto se explica por la rápida recuperación esperada de la economía americana, apoyada por estímulos fiscales y monetarios "casi infinitos". El consenso estima que el BPA 2021E-2022E superará en +21,9% el de 2019, previo al COVID-19.
Bolsa Japón	Comprar	Elevamos nuestra recomendación a Comprar desde Neutral. El Nikkei presenta un potencial de revalorización del +6,7% en 2021 tras revalorizarse +13,1% en 2020. La expectativa es que haya una rápida recuperación de la economía nipona. Los estímulos fiscales representan un 42% del PIB y los estímulos monetarios son "casi infinitos". Esto se refleja en el BPA 2021E-2022E estimado por el consenso, que supera en +22,2% el de 2019.
Bolsas Emergentes	Comprar Selectiva	Subimos recomendación a Comprar desde Vender. El CSI300 (China) cotiza a múltiplos atractivos. PER inferior a su media histórica: 13,0x 2022E vs 15,1x medio desde 2005. PEG 2022E (PER ajustado por el crecimiento esperado del BPA entre 2019 y 2022E) 1,2x vs. 2,0x de S&P500. Si bien, tomamos posiciones moderadas por su mayor perfil de riesgo y menor visibilidad.
Bonos Soberanos España	Comprar	La rentabilidad/TIR relativa es atractiva (vs bonos <i>core</i>) y el BCE mantiene una firme determinación para evitar repuntes incontrolados en las primas de riesgo. El deterioro en los fundamentales (Déficit y Deuda) es un <i>hándicap</i> a largo plazo, pero el plan de recuperación europeo es un balón de oxígeno para la economía y la cotización de los bonos.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Activo	Recomendación	Racional
Bonos Soberanos Europa	Neutral	El potencial de revalorización (baja de TIR) es muy limitado y no compensa tomar riesgo de duración (vencimientos a largo plazo). El escenario de tipos bajos se prolonga en el tiempo (¿2028?), la liquidez es elevada y no hay Inflación (-0,3% en noviembre), de ahí que las valoraciones continúen soportadas.
Bonos Soberanos EE.UU.	Neutral	La TIR relativa es atractiva (vs Europa), especialmente en los tramos intermedios de la curva (<5 Años) pero la debilidad del dólar limita la rentabilidad esperada.
Bonos Corporativos Europa	Comprar	Los diferenciales aún no reflejan el cambio a mejor que se atisba en los beneficios empresariales y en las métricas de riesgo. Las compras del BCE y el exceso de liquidez representan una red de seguridad para las cotizaciones y la demanda en el primario bate récords históricos.
Bonos Corporativos EE.UU.	Comprar	Cotizan a precios atractivos en términos relativos (vs bonos soberanos), la estrategia de las empresas facilita la compresión en los diferenciales (subida de precios) gracias a la mejora en las ratios de liquidez, solvencia y gestión de márgenes.
Bonos <i>High Yield</i> Europa y EE.UU.	Compra Táctica y Oportunista: sólo hasta <i>ratings</i> BB	Nuestra estrategia de inversión se centra en las entidades con mayor capacidad de mejora en un entorno de recuperación macro (rating BB) así como en aquellas entidades que han sufrido una rebaja de rating puntual debido a la pandemia (<i>Fallen Angels</i>). Mantenemos nuestra recomendación de evitarlas entidades con peor calidad crediticia (CCC) donde el diferencial actual no compensa el riesgo de impago <i>default</i> .
Inmobiliario España	Vender	Estimamos una caída de precios de vivienda del -9% acumulado entre 2020 y 2021 (-4% y -5% respectivamente). El precio del suelo finalista podría caer más de un -20%. En cuanto a los activos patrimonialistas, COVID-19 podría impulsar el teletrabajo y el comercio electrónico, afectando a oficinas y centros comerciales. Las valoraciones de los hoteles también sufrirán rebajas. Nuestra preferencia es hacia activos logísticos.
Inmobiliario Europa	Neutral	El inmobiliario europeo se caracteriza por la elevada presencia de residencial en alquiler, sobre todo en Alemania. Estos activos se ven menos afectados por COVID-19, lo que da soporte al sector ante la amenaza que suponen el aumento del teletrabajo y el comercio electrónico para oficinas y centros comerciales. Estos últimos podrían sufrir importantes rebajas de valoraciones, sobre todo en Reino Unido, por exceso de oferta y Brexit.
Inmobiliario EE.UU.	Neutral	El mercado residencial muestra gran solidez a pesar del virus. La actividad se ha recuperado con fuerza y los precios de vivienda seguirán soportados por menores costes de financiación y recuperación del mercado laboral. En cuanto a activos patrimonialistas, el entorno de menores tipos de interés debería dar soporte a las valoraciones de los activos. Al igual que en Europa, recomendamos activos logísticos y evitaríamos activos <i>retail</i> .

Estrategia de Inversión 1T 2021

Posicionamiento Geográfico

Región	Recomendación	Racional
EE.UU.	Comprar	Comienza un nuevo periodo presidencial con Biden en la Casa Blanca y la Cámara Baja bajo el control de los demócratas. Las elecciones del 5 de enero en Georgia determinarán el control del Senado. El nuevo paquete de estímulos fiscales, el mantenimiento de unas condiciones financieras muy acomodaticias y la administración de la vacuna permitirán la vuelta al crecimiento. El BPA 2021E-2022E estimado por el consenso, que supera en +22,2% el de 2019. Este crecimiento en BPA impulsará a nuevos máximos históricos en Wall Street en 2021
Eurozona	Comprar	El crecimiento en beneficios en Europa será más modesto que en EE.UU. No será hasta 2022 cuando se alcancen los niveles de BPA previos a Covid-19. Para asentar las bases de la recuperación y evitar que se acrecienten las diferencias entre estados miembros, la CE pone en marcha un Fondo de Recuperación que contempla trasferencias a los países más afectados condicionadas a reformas estructurales. El Brexit supone un reto adicional para la recuperación en Europa. Alemania, con más margen presupuestario para apoyar su economía y un menor peso del turismo, se encuentra en una situación más favorable para afrontar la recuperación.
Reino Unido	Neutral	El Reino Unido y la UE continúan apurando los plazos de las negociaciones para lograr un acuerdo <i>in extremis</i> . En cualquier caso, la publicación el pasado 10 de diciembre de los planes de contingencia por un periodo de seis meses (para un Brexit sin acuerdo o por si el acuerdo no llega a tiempo de implementarse el 1 de enero), permitirán que la actividad económica no se bloquee a corto plazo. A nivel macro, esperamos que el PIB de Reino Unido se reduzca -11,4% en 2020 (vs nuestra anterior estimación de -9%) afectado por los confinamientos duros que se produjeron en el mes de noviembre. Para 2021 revisamos también nuestra anterior estimación hasta +5,5% (desde +7,4%).
Japón	Comprar	Los indicadores manufactureros siguen mejorando tal y como estimamos, a pesar de la debilidad que todavía se mantiene sobre el Consumo e Inversión Privada. La recuperación económica estará liderada por el Sector Industrial (p. ej. Autos) y Exterior. Japón es muy dependiente de ambos sectores e históricamente ha sido una debilidad. Pero pensamos que en esta ocasión será una fortaleza, gracias a la capacidad de crecimiento de sus principales socios comerciales (China y EE.UU.). Además, su Banco Central (BoJ) y Gobierno mantendrán el soporte incondicional con la política monetaria y estímulos fiscales más acomodaticios del mundo. Por estos motivos, mejoramos nuestra recomendación del país hasta Comprar desde Neutral.
Economías Emergentes	Compra selectiva	La recuperación sigue su curso entre los emergentes, pero se trata de un proceso asimétrico. China es el país con mejores perspectivas. Su crecimiento gana tracción con mucho más vigor del inicialmente estimado y los indicadores adelantados muestran que esta tendencia continuará durante los próximos meses. India recupera tras una severa contracción, pero se enfrenta a importantes obstáculos. La contestación social a las reformas del gobierno es elevada y la inflación se mantiene muy alejada del objetivo del banco central. Turquía y Rusia sorprendieron positivamente durante el tercer trimestre, pero todo indica que el crecimiento se enfriará con mucha fuerza en los últimos meses del año. Brasil necesita la implementación de nuevas reformas de calado para reducir deuda y déficit público. En México mantenemos la cautela por su dependencia de sectores cíclicos.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Posicionamiento Sectorial

Sector	Recomendación	Favoritos	Racional
Aerolíneas	Compra selectiva	IAG/Ryanair	La introducción de una vacuna tendrá impacto directo en el crecimiento económico global y ello en la recuperación del Turismo. Tras el fuerte impacto del COVID-19, escogeríamos compañías líderes en su sector y que tengan balances saneados. Nuestros valores recomendados son IAG y Ryanair. Solo recomendado para perfiles muy dinámicos y con un horizonte temporal de largo plazo.
Autos	Compra selectiva	CIE Automotive, BMW, Daimler, Tesla	Mejoramos nuestra visión sobre el sector y recomendamos tomar exposición a las compañías centradas en: (i) vehículos <i>premium</i> , cuyas ventas ganan inercia en parte gracias al impulso desde países emergentes. (ii) Electrificación . La tendencia de cambio estructural hacia energías limpias es una realidad, la regulación penaliza a los fabricantes cuyas emisiones exceden lo permitido y diferentes gobiernos implementan estímulos a la compra de vehículos alternativos.
Bancos	Compra Selectiva y Oportunista (vs Neutral anterior).	Intesa, ING, Deutsche Bank, Morgan Stanley, BNP, Citigroup y Unicaja	El sector todavía afronta un entorno complicado - tipos de interés bajos, RoE inferior al coste del capital y morosidad creciente - pero identificamos 3 factores que invitan al optimismo en 2021 para algunas entidades. (1) Vuelta a la normalidad en la política de remuneración a los accionistas vía dividendos y/o recompra de acciones, tras el visto bueno del BCE, (2) recuperación macro, aumenta el apetito inversor por sectores cíclicos/ <i>value</i> que se traduce en un <i>re-rating</i> del sector (múltiplos de valoración superiores) y (3) el movimiento de consolidación que se avecina conlleva mejoras de eficiencia y rentabilidad, que es más evidente en operaciones domésticas como CaixaBank-Bankia o Intesa-UBI. Nos centramos en entidades que cumplen los siguientes requisitos: (i) ratios de solvencia CET1 superiores a la media (exceso de capital) que permiten implementar una política de dividendos atractiva y sostenible en el tiempo (Intesa e ING), (ii) modelos de negocio ligados a la evolución de los mercados (<i>Trading</i> , M&A, Salidas a Bolsa...) como Morgan Stanley, Deutsche Bank y en menor medida BNP Paribas , (iii) entidades capaces de generar valor mediante una operación corporativa con un riesgo de ejecución limitado (Unicaja) y (iv) un binomio rentabilidad/riesgo atractivo como Citigroup (exposición a emergentes y crédito al consumo en EEUU con múltiplos de valoración atractivos).
Construcción	Comprar	Sacyr, FCC	Subimos recomendación de Neutral a Comprar, ya que consideramos que la progresiva recuperación del ciclo económico que deberíamos ver a lo largo del próximo ejercicio deberá favorecer al sector constructor (compañías habitualmente consideradas como vinculadas al ciclo). Dentro del sector estaríamos en valores con los negocios más diversificados y resistentes a la crisis (como es el caso de Sacyr y FCC).

Estrategia de Inversión 1T 2021

Sector	Recomendación	Favoritos	Racional
Consumo Cíclico	Comprar	LVMH, Kering, Inditex, Adidas, L'Oreal	Los rebrotes de Covid-19 ralentizan la reactivación del consumo en Europa (más dependiente del turismo: ~10%/15% del consumo de lujo). Pero China (~30% del consumo) crece con fuerza y EE.UU. recupera. A medio plazo, se mantiene el alto potencial de crecimiento con elevados márgenes y fuerte generación de caja. Favorecemos negocios diversificados, con balances fuertes y sólido posicionamiento digital.
Consumo No Cíclico	Comprar	Viscofan, Ebro Foods	Sector defensivo , y que ha estado muy beneficiado por el CV-19. Estimamos que los resultados tenderán a moderarse durante 2021, a medida que el consumo en hostelería aumente frente al consumo doméstico. Pero seguirá siendo un sector con potencial por (i) los cambios de hábitos de consumo (más doméstico) hasta que el CV-19 esté completamente controlado y (ii) la capacidad de pago del dividendo y rentabilidad ofrecida, siendo uno de los sectores más atractivos en este sentido frente a otros (como el S. Financiero) que se ven obligados a revisarlos.
Distribución (Retailers)	Comprar	Walmart, Just Eat, Ahold	Es otro de los sectores más beneficiados por el CV-19 y con racional similar al Consumo No Cíclico. El aumento masivo del Consumo Doméstico se ha canalizado a través de grandes distribuidores de alimentación, y aunque sus resultados también se moderarán en 2021 , seguirán siendo valores a tener en cuenta por las siguientes fortalezas: (i) no afectados por posibles nuevas restricciones, (ii) beneficiados por la caída de rentas per cápita en determinadas zonas geográficas (mayor consumo básico), (iii) digitalización acelerada y aumento de presencia online, y (iii) nuevas formas de consumo hostelero a domicilio que, probablemente, permanecerán en el tiempo.
Eléctricas	Comprar	Iberdrola, Enel, RWE, Enagás	Seguimos recomendando el sector por la alta visibilidad de ingresos en las actividades reguladas, el crecimiento en renovables y redes , la sólida situación financiera de las empresas y los altos dividendos a los accionistas . El cambio de modelo energético ofrece oportunidades de crecimiento en redes y en renovables. Además, para salir de la crisis, los países y la Comisión Europea apuestan por inversiones que favorezcan la transformación "verde y ecológica" de sus economías. La sólida situación financiera de las empresas y el acceso a financiación en condiciones favorables (bonos verdes), permite realizar estas inversiones y a la vez mantener sus objetivos de reparto de dividendo. Recomendamos focalizarse en empresas con alta exposición a renovables y redes que es donde el crecimiento será más relevante. Por otro lado, las empresas con activos regulados seguirán pagando altos dividendos a los accionistas.
Hoteles	Compra selectiva	Marriott, Intercontinental Hotels, Accor	La vacuna contra CV-19 ofrece mayor visibilidad para el negocio hotelero. Si bien, hay que ser muy selectivos. Evitamos compañías con elevado endeudamiento, más vulnerables ante posibles retrasos en los efectos de las campañas de vacunación.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Sector	Recomendación	Favoritos	Racional
Químicas	Neutral	Air Liquide	Menor impacto de las restricciones, más selectivas en la segunda ola, en el sector manufacturero (vs servicios) y expectativas de normalización de la demanda gracias a la implantación de las vacunas. Preferencia por compañías con potencial de recuperación de márgenes y de generación de caja.
Renovables	Comprar	Iberdrola, Acciona, RWE	La electrificación de la demanda energética (coche eléctrico) junto con la descarbonización del sistema (cierre plantas térmicas) y el gradual cierre de algunas nucleares favorece el uso de las energías renovables. Además, la fuerte caída en el coste de instalación en eólica y solar hacen más competitivas este tipo de tecnologías, haciendo innecesario primar su instalación vía subvenciones o retornos regulados. La mayoría de los países y la Comisión Europea apuestan por inversiones para salir de la crisis que impulsen la transformación "verde y ecológica" de sus economías. 2030.
Seguros	Comprar	AXA, Allianz, Catalana Occidente, Mapfre	Subimos la recomendación a Comprar desde Neutral. Las aseguradoras han soportado bien la crisis del CV19. Aunque el entorno permanece debilitado, las perspectivas mejoran. La actividad comercial se reactivará en 2021. Además, disponen de niveles de solvencia cómodos. Con relación a esto, creemos que los dividendos se normalizarán en 2021.
Tecnología	Comprar	Amazon, Salesforce, Apple, Intuitive Surgical	Seguimos con visión positiva en el sector, aunque tras las fuertes subidas a lo largo del año, esperamos que el comportamiento a partir de ahora sea más pausado (subidas menos generalizadas, más selectivas). El COVID-19 ha cambiado 2 aspectos claves de la vida diaria: la forma en la que trabajamos (teletrabajo) y la forma en la que nos relacionamos socialmente (redes sociales, entretenimiento on-line, telefonía móvil). En ambos casos la tecnología juega un papel fundamental que ha venido para quedarse.
Tecnología (Videojuegos)	Comprar	Activision, EA, Take Two, Zynga	El segmento de videojuegos ha crecido fuertemente durante la pandemia debido al distanciamiento social y los confinamientos (como una forma de ocio "segura") y aún presenta múltiples atractivos. Además, las frecuentes operaciones corporativas sirven de catalizador para las cotizaciones. Por último, las ventas de la campaña de Navidad (claves en este sector) este año deberían ser especialmente positivas en el actual entorno.
Tecnología (Semiconductores)	Comprar	ASML, TSMC, Nvidia	El sector se ve beneficiado por el fuerte crecimiento de la demanda (al ser productos claves en la fabricación de terminales móviles, portátiles, tabletas, consolas, etc.). Nos centramos en compañías líderes en sus segmentos y con un producto diferencial como es el caso de ASML, TSMC y Nvidia.
Telecos	Neutral	Deutsche Telekom	Sector defensivo y con rentabilidad por dividendo atractiva. Pero potencial de crecimiento orgánico y rentabilidad ROCE (retorno sobre capital empleado) reducidos. Las subastas 5G implicarán un esfuerzo de inversión con retorno incierto con balances muy apalancados.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Sector	Recomendación	Favoritos	Racional
Farma/Salud	Comprar	Sanofi, AstraZeneca, Johnson & Johnson, Pfizer, Grifols, Rovi, Almirall	Los principales temas en 2021 serán el impulso en ventas para las compañías presentes en la vacuna y tratamientos contra el COVID-19 y la recuperación en las ventas de los productos tradicionales que afectados por los confinamientos. Aunque el sector va a perder algo de protagonismo, hay oportunidades que no pueden despreciarse y que batirán al sector . En España, nuestros valores preferidos son Grifols, Rovi y Almirall , mientras que en Europa destacamos a Sanofi y a AstraZeneca , en EE.UU. a Johnson & Johnson y Pfizer .
Industriales	Comprar	Acerinox, ArcelorMittal, CAF	Revisamos al alza la recomendación a Comprar, ante las expectativas de recuperación de la demanda a lo largo de 2021, que comienzan a mostrarse en la mejora de los precios de las materias primas (como el acero o el níquel). Seríamos selectivos hacia compañías, con balances saneados, que irán cambiando el foco de atención de la preservación de liquidez al crecimiento de pedidos y que sean capaces de mejorar sus márgenes .
Infraestructuras	Comprar	Ferrovial, Aena, Vinci, Cellnex	Nos centramos en infraestructuras de transporte, cuya demanda está artificialmente contenida por las medidas de control de CV-19, y recuperará de forma más rápida y brusca incluso que el ciclo económico. Por otra parte, su perfil de riesgo es moderado. Las infraestructuras de telecomunicaciones salen reforzadas por mayor demanda de datos.
Inmobiliario	Neutral	---	A pesar de las mejores previsiones de cara a 2021, se mantienen las principales incertidumbres sobre el sector. El incremento del teletrabajo y el comercio electrónico son cambios estructurales. Aunque cotizan con importantes descuentos sobre valoración de activos (NAV), presentan riesgos como: caída de rentas y ocupaciones, rebaja de las valoraciones de los activos y revisiones a la baja del rating de deuda del sector.
Logística	Comprar	Maersk, Deutsche Post	La alta efectividad de las vacunas y el comienzo de las campañas de vacunación permiten vislumbrar una gradual reapertura de las economías con el consiguiente impacto positivo en el ciclo y el transporte de mercancías. Además, la distribución de las vacunas supone una fuente de negocio añadido para las grandes empresas de logística.
Media	Neutral	---	La normalización de la economía favorecerá un mayor gasto en publicidad que impulsará las cuentas de las compañías de media tradicional en próximos meses. Sin embargo, el sector experimenta un cambio estructural en el que las compañías de contenidos online captan cada vez un mayor porcentaje del gasto publicitario .
Petróleo	Neutral	Repsol	Nuestra recomendación en el sector es Neutral. Consideramos que la introducción de una vacuna favorecerá un aumento de la demanda de crudo. Sin embargo, el auge de las energías limpias y la fuerte volatilidad nos hacen elevar la cautela. Escogeríamos compañías saneadas y con elevada presencia en energías limpias, como Repsol. Solo recomendado para perfiles muy dinámicos y con un horizonte temporal de largo plazo.

Estrategia de Inversión 1T 2021

4.- Temática Trimestral

COVID-19: Los fármacos que terminarán con la pandemia

*Desde que se inicia la propagación del virus del COVID-19 en 1T20 y empieza el sesgo de vidas humanas, las necesidades inmediatas son encontrar un **tratamiento eficaz** para atender a los enfermos y descubrir una **vacuna** que prevenga los contagios y detenga la propagación. La falta de conocimiento de este virus en la fase inicial de la pandemia, la diversidad de efectos sobre el ser humano y la falta de uniformidad en su comportamiento son retos para la comunidad médica. Si **comparamos el COVID-19 con otras epidemias**, en 2020 ha causado la muerte a 1,6 millones de personas (la tasa de mortandad es el 3% de los pacientes infectados), mientras que el SARS (noviembre 2002 a julio 2003) causó 774 muertes (mortandad 10%) y el síndrome respiratorio de Oriente Medio (2012) 858 muertes (mortandad 34%). Se atribuyen entre 290.000 y 650.000 fallecimientos anualmente al virus de la gripe. Ya hay una vacuna contra el COVID-19 aprobada en EE.UU. y en el Reino Unido, en breve lo estará en Europa y llegarán otras vacunas. Estamos en el camino de regreso a la normalidad, pero desconocemos lo largo que el camino puede ser por el tiempo que lleva vacunar a una parte importante de la población y que la vacuna cause efecto tras la vacunación.*

Para muchas personas, el primer acercamiento a esta epidemia es el **test de detección**, práctica habitual en las empresas antes de reincorporar a sus trabajadores tras el confinamiento. Hay una variedad de pruebas, **PCR** (técnica molecular que permite detectar si el genoma del virus está presente); test **serológico** (detecta la presencia de inmunoglobulinas que atacan al virus) y; test de **antígenos** (dispositivos con resultados muy rápidos indicados para diagnosticar a personas sintomáticas). También están los tests serológicos de **uso doméstico**, más imprecisos que las pruebas de laboratorio. Las principales compañías cotizadas en este segmento son **Roche, Abbott, Seegene, Hologic y Thermo Fisher**.

Los primeros **tratamientos para pacientes infectados** utilizan hidroxiclороquina, un fármaco contra la malaria y algunas enfermedades autoinmunes que posteriormente se deja de recomendar al no demostrarse su efectividad y tener efectos secundarios potencialmente peligrosos. Otros tratamientos emplean el esteroide dexametasona. China, Italia, Rusia e India aprueban el favipiravir, un antiviral usado para tratar la tuberculosis, también se cuestiona su eficacia. El primer tratamiento específico aprobado es remdesivir, un antiviral de **Gilead Sciences** para tratar pacientes de ébola, también hay dudas sobre su efectividad y en noviembre la OMS recomienda no utilizarlo. Esta recomendación en contra del remdesivir (aunque su uso no ha sido prohibido) coincide con la aprobación de bamlanivimab desarrollado por **Eli Lilly**, es el primer fármaco de segunda generación diseñado específicamente contra el COVID-19 que no es una adaptación de un medicamento antiguo. Posteriormente, **Regeneron Pharmaceuticals** también ha sido autorizada por la FDA de los EE.UU. a utilizar una combinación de casirivimab e imdevimab para tratar a pacientes de COVID-19.

Lo más importante es que **ya hay dos tratamientos aprobados** y prevemos que aparezcan más a medida que lleguen al mercado desarrollos de otras compañías desde **Johnson & Johnson** hasta **Pharma Mar**. La mortandad se reduce en la segunda oleada de la pandemia, los motivos parecen ser la menor carga del virus y la efectividad de los tratamientos.

La **búsqueda de una vacuna** es la siguiente necesidad. La esperanza es descubrir una vacuna eficaz (que supere el 60% de efectividad) para cortar la expansión de la pandemia y que permita regresar a una normalidad sin aislamientos, distanciamientos ni temores al contagio. El **desarrollo de un fármaco tiene cuatro fases**: Descubrimiento, Preclínica, Clínica y Aprobación y registro y puede llevar entre 10 y 15 años, aunque existen mecanismos de aprobación por vía de urgencia como sucede con necesidades terapéuticas relacionadas con enfermedades poco habituales (algunos tratamientos contra el cáncer).

Estrategia de Inversión 1T 2021

La **fase I** identifica una necesidad médica para tratar una enfermedad. La tasa de éxito es muy baja (solamente 250 de cada 10.000 moléculas pasan a la siguiente fase) y suele ser una fase donde los desarrollos los hacen compañías biotecnológicas. Se demuestra la seguridad del compuesto y se guía hacia la pauta de administración óptima en las fases siguientes. La **fase II** son estudios terapéuticos exploratorios buscando encontrar la dosis adecuada y obtener los primeros datos sobre la eficacia del medicamento. Esta fase culmina con un estudio que se entrega a las agencias reguladoras para que autoricen la puesta en marcha de los ensayos clínicos en humanos. En la **fase III** se investiga cómo actúa el medicamento en las personas, si es eficaz para tratar la enfermedad y si su perfil de seguridad es adecuado. Los resultados obtenidos en los estudios de esta fase proporcionan la base para la aprobación del fármaco. Si se supera, se entra en la **fase IV** que es el proceso de solicitud a las agencias reguladoras para autorizar la comercialización del fármaco demostrando que tiene el efecto deseado.

Una vez autorizado el fármaco, después de su comercialización se llevan a cabo nuevos estudios para valorar la efectividad y seguridad en su utilización y se hace un seguimiento detallado de las incidencias bien para validarlo, modificar las recomendaciones de uso o retirar el fármaco. Las dos principales **agencias regulatorias** son la FDA de los EE.UU., la EMA europea y la PMDA japonesa.

El desarrollo de la vacuna contra el COVID-19 va a llevar menos de un año, es un **plazo muy inferior** al otras vacunas o medicamentos que suelen tardar de diez a quince años en llegar al mercado. Hasta ahora, la vacuna que logró la aprobación más rápida es la vacuna contra las paperas, que tardó cinco años en aprobarse. El gobierno de los EE.UU. ha financiado el desarrollo de vacunas contra el COVID-19, esto ha permitido reforzar los equipos de investigadores, reclutar a un mayor número de pacientes y recortar el tiempo de desarrollo. Esperamos que se aprueben una o varias vacunas antes de finalizar 2020, supone completar las cuatro fases en unos diez meses. Siempre habrá un debate sobre el tiempo en que debería desarrollarse un medicamento y si una situación de urgencia justifica plazos inferiores a lo habitual. Las compañías afirman que han respetado los pasos y procesos habituales.

Los EE.UU. y el Reino Unido han aprobado el uso de la vacuna de Pfizer y esperamos que se apruebe en Europa en los últimos días de 2020. Actualmente hay otras tres vacunas terminando la fase III o en fase IV, son las de AstraZeneca, Moderna y Johnson & Johnson. Además, Sanofi, CureVac y Novavax tienen desarrollos en fase II. Moderna también ha solicitado la licencia de comercialización (fase IV) en EE.UU. y Europa, esperamos que se concedan antes de terminar 2020. Las vacunaciones han empezado en el Reino Unido, EE.UU. y Canadá. AstraZeneca y Johnson & Johnson podrían obtener la licencia en 1T21, Sanofi, CureVac y Novavax a lo largo de 2021. China podría aprobar las vacunas en desarrollo de SinoVac, SinoPharm (fase IV en China), CanSino o Clover Biopharmaceuticals. Las aprobaciones en Europa y EE.UU. de las vacunas procedentes de China y Rusia podrían llevar más tiempo.

Las vacunas de Pfizer y Moderna tienen efectividades del 95%, esto es inusualmente elevado y extraordinariamente positivo de cara a su éxito. AstraZeneca ha declarado 70% aunque es el 90% en dosificación baja y 62% en dosis más elevadas. Hay diferencias en los precios, la vacuna de AstraZeneca promete ser la más económica con un precio de 6€ por tratamiento de dos dosis. Otros fabricantes no han revelado sus políticas comerciales, se espera un rango de precios por tratamiento desde 8€ hasta 20€. Rusia ha autorizado la comercialización de la vacuna Sputnik V, decisión no refrendada por la EMA o la FDA.

Los estudios clínicos aún no se han publicado y hay **incógnitas** sobre cómo actúan estas vacunas en el organismo humano, duración de la inmunidad, si impide los contagios y cómo afecta a los grupos de edad y etnias. Pfizer y Moderna utilizan una técnica novedosa en sus vacunas, el ARN mensajero que fuerza la generación de anticuerpos en el organismo humano. Lo realmente importante es que en breve puede haber entre dos y cuatro vacunas en el mercado (más las de procedencia china y rusa) y que esta diversificación es muy positiva para solventar los problemas de fabricación y suministro.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Otro aspecto relevante es la **fabricación y el suministro de las vacunas**. Las magnitudes son impresionantes, la población mundial son 7.700 millones y aunque nunca se logrará vacunar a todos, podríamos estar hablando de suministrar 10.000 millones de dosis (dos dosis a 5.000 millones de personas). Para producir estas cantidades, es necesario apoyarse en fabricantes locales con capacidad de fabricación. Un ejemplo de compañías con estos conocimientos son **AstraZeneca y Merck** y en España destacamos a **Rovi** (tiene un acuerdo de fabricación con **Moderna**) y **Reig Jofre**. Otro reto es la **logística** de almacenaje y distribución bajo las condiciones de ultracongelación que precisan varias de las vacunas. En este campo, hay posibilidades para compañías logísticas de gran tamaño como **Deutsche Post**.

La estrategia europea prevé que todos los Estados miembros tendrán acceso a las vacunas contra la COVID-19 al mismo tiempo y en función del tamaño de su población. A través de la UE, España tiene **contratos de suministro con Pfizer, AstraZeneca, Moderna, Johnson & Johnson, Sanofi, y CureVac y se está negociando con Novavax**. El reparto es proporcional a la población del país, si todas las vacunas de los acuerdos obtienen la autorización de la EMA, **España recibirá alrededor de 140 millones de dosis para inmunizar a 80 millones de ciudadanos**, un número superior a los 47 millones de personas que viven en nuestro país. Esta previsión **permite arrancar el plan de vacunación** que prepara el gobierno para empezar en enero 2021 y que aspira a llegar a una parte sustancial de la población en el primer semestre a través de 13.000 puntos de vacunación. El proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2021, aprobado el 3 de diciembre, y que ahora prosigue su tramitación en el Senado, prevé una partida de más de 1.000 M€ para la adquisición de las vacunas frente al COVID-19. Previsiblemente, los colectivos de mayor riesgo tendrán prioridad; profesionales médicos y personal a cargo de ancianos, seguidos de la población con edades comprendidas entre los 80 y 50 años.

La **inversión en activos relacionados con el COVID-19** se puede hacer a través de acciones. No hay fondos específicos en esta temática, esto es lógico dado el bajo número de compañías involucradas. También se puede invertir indirectamente mediante fondos de salud con presencia en compañías relacionadas con la lucha contra el COVID-19. En los tres fondos de salud que recomendamos, el que tiene más exposición esta clase de compañías es el **JP Morgan Global Healthcare** que en sus principales participaciones incluye a **Thermo Fisher, Roche, Johnson & Johnson, Eli Lilly y AstraZeneca**, la inversión en estas compañías representa el 19% de los activos del fondo. En cambio, los dos fondos de biotecnología que recomendamos (**Candriam Equities Biotechnology y Franklin Biotechnology Discovery**) apenas están presentes en la temática del COVID-19 y están posicionados en otros campos de investigación.

En nuestra opinión, **estamos en el camino de regreso a la normalidad**, pero desconocemos lo largo que el camino puede llegar a ser por el tiempo necesario para estar vacunados y que la vacuna cause efecto tras la vacunación.

Estrategia de Inversión 1T 2021

ANEXO I.- Estimaciones detalladas sobre España y Portugal según escenarios

España, estimaciones de los principales indicadores y desglose del PIB. Escenarios Optimista, Central y Pesimista en 2020, 2021 y 2022.

España, cifras clave (%)	2017r	2018r	2019r	2020e			2021e			2022e		
				Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,4	2,0	-11,9	-11,3	-10,3	4,5	6,5	7,7	3,2	5,2	6,4
Consumo Privado	3,0	1,8	0,9	-13,5	-12,8	-11,5	3,9	5,9	6,9	1,6	3,1	3,6
Gasto Público	1,0	2,6	2,3	3,9	4,0	4,1	1,1	1,6	2,1	0,1	0,6	1,1
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,1	2,7	-15,3	-14,6	-14,0	6,2	9,3	11,0	9,9	13,9	17,1
Demanda interna (aportación)	3,3	3,1	1,4	-10,4	-9,8	-9,0	3,5	5,3	6,3	2,8	4,6	5,6
Sector Exterior (aportación)	-0,3	-0,6	0,5	-1,5	-1,4	-1,4	1,1	1,3	1,4	0,4	0,6	0,8
Déficit Público/PIB	-3,0	-2,5	-2,7	-13,0	-12,0	-11,0	-11,0	-9,0	-7,0	-7,5	-6,0	-4,5
Deuda/PIB	98,6	97,6	95,5	120,2	118,5	116,4	124,9	119,7	113,9	126,7	118,8	110,2
Tasa de paro (EPA)	16,5	14,4	13,8	17,2	16,2	16,0	20,1	17,8	16,8	19,8	16,2	14,4
IPC	1,1	1,2	0,8	-0,7	-0,5	-0,4	0,4	0,6	0,8	0,8	1,0	1,2

Fuente: INE, BdE, Bloomberg. Elaboración: Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Portugal, estimaciones de los principales indicadores y desglose del PIB. Escenarios Optimista, Central y Pesimista en 2020, 2021 y 2022.

Portugal, cifras clave	2019r	Pesimista	2020e Central	Optimista	Pesimista	2021e Central	Optimista	Pesimista	2022e Central	Optimista
PIB	2,2%	-10,0%	-8,1%	-7,0%	3,0%	5,5%	6,5%	2,0%	3,6%	4,0%
Consumo Privado	2,3%		-6,8%			5,0%			3,2%	
Consumo Público	0,8%		-0,3%			2,1%			1,0%	
Inversión	6,7%		-6,4%			4,3%			2,7%	
Exportaciones	3,5%		-19,8%			11,3%			7,0%	
Importaciones	4,7%		-14,3%			8,8%			5,3%	
Déficit Público / PIB	0,2%	-8,5%	-7,8%	-6,3%	-6,0%	-4,5%	-3,0%	-3,0%	-1,5%	0,0%
Deuda Pública / PIB	118%	142%	138%	134%	138%	135%	130%	135%	132%	125%
TIR (10A, Dic)	0,43%		0,0%			0,0% / 0,3%			0,4% / 0,7%	
Tasa de Paro	6,7%	7,8%	7,5%	7,2%	8,5%	7,2%	7,0%	8,0%	7,0%	6,8%
IPC	0,8%	-0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,5%	0,8%	0,5%	0,8%	1,2%
PIB / PIB 2019	100,0%		91,9%			96,7%			100,1%	

Fuente: Elaboración: Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 1T 2021

ANEXO II.- Carteras Modelo de Fondos y Acciones de Análisis Bankinter. Popcoin

(Link directo al documento disponible pulsando sobre cada imagen)

Carteras Modelo de Fondos

ANÁLISIS Y MERCADOS
Carteras Modelo de Fondos
23 de septiembre de 2021

1. Composición de Carteras Modelo de Fondos

2. Evolución de Carteras Modelo de Fondos

3. Carteras Modelo de Fondos

4. Carteras Modelo de Fondos

5. Carteras Modelo de Fondos

6. Carteras Modelo de Fondos

7. Carteras Modelo de Fondos

8. Carteras Modelo de Fondos

9. Carteras Modelo de Fondos

10. Carteras Modelo de Fondos

11. Carteras Modelo de Fondos

12. Carteras Modelo de Fondos

13. Carteras Modelo de Fondos

14. Carteras Modelo de Fondos

15. Carteras Modelo de Fondos

16. Carteras Modelo de Fondos

17. Carteras Modelo de Fondos

18. Carteras Modelo de Fondos

19. Carteras Modelo de Fondos

20. Carteras Modelo de Fondos

21. Carteras Modelo de Fondos

22. Carteras Modelo de Fondos

23. Carteras Modelo de Fondos

24. Carteras Modelo de Fondos

25. Carteras Modelo de Fondos

26. Carteras Modelo de Fondos

27. Carteras Modelo de Fondos

28. Carteras Modelo de Fondos

29. Carteras Modelo de Fondos

30. Carteras Modelo de Fondos

31. Carteras Modelo de Fondos

32. Carteras Modelo de Fondos

33. Carteras Modelo de Fondos

34. Carteras Modelo de Fondos

35. Carteras Modelo de Fondos

36. Carteras Modelo de Fondos

37. Carteras Modelo de Fondos

38. Carteras Modelo de Fondos

39. Carteras Modelo de Fondos

40. Carteras Modelo de Fondos

41. Carteras Modelo de Fondos

42. Carteras Modelo de Fondos

43. Carteras Modelo de Fondos

44. Carteras Modelo de Fondos

45. Carteras Modelo de Fondos

46. Carteras Modelo de Fondos

47. Carteras Modelo de Fondos

48. Carteras Modelo de Fondos

49. Carteras Modelo de Fondos

50. Carteras Modelo de Fondos

51. Carteras Modelo de Fondos

52. Carteras Modelo de Fondos

53. Carteras Modelo de Fondos

54. Carteras Modelo de Fondos

55. Carteras Modelo de Fondos

56. Carteras Modelo de Fondos

57. Carteras Modelo de Fondos

58. Carteras Modelo de Fondos

59. Carteras Modelo de Fondos

60. Carteras Modelo de Fondos

61. Carteras Modelo de Fondos

62. Carteras Modelo de Fondos

63. Carteras Modelo de Fondos

64. Carteras Modelo de Fondos

65. Carteras Modelo de Fondos

66. Carteras Modelo de Fondos

67. Carteras Modelo de Fondos

68. Carteras Modelo de Fondos

69. Carteras Modelo de Fondos

70. Carteras Modelo de Fondos

71. Carteras Modelo de Fondos

72. Carteras Modelo de Fondos

73. Carteras Modelo de Fondos

74. Carteras Modelo de Fondos

75. Carteras Modelo de Fondos

76. Carteras Modelo de Fondos

77. Carteras Modelo de Fondos

78. Carteras Modelo de Fondos

79. Carteras Modelo de Fondos

80. Carteras Modelo de Fondos

81. Carteras Modelo de Fondos

82. Carteras Modelo de Fondos

83. Carteras Modelo de Fondos

84. Carteras Modelo de Fondos

85. Carteras Modelo de Fondos

86. Carteras Modelo de Fondos

87. Carteras Modelo de Fondos

88. Carteras Modelo de Fondos

89. Carteras Modelo de Fondos

90. Carteras Modelo de Fondos

91. Carteras Modelo de Fondos

92. Carteras Modelo de Fondos

93. Carteras Modelo de Fondos

94. Carteras Modelo de Fondos

95. Carteras Modelo de Fondos

96. Carteras Modelo de Fondos

97. Carteras Modelo de Fondos

98. Carteras Modelo de Fondos

99. Carteras Modelo de Fondos

100. Carteras Modelo de Fondos

TOP Selección Fondos

ANÁLISIS Y MERCADOS
TOP Selección Fondos. Lista de Composición de Análisis
23 de septiembre de 2021

1. Composición de Carteras Modelo de Fondos

2. Evolución de Carteras Modelo de Fondos

3. Carteras Modelo de Fondos

4. Carteras Modelo de Fondos

5. Carteras Modelo de Fondos

6. Carteras Modelo de Fondos

7. Carteras Modelo de Fondos

8. Carteras Modelo de Fondos

9. Carteras Modelo de Fondos

10. Carteras Modelo de Fondos

11. Carteras Modelo de Fondos

12. Carteras Modelo de Fondos

13. Carteras Modelo de Fondos

14. Carteras Modelo de Fondos

15. Carteras Modelo de Fondos

16. Carteras Modelo de Fondos

17. Carteras Modelo de Fondos

18. Carteras Modelo de Fondos

19. Carteras Modelo de Fondos

20. Carteras Modelo de Fondos

21. Carteras Modelo de Fondos

22. Carteras Modelo de Fondos

23. Carteras Modelo de Fondos

24. Carteras Modelo de Fondos

25. Carteras Modelo de Fondos

26. Carteras Modelo de Fondos

27. Carteras Modelo de Fondos

28. Carteras Modelo de Fondos

29. Carteras Modelo de Fondos

30. Carteras Modelo de Fondos

31. Carteras Modelo de Fondos

32. Carteras Modelo de Fondos

33. Carteras Modelo de Fondos

34. Carteras Modelo de Fondos

35. Carteras Modelo de Fondos

36. Carteras Modelo de Fondos

37. Carteras Modelo de Fondos

38. Carteras Modelo de Fondos

39. Carteras Modelo de Fondos

40. Carteras Modelo de Fondos

41. Carteras Modelo de Fondos

42. Carteras Modelo de Fondos

43. Carteras Modelo de Fondos

44. Carteras Modelo de Fondos

45. Carteras Modelo de Fondos

46. Carteras Modelo de Fondos

47. Carteras Modelo de Fondos

48. Carteras Modelo de Fondos

49. Carteras Modelo de Fondos

50. Carteras Modelo de Fondos

51. Carteras Modelo de Fondos

52. Carteras Modelo de Fondos

53. Carteras Modelo de Fondos

54. Carteras Modelo de Fondos

55. Carteras Modelo de Fondos

56. Carteras Modelo de Fondos

57. Carteras Modelo de Fondos

58. Carteras Modelo de Fondos

59. Carteras Modelo de Fondos

60. Carteras Modelo de Fondos

61. Carteras Modelo de Fondos

62. Carteras Modelo de Fondos

63. Carteras Modelo de Fondos

64. Carteras Modelo de Fondos

65. Carteras Modelo de Fondos

66. Carteras Modelo de Fondos

67. Carteras Modelo de Fondos

68. Carteras Modelo de Fondos

69. Carteras Modelo de Fondos

70. Carteras Modelo de Fondos

71. Carteras Modelo de Fondos

72. Carteras Modelo de Fondos

73. Carteras Modelo de Fondos

74. Carteras Modelo de Fondos

75. Carteras Modelo de Fondos

76. Carteras Modelo de Fondos

77. Carteras Modelo de Fondos

78. Carteras Modelo de Fondos

79. Carteras Modelo de Fondos

80. Carteras Modelo de Fondos

81. Carteras Modelo de Fondos

82. Carteras Modelo de Fondos

83. Carteras Modelo de Fondos

84. Carteras Modelo de Fondos

85. Carteras Modelo de Fondos

86. Carteras Modelo de Fondos

87. Carteras Modelo de Fondos

88. Carteras Modelo de Fondos

89. Carteras Modelo de Fondos

90. Carteras Modelo de Fondos

91. Carteras Modelo de Fondos

92. Carteras Modelo de Fondos

93. Carteras Modelo de Fondos

94. Carteras Modelo de Fondos

95. Carteras Modelo de Fondos

96. Carteras Modelo de Fondos

97. Carteras Modelo de Fondos

98. Carteras Modelo de Fondos

99. Carteras Modelo de Fondos

100. Carteras Modelo de Fondos

Selección Estabilidad

ANÁLISIS Y MERCADOS
Cartera de Fondos: Selección Estabilidad
23 de septiembre de 2021

Cuadro resumen de la evolución:

SELECCIÓN ESTABILIDAD 2018	YTD(1)	Retos Ret. 2008/2018	2019	2020	2018	2019	Vol (%)	Partic. M	Clase Bic	ISIN
Mutualch Enhanced Yield Short Term	+3,7%	+2,1%	-2,2%	+2,0%	+3,1%	+0,0%	1,0	11.333	1240	ES0005146420
Carteras Securech	+2,0%	+2,5%	-3,0%	+0,0%	+2,1%	+1,1%	1,0	0.614	1247	FR0013148128
Nordea Corporate Covered Bond	+0,0%	+4,3%	+0,8%	+1,4%	+4,1%	+0,9%	1,0	9.389	1779	LU0018315455
WACB Income USD	+0,0%	+4,2%	-0,7%	+0,4%	+7,4%	+2,0%	1,0	34.446	5642	ES0000610890
Nordea Euro Credit Bond BK	+4,4%	+3,1%	-2,0%	+2,0%	+4,5%	0,4%	1,0	0,0	1380	LU0213453771
Fidelity Global Multi Asset Income	+7,0%	+2,4%	-0,0%	+5,4%	+0,2%	+0,0%	1,0	0,011	5264	LU0201468736
Fidelity K2 Alternative Strategies FSI	+6,0%	+1,3%	-2,9%	+5,0%	+1,0%	0,0%	1,0	2.264	5736	LU0591746349
Fidelity USD Government Bond	+7,4%	+3,0%	+3,3%	+2,2%	+0,7%	+0,9%	1,0	141	1781	LU0128408183
Nordea Stable Return	+7,4%	+3,4%	-3,4%	+2,0%	+1,0%	+2,0%	1,0	30.116	1683	LU0127386203
PROMEDIO SELECCIÓN ESTABILIDAD	+6,1%	+2,9%	-2,3%	+3,3%	+3,8%	+0,9%	1,0			

Notas: (1) Evolución según metodología de Bankinter. Fuente: datos de Bankinter de publicación de estados financieros. (2) Análisis de riesgo de crédito de Bankinter.

Carteras Popcoin



Carteras Modelo de Acciones Españolas



Carteras Modelo de Acciones USA

Top USA selección

Valores Propuestos	Evolución Cartera (del 31-jul-19 al 30-ago-21)	Modificaciones en la selección	
Acción Cartera			
PepsiCo	110,13	112,15	1,81%
Wal-Mart	110,40	110,38	-0,02%
Netflix	39,50	42,19	6,80%
MasterCard	266,58	272,27	2,10%
Microsoft	133,86	136,22	1,72%
Alibab	94,10	97,01	3,07%
Facebook	103,00	104,22	1,18%
Home Depot	207,97	212,03	1,92%
Procter & Gamble	104,85	106,04	1,13%
Coca-Cola	50,20	52,03	3,54%
Walt	173,20	179,00	3,35%
Target	80,81	80,40	-0,50%
McDonald's	207,65	210,72	1,47%
Campbell Soup	80,00	82,33	2,91%
Walt Disney	139,50	143,01	2,51%
Intuitive Surgical	54,72	55,40	1,22%
Amazon	1893,00	1866,70	-1,40%
Google	1902,80	1918,00	0,79%
Apple	197,82	211,04	6,68%
Colgate Palmolive Co.	71,87	71,76	-0,15%

Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo de Acciones Dividendo

Cartera Acciones Dividendo: Actualización Extraordinaria

3 - Detalle de la evolución

La tabla siguiente ofrece con mayor detalle la evolución de la Cartera desde el 16 de junio de 2020 hasta el 9 de julio de 2021, así como los principales datos de las compañías que la integran.

Empresa	ISIN	Capitalización	Dividendo	Yield	Div. Paga	Div. Pend.	Fecha	Div. Paga	Div. Pend.	Yield	Div. Paga	Div. Pend.	Yield	Div. Paga	Div. Pend.	Yield
Amgen	US0000121148	10.000	0,15	1,50%	0,15	0,00	16/06/2020	0,15	0,00	1,50%	0,15	0,00	1,50%	0,15	0,00	1,50%
Amgen	US0000121148	10.000	0,15	1,50%	0,15	0,00	16/06/2020	0,15	0,00	1,50%	0,15	0,00	1,50%	0,15	0,00	1,50%
Amgen	US0000121148	10.000	0,15	1,50%	0,15	0,00	16/06/2020	0,15	0,00	1,50%	0,15	0,00	1,50%	0,15	0,00	1,50%

Estrategia de Inversión 1T 2021

ANEXO III.- Ratios y estimaciones para las compañías del Ibex-35 y EuroStoxx-50

Ratios Ibex-35

ANÁLISIS Y MERCADOS

bankinter.
18 de diciembre de 2020

Ibex-35: Principales Cifras y Ratios

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.	PER			BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div20e	Media 2017/19	ROE 2020e	ROE 2021e	EV/EBITDA 2020e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/19	P/VC 2020e	P/VC 2021e	Cierres de 17-dic-20	Recomend.	P. Objetivo
						2019r	2020e	2021e	2019r	2020e	Var.%	2021e	Var.%												
Ibex-35	8.153,4	-0,4	+0,9	-14,6	534.739	23,5 x	-101,0 x	19,9 x	25.521	-5.294	-121%	26.907	n/s	3,0%	11,9%	12,2%	10,6%		1,0 x	3,1 x	2,5 x	2,3 x			
Almirall	11,05	+2,4	+1,9	-24,5	1.968	24,1 x	29,3 x	20,7 x	106	67	-37%	95	42%	1,8%	Negativo	4,9%	6,6%		0,3 x	1,7 x	1,4 x	1,4 x	Comprar	13,10	
ACS	26,72	+0,7	+0,9	-25,0	8.301	11,2 x	9,1 x	8,0 x	962	912	-5%	1.039	14%	7,1%	20,0%	16,0%	17,2%		0,1 x	2,3 x	1,6 x	1,5 x	Comprar	33,60	
Acerinox	9,18	+4,5	+7,6	-7,5	2.484	Negativo	51,0 x	15,6 x	-60	49	-18%	159	226%	5,4%	6,9%	2,7%	8,8%		0,5 x	1,4 x	1,4 x	1,3 x	Comprar	9,00	
AENA	138,30	+1,6	+1,2	-18,9	20.745	17,7 x	Negativo	42,3 x	1.442	-241	n/r	490	n/r	0,0%	22,1%	Negativo	7,4%		1,0 x	3,9 x	3,4 x	3,1 x	Comprar	156,40	
Amadeus	60,28	-1,5	+4,9	-17,2	27.156	27,0 x	147,6 x	44,1 x	1.162	184	-84%	616	235%	0,0%	33,3%	3,9%	11,5%		0,8 x	8,9 x	5,7 x	5,1 x	Neutral	59,10	
Acciona	116,00	+2,7	+8,7	+23,7	6.363	14,7 x	35,0 x	19,8 x	351	182	-48%	322	77%	1,7%	8,7%	5,2%	8,7%		1,6 x	1,2 x	1,8 x	1,7 x	Comprar	105,00	
BBVA	4,06	+0,1	+3,3	-18,5	27.065	13,2 x	34,9 x	10,1 x	2.512	775	-69%	2.693	247%	0,0%	8,8%	1,9%	6,6%		n.a	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Neutral	4,40	
Bankia	1,53	+0,6	+6,4	-19,4	4.707	10,8 x	24,5 x	19,9 x	541	192	-65%	237	23%	0,0%	4,4%	1,5%	1,8%		n.a	0,6 x	0,4 x	0,4 x	Neutral	1,30	
Bankinter	4,58	+4,9	+10,5	-29,8	4.120	10,7 x	17,2 x	8,4 x	551	240	-56%	490	104%	1,2%	11,8%	5,4%	10,6%		n.a	1,4 x	0,9 x	0,9 x	Restringido		
CaixaBank	2,25	+0,4	+4,6	-19,7	13.434	9,8 x	13,5 x	12,2 x	1.705	995	-42%	1.103	11%	1,3%	7,0%	4,0%	4,3%		n.a	0,8 x	0,5 x	0,5 x	Neutral	2,05	
Cie Automotive	21,38	+5,5	+4,0	+1,4	2.620	9,5 x	16,8 x	12,5 x	287	156	-46%	210	35%	1,9%	25,7%	10,4%	11,6%		1,4 x	2,3 x	1,8 x	1,5 x	Comprar	21,80	
Cellnex	49,97	-2,7	-5,5	+39,9	24.321	Negativo	Negativo	Negativo	-9	-112	n/r	-42	n/r	0,1%	0,7%	Negativo	Negativo		0,6 x	7,3 x	3,0 x	3,2 x	Comprar	63,54	
Colonial	8,29	+2,9	+3,6	-26,6	4.212	46,5 x	28,2 x	28,4 x	124	149	20%	149	-1%	2,4%	2,1%	2,7%	2,7%		0,9 x	1,0 x	0,8 x	0,8 x	Neutral	8,29	
Endesa	22,76	-0,0	-5,0	-4,3	24.097	151,7 x	12,0 x	13,7 x	166	2.008	n/r	1.760	-12%	8,3%	11,1%	25,6%	21,9%		0,8 x	2,5 x	3,1 x	3,0 x	Comprar	26,60	
Enagas	19,48	-4,2	-4,6	-14,3	5.104	14,1 x	11,6 x	12,0 x	423	441	4%	425	-4%	8,6%	16,0%	13,7%	13,3%		1,3 x	2,0 x	1,6 x	1,6 x	Comprar	22,00	
Ferrovial	23,55	+1,9	+1,0	-12,7	17.778	74,5 x	Negativo	94,2 x	266	-601	n/r	189	n/r	2,2%	1,3%	Negativo	4,1%		0,7 x	2,6 x	3,8 x	3,8 x	Comprar	26,80	
Grifols	24,80	+1,6	+4,4	-21,1	29.439	34,4 x	41,2 x	33,8 x	625	715	14%	872	22%	1,6%	15,1%	13,6%	15,0%		1,1 x	4,3 x	3,2 x	2,9 x	Comprar	34,00	
IAG	1,78	-0,3	+2,8	-62,8	8.770	8,4 x	Negativo	Negativo	1.715	-7.349	n/r	-340	n/r	0,0%	25,1%	Negativo	Negativo		n.a	1,4 x	0,4 x	0,3 x	Comprar	2,50	
Iberdrola	11,40	+0,8	-0,4	+24,1	72.359	17,1 x	20,3 x	19,7 x	3.406	3.562	5%	3.669	3%	3,7%	8,3%	9,3%	9,4%		0,8 x	1,3 x	1,9 x	1,8 x	Comprar	12,40	
Indra	6,97	-0,1	+4,0	-31,5	1.231	14,9 x	12,5 x	9,5 x	121	99	-19%	130	32%	0,0%	17,5%	11,4%	13,7%		0,8 x	2,5 x	1,4 x	1,3 x	Neutral	7,30	
Inditex	26,55	-0,6	-4,7	-15,6	82.747	26,9 x	47,4 x	25,5 x	3.639	1.746	-52%	3.247	86%	1,3%	24,3%	11,2%	20,7%		Caja Neta	6,0 x	5,2 x	5,2 x	Comprar	29,00	
Mapfre	1,76	+4,3	+9,4	-25,5	5.414	11,9 x	9,2 x	8,4 x	609	591	-3%	643	9%	8,3%	7,2%	7,1%	7,6%		n.a	0,9 x	0,7 x	0,6 x	Comprar	1,97	
Meliá	5,69	+0,5	+5,3	-27,7	1.253	16,0 x	Negativo	Negativo	113	-644	n/r	-126	n/r	0,0%	9,3%	Negativo	Negativo		1,0 x	1,5 x	2,1 x	2,6 x	Neutral	5,41	
Merlin Properties	7,89	-0,5	+2,4	-38,3	3.706	26,1 x	33,5 x	15,8 x	230	111	-52%	235	113%	4,5%	3,6%	1,6%	3,4%		0,8 x	0,9 x	0,5 x	0,5 x	Comprar	9,71	
ArcelorMittal(3)	19,27	+10,6	+25,1	+23,4	21.253	Negativo	Negativo	27,1 x	-2.454	-1.471	-40%	961	n/r	0,0%	n/r	Negativo	2,5%		0,2 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	15,60	
Naturgy	19,13	+1,1	-1,1	-14,6	18.544	15,6 x	32,4 x	14,9 x	1.401	572	-59%	1.242	117%	7,5%	11,3%	6,0%	12,8%		1,6 x	1,8 x	1,9 x	1,9 x	Neutral	18,10	
PharmaMar	76,55	+7,8	-20,8	+78,7	1.405	-69,6 x	10,7 x	33,0 x	-11	131	1049%	43	-67%	1,3%	Negativo	138,9%	36,4%		Caja Neta	33,6 x	14,9 x	12,0 x	Neutral	90,00	
Red Eléctrica	16,68	-0,6	-2,7	-7,0	9.023	12,0 x	12,6 x	12,5 x	719	655	-9%	659	1%	6,0%	21,0%	18,0%	17,6%		1,8 x	3,1 x	2,5 x	2,4 x	Comprar	19,00	
Repsol	8,28	-7,4	+2,8	-40,5	13.091	-5,6 x	-4,8 x	-13,7 x	-3.816	-2.734	n/r	-954	-135%	12,1%	-0,1%	-2,3%	-4,5%		0,5 x	0,8 x	0,6 x	0,7 x	Comprar	9,80	
Sabadell	0,36	+1,4	+11,1	-65,2	2.034	7,6 x	9,2 x	6,3 x	768	220	-71%	325	48%	0,8%	5,0%	1,7%	2,5%		n.a	0,5 x	0,2 x	0,2 x	Vender	n/d	
Santander	2,69	+1,5	+11,2	-24,8	46.620	9,5 x	-6,3 x	11,0 x	6.515	-7.419	-214%	4.248	-43%	0,0%	7,2%	-2,1%	6,2%		n.a	0,7 x	0,5 x	0,4 x	Neutral	2,25	
Siemens Gamesa (4)	28,45	-0,6	-4,9	+82,0	19.379	75,9 x	Negativo	-156,9 x	140	-918	n/r	-124	n/r	0,0%	1,8%	Negativo	Negativo		0,01 x	1,4 x	3,9 x	4,0 x	Vender	24,40	
Solaria	21,24	+12,3	+8,1	+212,4	2.654	35,6 x	66,1 x	43,9 x	24	40	68%	60	51%	0,0%	17,3%	17%	20,6%		1,4 x	3,5 x	11,4 x	9,0 x	Neutral	15,50	
Telefónica	3,36	-13,0	-8,1	-46,1	18.891	28,3 x	14,8 x	9,2 x	1.142	1.280	12%	2.061	61%	11,9%	11,3%	8%	8,8%		3,2 x	1,4 x	0,9 x	0,8 x	Vender	4,20	
Viscofán	61,60	+5,4	+3,5	+30,8	2.864	20,6 x	23,3 x	23,5 x	106	123	16%	122	-1%	2,8%	15,5%	14,9%	14,2%		0,1 x	3,1 x	3,5 x	3,3 x	Comprar	67,60	

Bankinter Análisis:

Ramón Forcada	Rafael Alonso	Elena Fernández-Trapiella	Pilar Aranda	Aránzazu Cortina	Pedro Echeguren	Eduardo Cabero
Juan Tuesta	Ana de Castro	Esther Gutiérrez de la Torre	Aránzazu Bueno	Luis Piñas	Rafael Diogo	
Juan Moreno	Susana André (Mktg & Support)					

Todos nuestros informes se encuentran en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

Fuentes: Compañías, Bloomberg y Análisis y Mercados Bankinter.

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE.UU. 22h, Japón 7:30h.

- (1) Sin ponderación. Teniendo en cuenta el 100% de las acciones de cada compañía.
- (2) Dividendo esperado según la información de Bloomberg (puede no estar confirmado).
- (3) Datos Beneficio Neto Atribuible en USD
- (4) El ejercicio fiscal cierra en el 30-sept.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Ratios de otras compañías españolas no Ibx-35

ANÁLISIS Y MERCADOS

bankinter
18 de diciembre de 2020

Otras compañías no Ibx-35: Principales Cifras y Ratios

Cierres de 17-dic-20

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2019r	PER 2020e	2021e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE				Rentab. Div20e	Media 2017/19	ROE 2020e	2021e	EV/EBITDA 2020e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/19	P/V 2020e	2021e	Recomend.	P. Objetivo	
Unicaja	0,72	+5,1	+8,6	-25,7	1.137	9,1 x	15,4 x	12,2 x	172	74	-57%	93	26%	0,0%	4,1%	1,8%	2,3%	n.a.	n/a	0,5 x	0,3 x	0,3 x	Comprar	n/d
Liberbank	0,27	+0,6	+7,7	-18,5	813	9,2 x	14,8 x	15,9 x	111	55	-50%	51	-7%	0,0%	3,7%	1,7%	1,6%	n.a.	n/a	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Neutral	n/d
Mediaset	4,16	-0,1	+9,9	-26,5	1.362	8,7 x	9,9 x	10,3 x	212	137	-35%	132	-4%	0,0%	22,4%	13,1%	12,5%	7,0x	0,0 x	2,5 x	1,3 x	1,3 x	Neutral	4,10
Catalana Occidente	29,80	+2,9	+9,4	-4,3	3.576	9,5 x	14,0 x	10,7 x	386	256	-34%	336	31%	2,3%	11,7%	7,4%	9,4%	n.a.	n.a.	1,4 x	1,0 x	1,0 x	Comprar	31,27
Faes	3,63	-5,7	-3,6	-27,4	1.084	21,4 x	12,0 x	12,1 x	64	91	42%	90	-1%	4,9%	14,3%	18,4%	15,8%	8,6x	Caja neta	2,8 x	2,1 x	1,8 x	Comprar	5,05
Rovi	38,00	+2,2	-6,2	+55,7	2.131	34,8 x	46,0 x	33,2 x	39	46	18%	64	38%	0,8%	9,1%	12,9%	15,8%	29,5x	0,1 x	3,9 x	5,9 x	5,2 x	Comprar	35,50
Ence	3,27	-2,4	+12,8	-10,8	806	98,1 x	6,9 x	-65,5 x	9	117	1171%	-12	-111%	0,0%	1,2%	16,3%	-1,7%	24,3x	0,9 x	1,8 x	1,4 x	1,4 x	Neutral	3,42
FCC	8,69	+0,5	-1,8	-20,4	3.555	16,1 x	14,4 x	11,3 x	267	247	-7%	316	28%	4,6%	12,1%	12,1%	10,6%	7,7x	1,3 x	2,5 x	1,3 x	1,2 x	Comprar	12,73
SACYR	2,03	-0,7	+3,9	-21,8	1.250	Negativo	8,9 x	7,8 x	-298	140	n/r	161	15%	5,4%	Negativo	11,0%	11,8%	8,6x	4,2 x	0,8 x	1,0 x	0,9 x	Comprar	2,47
OHL	0,70	-2,0	-2,5	-34,0	201	Negativo	Negativo	50,1 x	-127	-16	n/r	4	n/r	0,0%	Negativo	Negativo	0,6%	4,7x	0,2 x	0,5 x	0,3 x	0,3 x	Vender	0,70
Ebro Foods	20,50	+3,4	+3,1	+6,3	3.154	20,9 x	11,5 x	17,3 x	142	275	94%	182	-34%	13,3%	7,7%	12,0%	7,7%	9,1x	0,4 x	1,3 x	1,4 x	1,3 x	Comprar	21,90
CAF	37,25	+2,3	+5,5	-9,1	1.277	56,9 x	42,7 x	16,3 x	25	30	21%	78	162%	0,9%	4,9%	4,0%	10,0%	9,1x	0,7 x	1,7 x	1,6 x	1,6 x	Comprar	37,20
Talgo	4,30	-2,7	+4,9	-29,4	546	19,8 x	94,2 x	13,9 x	39	6	-85%	39	576%	0,0%	9,7%	2,0%	12,8%	17,2x	0,1 x	2,3 x	1,9 x	1,6 x	Neutral	4,30
Técnicas Reunidas	11,34	+9,1	+10,1	-52,4	634	Negativo	17,6 x	16,7 x	-10	36	n/r	38	6%	0,0%	4,3%	9,8%	10,0%	n.a.	Caja Neta	3,5 x	1,8 x	1,7 x	Neutral	12,30
Gestamp	3,74	+8,6	+7,9	-12,7	2.152	11,6 x	-17,2 x	16,1 x	212	-125	-159%	134	-207%	1,6%	10,9%	-5,6%	5,7%	7,9x	1,2 x	1,4 x	1,0 x	0,9 x	Neutral	3,27
Lar España	4,83	-0,3	-4,5	-32,0	423	16,1 x	21,8 x	11,7 x	40	19	-51%	36	86%	4,6%	3,5%	2,1%	3,8%	24,3x	0,6 x	0,7 x	0,4 x	0,4 x	Neutral	5,18
Neinor Homes	9,78	+0,1	-0,3	-11,1	773	13,6 x	14,2 x	9,4 x	64	54	-15%	82	51%	0,0%	4,6%	6,7%	9,5%	16,4x	0,5 x	1,5 x	1,0 x	0,9 x	Vender	8,24
Aedas Homes	20,90	+4,5	+12,4	-2,6	1.003	32,5 x	18,6 x	18,1 x	32	54	71%	55	2%	0,0%	Negativo	5,4%	5,5%	16,9x	0,2 x	1,3 x	1,0 x	1,0 x	Neutral	16,10
Metrovacesa	6,47	-3,3	+3,9	-26,1	981	Negativo	40,2 x	43,0 x	-4	24	n/r	23	-6%	0,0%	Negativo	1,1%	1,0%	34,3x	0,1 x	n/r	0,4 x	0,4 x	Neutral	7,06
Lingotes Especiales	12,10	+1,7	-0,8	-10,7	121	15,6 x	20,2 x	14,4 x	9	6	-31%	8	40%	0,0%	20,2%	12,6%	17,0%	10,6x	0,3 x	3,2 x	2,6 x	2,5 x	Comprar	14,30
Prosegur	2,43	-2,1	+3,5	-33,9	1.334	18,5 x	23,4 x	13,3 x	113	57	-50%	100	75%	4,9%	13,7%	6,7%	11,3%	5,2x	1,2 x	3,0 x	1,7 x	1,6 x	Neutral	2,10
Prosegur Cash	0,83	-2,4	+2,6	-38,9	1.282	12,1 x	11,7 x	8,8 x	168	110	-35%	145	32%	6,0%	97,4%	40,7%	42,6%	6,4x	2,7 x	11,8 x	4,4 x	3,5 x	Neutral	0,74

Bankinter Análisis:

Ramón Forcada
Juan Tuesta
Juan Moreno

Rafael Alonso
Ana de Castro
Susana André (Mktg & Support)

Elena Fernández-Trapiella
Esther Gutiérrez de la Torre

Pilar Aranda
Aránzazu Bueno

Aránzazu Cortina
Luis Piñás

Pedro Echeguren
Rafael Diogo

Eduardo Cabero

Todos nuestros informes se encuentran en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

Fuentes: Compañías, Bloomberg y Análisis y Mercados Bankinter.

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE.UU. 22h, Japón 7:30h.

(1) Sin ponderación. Teniendo en cuenta el 100% de las acciones de cada compañía.

(2) Dividendo esperado según la información de Bloomberg (puede no estar confirmado).

(3) Datos Beneficio Neto Atribuible en USD

(4) El ejercicio fiscal cierra en el 30-sept.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Ratios EuroStoxx-50 (1 de 2)

ANÁLISIS Y MERCADOS

bankinter.
18 de diciembre de 2020

EuroStoxx-50: Principales Cifras y Ratios

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.	2019r	PER 2020e	2021e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div20e	Media 2017/19	ROE 2020e	2021e	EV/EBITDA 2020e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/19	P/V 2020e	2021e	Recomendación
							2019r	2020e	2021e	2019r	2020e	Var. %	2021e	Var. %									
EuroStoxx-50	3.560,9	+1,1	+2,0	-4,9	3.309.882	19,4 x	26,7 x	18,0 x	173.944	124.058	-29%	183.952	48%	2,2%	14,3%	11,8%	14,8%	27,3x	0,9 x	3,4 x	4,1 x	3,6 x	
Adidas	295,60	+4,7	+10,1	+2,0	59.243	28,7 x	80,7 x	35,3 x	1.976	734	-63%	1.677	128%	1,3%	24,8%	10,6%	21,3%	27,3x	0,1 x	6,5 x	8,4 x	7,4 x	Neutral
Ahold Delhaize	23,29	-0,8	-2,9	+4,5	25.636	13,7 x	10,2 x	11,7 x	1.766	2.523	43%	2.182	-14%	5,1%	12,5%	17,6%	14,3%	5,9x	0,9 x	1,6 x	1,7 x	1,6 x	Comprar
Air Liquide	134,90	-0,8	-2,0	+6,9	63.890	26,6 x	24,2 x	22,5 x	2.242	2.640	18%	2.846	8%	2,4%	12,5%	13,2%	13,4%	12,5x	0,7 x	2,7 x	3,1 x	2,9 x	Neutral
Airbus	90,38	-3,6	+3,0	-30,7	70.871	-74,9 x	-118,1 x	32,9 x	-1.362	-600	-144%	2.152	259%	0,0%	10,2%	-11,2%	28,6%	35,3x	0,1 x	9,9 x	13,1 x	9,4 x	Vender
Allianz	200,85	+1,9	+1,6	-8,0	82.809	11,5 x	13,1 x	10,9 x	7.914	6.317	-20%	7.605	20%	3,6%	11,2%	3,9%	10,3%	n.a	n.a	1,2 x	1,2 x	1,1 x	Comprar
AB INBEV	58,76	+0,7	+5,2	-19,2	118.651	17,4 x	89,0 x	18,8 x	9.171	1.333	-85%	6.320	374%	2,0%	10,0%	1,7%	7,8%	12,2x	1,1 x	2,0 x	1,5 x	1,4 x	Vender
Adyen	1.906,50	+8,8	+19,0	+160,8	57.781	107,7 x	231,1 x	175,1 x	204	250	23%	330	32%	0,0%	25,1%	22,5%	22,0%	161,8x	Caja Neta	24,7 x	52,2 x	38,6 x	Neutral
Amadeus	60,28	-1,5	+4,9	-17,2	27.156	27,0 x	147,6 x	44,1 x	1.162	184	-84%	616	235%	0,0%	33,3%	3,9%	11,5%	28,1x	0,8 x	8,9 x	5,7 x	5,1 x	Neutral
ASML	390,50	+3,6	+7,3	+48,1	166.220	42,7 x	51,1 x	39,2 x	2.592	3.250	25%	4.243	31%	0,7%	20,9%	24,0%	27,8%	40,5x	Caja Neta	6,5 x	12,1 x	10,7 x	Comprar
AXA	20,15	+0,7	+2,2	-19,8	48.839	15,3 x	14,4 x	9,0 x	3.856	3.385	-12%	5.455	61%	3,5%	6,0%	4,9%	7,8%	n.a	n.a	0,8 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
B. Santander	2,69	+1,5	+11,2	-24,8	46.620	9,5 x	-6,3 x	11,0 x	6.515	-7.419	-214%	4.248	-43%	0,0%	7,2%	-11,1%	6,2%	n.a	n.a	0,7 x	0,5 x	0,4 x	Neutral
Basf	64,90	+1,3	+5,8	-3,6	59.609	23,6 x	28,3 x	20,2 x	2.622	2.105	-20%	2.951	40%	1,1%	18,1%	5,5%	7,7%	10,8x	0,5 x	1,9 x	1,6 x	1,6 x	Neutral
Bayer	49,09	+3,5	+1,7	-32,6	48.222	17,5 x	531,3 x	10,3 x	4.091	91	-98%	4.659	5033%	5,5%	10,8%	0,2%	10,0%	6,4x	0,9 x	1,7 x	1,1 x	1,0 x	Neutral
BMW	73,78	+3,4	+1,0	+0,9	47.597	9,8 x	14,6 x	9,4 x	4.915	3.250	-34%	5.052	55%	2,2%	12,1%	5,3%	7,8%	3,4x	Caja Neta	0,9 x	0,8 x	0,7 x	Comprar
BNP Paribas	44,05	+1,3	+2,5	-16,6	55.047	8,1 x	9,5 x	9,8 x	8.173	5.800	-29%	5.600	-3%	0,0%	8,0%	7,6%	7,1%	n.a	n.a	0,7 x	0,5 x	0,5 x	Comprar*
CRH	33,95	+3,1	+3,4	-4,8	26.652	16,4 x	18,9 x	17,1 x	1.929	1.409	-27%	1.563	11%	2,3%	10,4%	8,5%	8,9%	8,6x	0,4x	1,5 x	1,6 x	1,5 x	Neutral
Daimler	58,54	+3,9	+3,7	+18,6	62.628	22,2 x	30,0 x	12,0 x	2.377	2.089	-12%	5.224	150%	1,3%	10,2%	3,3%	7,9%	5,1x	Caja Neta	0,9 x	1,0 x	1,0 x	Comprar
Danone	53,98	+3,1	+0,2	-27,0	37.064	24,9 x	19,7 x	20,4 x	1.928	1.877	-3%	1.814	-3%	3,9%	14,1%	10,5%	9,9%	10,8x	0,7 x	2,8 x	2,0 x	1,9 x	Neutral
Deutsche Post	41,45	+6,0	+2,3	+21,9	51.359	16,0 x	18,4 x	17,8 x	2.623	2.791	6%	2.886	3%	3,3%	18,8%	17,4%	16,7%	8,1x	1,1 x	3,0 x	3,2 x	3,0 x	Comprar
Deutsche Boerse	140,75	+2,7	+0,7	+0,4	26.743	23,2 x	22,5 x	22,0 x	1.106	1.188	7%	1.217	2%	2,2%	17,5%	18,8%	17,7%	14,3x	0,2 x	4,0 x	4,1 x	3,8 x	Neutral
Deutsche Telekom	15,04	+0,3	-0,5	+3,2	71.589	10,9 x	15,6 x	14,0 x	6.352	4.589	-28%	5.105	11%	4,1%	10,3%	9,2%	9,8%	4,8x	1,7 x	1,6 x	0,9 x	0,9 x	Comprar
Enel	8,17	-0,5	-2,4	+15,6	83.092	33,1 x	15,4 x	14,4 x	2.174	5.397	148%	5.766	7%	4,5%	11,0%	16,9%	17,1%	7,1x	2,6 x	1,8 x	2,6 x	2,5 x	Comprar
Engie	12,67	+2,2	+2,4	-12,0	30.855	35,3 x	16,1 x	12,0 x	984	1.918	95%	2.567	34%	4,3%	6,9%	5,7%	7,5%	6,3x	2,9 x	1,0 x	0,9 x	0,9 x	Neutral
ENI	8,71	-2,5	+4,9	-37,1	31.657	16,0 x	-57,6 x	22,4 x	3.093	-550	-118%	1.412	157%	4,9%	1,7%	-1,4%	3,6%	5,3x	3,3 x	1,0 x	0,8 x	0,8 x	Vender
EssilorLuxottica	129,05	+0,4	+6,3	-5,0	56.604	45,6 x	69,9 x	31,1 x	1.304	810	-38%	1.820	125%	1,0%	8,5%	2,3%	4,8%	25,1x	0,1 x	4,2 x	1,6 x	1,5 x	Neutral
Iberdrola	11,40	+0,8	-0,4	+24,1	72.359	17,1 x	20,5 x	20,5 x	3.406	3.529	4%	3.537	0%	3,7%	8,3%	9,2%	9,0%	10,9x	3,9 x	1,3 x	1,9 x	1,8 x	Comprar

Bankinter Análisis:

Ramón Forcada Rafael Alonso Elena Fernández-Trapiella Pilar Aranda Aránzazu Cortina Pedro Echeguren Eduardo Cabero
Juan Tuesta Ana de Castro Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Luis Piñás Rafael Diogo
Juan Moreno Susana André (Mktg & Support)

Todos nuestros informes se encuentran en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

Fuentes: Compañías, Bloomberg y Análisis y Mercados Bankinter.

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE.UU. 22h, Japón 7:30h.

(1) Sin ponderación. Teniendo en cuenta el 100% de las acciones de cada compañía.

(2) Dividendo esperado según la información de Bloomberg (puede no estar confirmado).

(3) Linde datos Balance y Cuenta de Resultados en USD; cotiza en EUR.

(*) Comprar con enfoque oportunista, táctico y provisional.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Ratios EuroStoxx-50 (2 de 2)

ANÁLISIS Y MERCADOS

EuroStoxx-50: Principales Cifras y Ratios

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.	2019r	PER 2020e	2021e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE				Rentab. Div20e	Media 2017/19	ROE 2020e	2021e	EV/EBITDA 2020e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/19	P/V 2020e	2021e	Recomendación	
									2019r	2020e	Var. %	2021e	Var. %										
EuroStoxx-50	3.560,9	+1,1	+2,0	-4,9	3.309.882	19,4 x	26,7 x	18,0 x	173.944	124.058	-29%	183.952	48%	2,2%	14,3%	11,8%	14,8%	0,9 x	3,4 x	4,1 x	3,6 x		
Inditex	26,55	-0,6	-4,7	-15,6	82.747	26,9 x	47,4 x	25,5 x	3.639	1.746	-52%	3.247	86%	1,3%	23,8%	11,2%	20,7%	Caja Neta	6,1 x	5,3 x	5,3 x	Comprar	
ING	7,95	-1,8	-2,8	-25,7	30.991	8,7 x	11,3 x	9,3 x	4.781	2.738	-43%	3.327	22%	0,0%	9,4%	4,1%	5,0%	n.a	n.a	0,9 x	0,6 x	0,6 x	Comprar*
Intesa	1,94	-0,8	+1,0	-17,2	37.781	9,8 x	12,6 x	12,4 x	4.182	2.992	-28%	3.053	2%	0,0%	10,4%	119,7%	113,1%	n.a	n.a	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Comprar*
Kering	572,10	-0,2	-5,4	-2,2	72.244	32,0 x	23,0 x	21,4 x	2.309	3.144	36%	3.378	7%	2,2%	20,4%	26,0%	24,5%	0,4 x	5,3 x	6,0 x	5,2 x	Comprar	
Kone	66,36	-1,7	-5,6	+13,9	35.131	32,4 x	36,0 x	32,3 x	932	975	5%	1.086	11%	2,6%	29,5%	29,9%	32,3%	Caja Neta	8,0 x	10,5 x	10,1 x	Vender	
K. Philips	44,03	+1,6	+1,5	+3,2	40.114	33,2 x	29,0 x	23,5 x	1.168	1.383	18%	1.705	23%	1,9%	10,7%	10,4%	12,1%	0,3 x	2,6 x	3,0 x	2,8 x	Neutral	
LOreal	304,70	+1,0	-0,7	+15,4	170.590	39,3 x	42,6 x	37,1 x	3.750	4.009	7%	4.601	15%	1,3%	15,7%	12,8%	13,8%	Caja Neta	4,5 x	5,4 x	5,1 x	Neutral	
Linde(3)	209,00	+1,3	-2,3	+9,5	109.564	28,8 x	32,5 x	29,5 x	3.996	4.133	3%	4.550	10%	1,5%	4,0%	8,6%	9,3%	0,3 x	2,0 x	2,8 x	2,7 x	Comprar	
LVMH	502,90	+0,4	+4,1	+21,4	253.842	29,1 x	60,6 x	37,1 x	7.171	4.192	-42%	6.845	63%	0,8%	20,0%	11,2%	16,0%	0,2 x	4,4 x	6,8 x	5,9 x	Comprar	
Munich RE EC	250,00	+4,5	+7,0	-4,9	35.025	14,0 x	21,7 x	13,0 x	2.707	1.611	-41%	2.688	67%	2,5%	6,3%	5,4%	8,5%	n.a	n.a	1,1 x	1,2 x	1,1 x	Neutral
Nokia	3,29	-4,4	-1,7	-0,2	18.596	2.639,4 x	13,7 x	11,2 x	7	1.361	19345%	1.656	22%	2,1%	-3,5%	8,4%	10,0%	Caja Neta	1,5 x	1,1 x	1,1 x	Neutral	
Pernord Ricard	158,30	-0,3	-1,1	-0,7	41.455	29,1 x	29,4 x	25,6 x	1.439	1.412	-2%	1.620	15%	1,8%	10,3%	9,1%	10,1%	0,5 x	2,6 x	2,7 x	2,6 x	Neutral	
Prosus	92,04	-0,2	+1,3	+38,5	149.856	28,2 x	33,2 x	23,9 x	3.824	4.520	18%	6.271	39%	0,1%	30,8%	13,6%	16,0%	Caja Neta	3,7 x	4,5 x	3,8 x	Comprar	
Safran	116,75	-1,4	-4,5	-15,2	49.880	23,9 x	53,0 x	31,0 x	2.447	941	-62%	1.610	71%	1,0%	29,8%	7,8%	12,5%	0,3 x	4,0 x	4,1 x	3,9 x	Neutral	
Sanofi	78,00	-4,6	-7,9	-13,0	98.199	40,0 x	7,3 x	14,0 x	2.806	13.525	382%	7.017	-48%	4,1%	8,9%	19,7%	9,8%	0,2 x	1,7 x	1,4 x	1,4 x	Comprar	
SAP	105,00	+3,8	+3,0	-12,7	128.993	43,0 x	28,1 x	25,2 x	3.337	4.593	38%	5.112	11%	1,6%	13,6%	14,1%	14,4%	0,2 x	4,2 x	3,8 x	3,5 x	Neutral	
Schneider Electric	116,45	+1,5	-0,2	+27,3	66.035	22,1 x	29,1 x	23,8 x	2.413	2.269	-6%	2.780	23%	2,1%	11,1%	10,0%	11,6%	0,2 x	2,0 x	2,7 x	2,6 x	Neutral	
Siemens	116,60	+2,7	+4,1	+10,5	99.110	19,1 x	32,6 x	19,8 x	5.173	3.043	-41%	4.994	64%	2,3%	13,0%	6,8%	10,6%	0,3 x	1,7 x	2,1 x	2,1 x	Neutral	
Total	36,39	-3,4	+1,6	-26,0	96.534	14,2 x	33,3 x	16,1 x	10.150	2.900	-71%	6.000	107%	7,1%	6,6%	3,2%	5,5%	0,4 x	1,4 x	1,1 x	1,1 x	Neutral	
Vinci	85,24	-0,6	-0,3	-13,9	52.296	16,9 x	43,3 x	19,9 x	3.259	1.208	-63%	2.634	118%	1,2%	15,6%	5,8%	11,7%	1,0 x	2,7 x	2,5 x	2,3 x	Comprar	
Vivendi	25,99	+2,3	+3,2	+0,7	30.823	19,1 x	24,4 x	23,0 x	1.583	1.262	-20%	1.338	6%	2,1%	5,9%	6,8%	6,9%	0,3 x	1,7 x	1,7 x	1,6 x	Neutral	
Volkswagen	154,44	+7,0	+9,3	-12,4	80.802	6,5 x	19,2 x	6,6 x	13.347	4.207	-68%	12.316	193%	3,1%	10,4%	3,4%	9,2%	Caja Neta	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Neutral	
Vonovia	58,62	+3,1	+2,0	+22,1	33.172	33,1 x	19,5 x	21,3 x	786	1.705	117%	1.560	-9%	2,8%	16,2%	7,4%	6,4%	1,0 x	1,3 x	1,4 x	1,4 x	Neutral	

Bankinter Análisis:

Ramón Forcada	Rafael Alonso	Elena Fernández-Trapiella	Pilar Aranda	Aránzazu Cortina	Pedro Echeguren	Eduardo Cabero
Juan Tuesta	Ana de Castro	Esther Gutiérrez de la Torre	Aránzazu Bueno	Luis Piñas	Rafael Diogo	
Juan Moreno	Susana André (Mktg & Support)					

Todos nuestros informes se encuentran en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

Fuentes: Compañías, Bloomberg y Análisis y Mercados Bankinter.

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE.UU. 22h, Japón 7:30h.

(1) Sin ponderación. Teniendo en cuenta el 100% de las acciones de cada compañía.

(2) Dividendo esperado según la información de Bloomberg (puede no estar confirmado).

(3) Linde datos Balance y Cuenta de Resultados en USD; cotiza en EUR.

(*) Comprar con enfoque oportunista, táctico y provisional.

Estrategia de Inversión 1T 2021

Ratios de otras compañías europeas, no EuroStoxx-50

ANÁLISIS Y MERCADOS

EuroStoxx-50: Principales Cifras y Ratios

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.	PER					BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE				Rentab. Div/20e	Media 2017/19	ROE 2020e	2021e	EV/EBITDA 2020e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/19	P/V 2020e	2021e	Recomendación
						2019r	2020e	2021e	2019r	2020e	Var. %	2021e	Var. %											
EuroStoxx-50	3.560,9	+1,1	+2,0	-4,9	3.309.882	19,4 x	26,7 x	18,0 x	173.944	124.058	-29%	183.952	48%	2,2%	14,3%	11,8%	14,8%	n.a	0,9 x	3,4 x	4,1 x	3,6 x		
No EuroStoxx 50:																								
ABN AMRO	8,13	-1,2	-6,0	-49,9	7.642	6,6 x	-22,6 x	8,6 x	2.312	-338	-115%	886	162%	0,0%	11,0%	-1,8%	4,6%	n.a	n.a	0,9 x	0,4 x	0,4 x	Neutral	
BBVA	4,06	+0,1	+3,3	-18,5	27.065	13,2 x	34,9 x	10,1 x	2.512	775	-69%	2.693	247%	0,0%	8,8%	1,9%	6,6%	n.a	n.a	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Neutral	
Carrefour	13,66	-1,8	-0,5	-8,7	11.165	9,2 x	8,1 x	8,3 x	1.314	1.380	5%	1.350	-2%	3,4%	9,9%	12,1%	15,2%	5,5x	1,4 x	1,3 x	1,0 x	0,9 x	Comprar	
Continental	117,30	+4,7	+2,7	+1,8	23.461	12,9 x	93,8 x	16,8 x	1.781	250	-86%	1.400	460%	2,1%	16,1%	1,7%	8,6%	8,9x	0,6 x	1,8 x	1,6 x	1,4 x	Neutral	
Deutsche Bank	9,10	-0,1	-2,6	+31,5	18.801	-2,5 x	-18,3 x	83,6 x	-5.718	-1.025	-82%	225	-122%	0,0%	-3,8%	-2,1%	0,5%	n.a	n.a	0,3 x	0,3 x	0,3 x	Comprar*	
H&M	177,74	-2,6	-2,0	-7,1	294.355	23,6 x	147,6 x	25,7 x	13.422	1.994	-85%	11.473	475%	3,0%	23,8%	3,4%	19,1%	12,0x	0,1 x	4,6 x	5,0 x	4,9 x	Comprar	
E.ON	9,09	-0,5	+0,1	-4,6	23.999	15,8 x	15,1 x	13,2 x	1.573	1.591	1%	1.822	15%	5,3%	15,6%	17,2%	19,6%	8,7x	5,2 x	4,2 x	2,6 x	2,6 x	Comprar	
Ferrari	183,50	+4,1	+3,8	+24,1	35.413	39,6 x	66,2 x	45,4 x	694	535	-23%	780	46%	0,6%	60,9%	39,1%	52,6%	32,2x	1,2 x	17,0 x	24,8 x	22,9 x	Comprar	
Fresenius	38,85	+2,4	+3,6	-22,6	21.660	23,3 x	11,4 x	10,2 x	1.883	1.896	1%	2.121	12%	8,8%	12,6%	10,4%	10,7%	3,5x	3,5 x	1,9 x	1,2 x	1,1 x	Neutral	
Nestlé	101,58	+1,0	+0,4	-3,1	292.652	23,9 x	29,1 x	27,9 x	12.609	10.063	-20%	10.495	4%	2,6%	17,6%	18,2%	18,2%	18,4x	0,5 x	4,6 x	5,4 x	5,2 x	Neutral	
RWE	33,84	+0,7	-2,7	+23,7	22.883	2,0 x	22,6 x	18,0 x	8.498	1.010	-88%	1.271	26%	2,5%	24,2%	5,9%	7,4%	10,5x	2,7 x	1,2 x	1,2 x	1,2 x	Comprar	
Royal Dutch Shell	15,60	-2,1	+8,4	-40,4	118.301	15,6 x	29,8 x	15,0 x	14.900	3.970	-73%	7.870	98%	4,5%	5,2%	2,8%	5,4%	5,8x	0,5 x	1,3 x	0,9 x	0,8 x	Vender	
Renault	36,58	+0,6	+9,7	-13,3	10.818	55,7 x	-1,5 x	15,8 x	224	-7.120	-3279%	683	-90%	0,0%	8,9%	-25,2%	2,2%	4,0x	Caja Neta	0,5 x	0,4 x	0,3 x	Vender	
Soc. Generale	17,21	+0,7	+3,1	-44,5	14.687	8,1 x	-12,0 x	9,3 x	3.248	-1.225	-138%	1.575	-229%	0,0%	4,5%	-2,7%	3,4%	n.a	n.a	0,5 x	0,3 x	0,3 x	Neutral	
Telefonica	3,36	-13,0	-8,1	-46,1	18.891	28,3 x	14,8 x	10,2 x	1.142	1.280	12%	1.852	45%	11,9%	11,3%	8,1%	10,3%	4,6x	3,2 x	1,4 x	0,9 x	0,8 x	Vender	
Unibail-Rodamco	64,40	+5,1	+8,2	-54,2	8.918	11,4 x	6,7 x	6,5 x	1.712	1.340	-22%	1.362	2%	7,9%	6,7%	7,6%	10,2%	17,9x	1,0 x	1,3 x	0,5 x	0,7 x	Vender	
Unicredit	7,79	-1,4	-9,9	-40,2	17.419	8,6 x	-18,3 x	6,8 x	3.373	-950	-128%	2.575	-371%	0,0%	8,6%	-1,7%	4,8%	n.a	n.a	0,5 x	0,3 x	0,3 x	Neutral	

Bankinter Análisis:

Ramón Forcada	Rafael Alonso	Elena Fernández-Trapiella	Pilar Aranda	Aránzazu Cortina	Pedro Echeguren	Eduardo Cabero
Juan Tuesta	Ana de Castro	Esther Gutiérrez de la Torre	Aránzazu Bueno	Luis Piñas	Rafael Diogo	
Juan Moreno	Susana André (Mktg & Support)					

Todos nuestros informes se encuentran en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

Fuentes: Compañías, Bloomberg y Análisis y Mercados Bankinter.

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE.UU. 22h, Japón 7:30h.

- (1) Sin ponderación. Teniendo en cuenta el 100% de las acciones de cada compañía.
 - (2) Dividendo esperado según la información de Bloomberg (puede no estar confirmado).
 - (3) Linde datos Balance y Cuenta de Resultados en USD; cotiza en EUR.
- (*) Comprar con enfoque oportunista, táctico y provisional.

Estrategia de Inversión 1T 2021

ANEXO IV.- Nasdaq-100. Integrantes y consenso de estimaciones para 2020

BPA's y ROEs 2020 esperados por el consenso² para cada compañía del índice.

Compañía	Capitalización, M\$	BPA'20e, \$	ROE'20e	Compañía	Capitalización, M\$	BPA'20e, \$	ROE'20e
Apple Inc	2.173.000	3,93	114,4%	Lululemon Athletica Inc	47.326	4,60	27,2%
Microsoft Corp	1.657.866	6,74	39,7%	DocuSign Inc	44.229	0,72	780,7%
Amazon.com Inc	1.626.156	48,28	23,1%	NXP Semiconductors NV	43.999	6,03	11,9%
Alphabet Inc	1.190.659	55,64	17,2%	Keurig Dr Pepper Inc	43.118	1,40	8,5%
Facebook Inc	785.189	9,88	23,1%	Cognizant Technology Solutions Corp	42.408	3,65	14,8%
Tesla Inc	590.324	2,23	13,7%	Marriott International Inc/MD	42.306	-0,17	-18,7%
NVIDIA Corp	327.884	9,73	43,7%	Kraft Heinz Co/The	42.095	2,80	6,1%
PayPal Holdings Inc	269.723	3,79	22,9%	Exelon Corp	41.334	3,12	9,2%
Comcast Corp	235.309	2,50	13,6%	Electronic Arts Inc	41.075	5,43	18,2%
Adobe Inc	235.014	11,25	37,9%	Align Technology Inc	40.714	4,61	42,2%
Netflix Inc	231.867	6,63	29,9%	Ross Stores Inc	40.434	0,97	8,4%
Intel Corp	209.490	4,88	25,9%	KLA Corp	40.245	12,25	62,3%
ASML Holding NV	200.711	7,70	24,2%	IDEXX Laboratories Inc	39.885	6,07	118,3%
PepsiCo Inc	200.232	5,50	52,0%	Biogen Inc	38.192	33,41	44,4%
Cisco Systems Inc	188.965	3,16	33,1%	Synopsys Inc	37.967	6,30	18,5%
Pinduoduo Inc	179.020	-2,14	-22,5%	Xilinx Inc	37.197	2,89	29,6%
Broadcom Inc	171.873	26,18	40,5%	Cintas Corp	37.049	8,99	28,6%
QUALCOMM Inc	169.356	7,12	n/d	eBay Inc	36.983	3,39	130,0%
Costco Wholesale Corp	163.645	10,19	n/d	Microchip Technology Inc	36.145	6,27	28,1%
T-Mobile US Inc	161.118	2,80	6,5%	Seagen Inc	35.647	3,28	15,6%
Texas Instruments Inc	148.817	5,52	60,1%	Cadence Design Systems Inc	34.978	2,70	32,8%
Charter Communications Inc	148.746	14,09	9,5%	Walgreens Boots Alliance Inc	34.936	4,76	18,3%
Amgen Inc	132.991	16,17	n/d	Alexion Pharmaceuticals Inc	34.564	12,10	23,3%
JD.com Inc	127.962	10,77	n/d	Xcel Energy Inc	34.465	2,79	10,7%
Starbucks Corp	121.208	2,83	-44,6%	Paychex Inc	33.962	2,82	35,7%
Advanced Micro Devices Inc	116.483	1,23	39,9%	DexCom Inc	33.835	2,97	21,9%
Zoom Video Communications Inc	115.547	2,89	58,4%	O'Reilly Automotive Inc	32.963	23,20	418,6%
Intuit Inc	97.022	8,29	37,0%	Verisk Analytics Inc	31.848	5,08	33,9%
Intuitive Surgical Inc	90.055	9,60	13,0%	PACCAR Inc	30.102	3,73	13,0%
Booking Holdings Inc	85.952	2,28	n/d	ANSYS Inc	29.512	6,25	14,9%
MercadoLibre Inc	83.104	1,49	n/d	Copart Inc	28.553	3,12	27,0%
Mondelez International Inc	81.805	2,59	13,6%	Fastenal Co	28.398	1,48	30,5%
Micron Technology Inc	81.523	3,67	9,1%	Sirius XM Holdings Inc	27.069	0,24	-133,9%
Applied Materials Inc	80.965	4,95	n/d	Dollar Tree Inc	26.541	5,66	19,5%
Fiserv Inc	76.544	4,41	7,7%	Splunk Inc	26.254	-0,91	-4,5%
Automatic Data Processing Inc	75.295	5,63	n/d	VeriSign Inc	24.588	6,80	-58,7%
Gilead Sciences Inc	73.883	6,59	28,0%	Skyworks Solutions Inc	24.504	7,52	29,4%
Lam Research Corp	71.041	22,38	59,0%	Cerner Corp	23.730	2,84	19,5%
Activision Blizzard Inc	68.181	3,37	17,5%	Maxim Integrated Products Inc	22.828	2,79	41,7%
CSX Corp	68.141	3,60	22,5%	Take-Two Interactive Software Inc	22.443	5,57	20,3%
Baidu Inc	64.941	59,25	12,4%	Trip.com Group Ltd	20.840	-3,30	-3,4%
Autodesk Inc	64.245	3,98	-693,9%	CDW Corp/DE	18.912	6,27	81,4%
NetEase Inc	61.080	23,99	n/d	Incyte Corp	18.884	-0,71	-11,5%
Vertex Pharmaceuticals Inc	60.357	10,37	35,6%	Expedia Group Inc	17.680	-7,84	-49,4%
Workday Inc	55.342	2,69	29,3%	Check Point Software Technologies Ltd	16.931	6,74	27,2%
Moderna Inc	54.224	-1,36	-27,0%	Fox Corp	16.851	2,26	13,3%
Analog Devices Inc	52.762	5,68	n/d	BioMarin Pharmaceutical Inc	16.207	1,61	22,0%
Regeneron Pharmaceuticals Inc	51.920	30,45	31,7%	Citrix Systems Inc	15.917	5,99	183,1%
Illumina Inc	51.585	4,37	12,9%	Ulta Beauty Inc	15.207	3,33	8,5%
Monster Beverage Corp	47.407	2,30	27,4%	Liberty Global PLC	14.410	-0,28	-1,2%

N° compañías con BPA'20e negativo (pérdidas) = 8

² Según consenso de estimaciones Bloomberg al 17 Dic. 2020.