

# Estrategia de Inversión

## Perspectivas 2º trimestre 2019

Mejor de lo esperado. Sigamos. El trimestre más incierto. Invertir, no especular.

### Índice

---

<b>Resumen</b>	4
Síntesis de estimaciones	5
1.- Perspectiva Global	7
2.- España y Portugal	32
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	44
4.- Temática trimestral: Bancos en EE.UU. vs Europa	58
ANEXO I: España y Portugal, cifras históricas y estimaciones - Detalle.	60
ANEXO II: Links directos a los documentos de Análisis Bankinter.	63

### Equipo de Análisis y Asesoramiento

---

Aránzazu Cortina	Ramón Forcada
Juan Tuesta	Pilar Aranda
Joao Pisco	Elena Fernández-Tрпиella
Rafael Alonso	Esther Gutiérrez de la Torre
Aránzazu Bueno	Luis Piñas
Ana de Castro	Susana André ( <i>Support &amp; Marketing</i> )

Fecha y hora de publicación de este informe: 26 de Marzo de 2019, 19:00h

## 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 12 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: Prosegur Cash S.A, Masmovil Ibercom S.A, Neinor Homes S.A, Oryzon Genomics S.A, Aixare Patrimonio SOCIMI S.A, Grupo Antolin Irausa S.A, Audax energía S.A, Netex Knowledge Factory SL, Acciona S.A y Euron Wireless Telecom, S.A.

El Grupo Bankinter no es parte de un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación y no tiene suscritos contratos de liquidez o de creación de mercado con la 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 Compañía que es 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 Compañía de Seguridad, S.A.
- D. Fernando Masaveu Herrero, Consejero de Energías de Portugal S.A.
- D. Gloria Hernandez Garcia, Consejera de Siemens Gamesa.

La recomendación no ha sido comunicada al emisor directa o indirectamente.

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 este 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.es](http://www.bankinter.es)).

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.

## Resumen

- **La probabilidad de enfrentar una recesión sigue siendo baja.-**

Esto es lo más importante, aunque no se refiera al rabioso día a día. Desaceleración no significa recesión, al igual que podríamos decir coloquialmente que *aterrizar un avión no es estrellarlo*. De las **3 circunstancias que favorecen una recesión** (deuda privada elevada, pesado servicio de la deuda y crecimiento económico insosteniblemente rápido), sólo una podría estar cumpliéndose (deuda). Y de los **4 detonantes** necesarios para activar una recesión (Consumo excesivo, Inversión excesiva, Salarios Reales expandiéndose agresivamente y Precios Inmobiliarios excesivos) sólo identificamos uno como hipotéticamente probable (Precios Inmobiliarios). Por tanto, seamos objetivos. Si no coinciden las circunstancias, ni tampoco se activan los detonantes, la probabilidad de una recesión es baja. Además, aunque es imposible anticipar una recesión, sí es posible reaccionar a tiempo cuando ésta se produce. Pero eso aún no ha sucedido...

- **Algunos riesgos se mueven al alza, eso sí.-**

Comercio chino-americano, Brexit, ciclo europeo y demografía. Estos son los 4 principales riesgos. Las perspectivas sobre las **negociaciones chino-americanas** han mejorado. A pesar de que ahora atravesemos el "momento más oscuro" con respecto al **Brexit**, su desenlace final no será destructivo (extensión de plazos y aplicación de la cláusula de salvaguarda para el comercio de mercancías). Eso sí: el **ciclo europeo** se ha convertido en el frente más vulnerable y la **demografía** adversa se consolida como la amenaza estructural más grave para la sostenibilidad de la expansión económica, sobre todo en Europa.

- **4 argumentos sólidos para unas bolsas razonablemente (no explosivamente) alcistas.-**

Estos son: liquidez, tipos de interés, beneficios empresariales e inercia del ciclo económico global. La **liquidez** introducida por los bancos centrales y la generada por la expansión económica global siguen presionando al alza los precios de los activos. Incluso la Fed dejará de drenar liquidez porque considera que en septiembre la dimensión de su balance ya será adecuada (aprox. 3,5Bn\$ vs 4,0Bn\$ ahora vs máximo 4,5Bn\$). Y tampoco parece que vaya a volver a subir tipos. En realidad, **ningún banco central de primera línea subirá tipos en 2019** (al menos). Los **beneficios empresariales** continúan expandiéndose a un ritmo *decente* (S&P500 +9,7% en 2019e, por ejemplo) y el **ciclo global** mantiene su inercia expansiva, aunque haya perdido energía. Esa combinación sólo puede ser alcista para las bolsas como clase de activo y más aún si consideramos el déficit de alternativas de inversión rentables: bonos con rentabilidades extremadamente bajas o incluso negativas, depósitos frecuentemente sujetos a coste e inmobiliario ya en niveles elevados.

- **No esperamos demasiado de las bolsas, pero sí lo suficiente.-**

Somos selectivos, al igual que el trimestre pasado: priorizamos bolsa americana y después, asumiendo más riesgo, Brasil e India. Nos mantenemos al margen de Europa y Japón, cuyos potenciales carecen de atractivo. Eso no ha cambiado. **Merece la pena estar expuestos, pero con una perspectiva temporal amplia.** Nuestras **valoraciones actualizadas** son algo superiores que hace 3 meses, excepto en el caso del Nikkei-225, cuyos beneficios esperados carecen de atractivo (BPA'19e +1,3% después de BPA'18r -0,8%) y su ROE sostenible medio es bajo (estimamos 5%). Revisamos al alza nuestras valoraciones para el EuroStoxx-50, Ibex-35 y S&P500 porque a lo largo de estos últimos 3 meses las rentabilidades de mercado (TIR) de los bonos de referencia a 10 años han disminuido proporcionalmente más de lo que se han revisado a la baja las perspectivas para los resultados empresariales. Eso eleva algo las valoraciones, pero en base a un **argumento poco estimulante**: los tipos de interés son inferiores, contrarrestando que los beneficios esperados se han revisado a la baja. Nuestras valoraciones son: 9.815 puntos para Ibex-35 (potencial aproximado +7% con respecto a los cierres del 25.03.2019), 3.634 para el EuroStoxx-50 (ídem +10%), 3.249 para el S&P500 (+16%) y 21.862 para el Nikkei-225 (+4%). Lo suficiente, pero no generoso. Todo ello en un contexto de dólar sólido (1,13/1,20), yen menos débil de lo que debería (124/130) y petróleo más caro de lo que le correspondería (Brent 65/70\$) por el probable mantenimiento del recorte de 1,2M b/d de producción por parte de la OPEP.

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.-

Estimaciones Bankinter	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e
<b>1.- PIB (media anual)</b>							
España	1,4	3,4	3,2	3,0	2,5	2,3	2,1
Eurozona	0,9	1,6	1,7	2,5	1,8	1,0	1,3
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>50</i>	<i>180</i>	<i>150</i>	<i>50</i>	<i>70</i>	<i>130</i>	<i>80</i>
Portugal	0,7	1,5	1,4	2,7	2,1	1,8	1,7
EE.UU.	2,4	2,4	1,6	2,3	2,9	2,1	1,9
R.Unido	2,5	2,3	2,1	1,7	1,4	1,3	1,4
Suiza	1,9	0,8	1,3	1,6	2,5	1,5	1,6
Japón (año natural)	0,4	1,4	1,0	1,9	0,8	0,8	0,8
China	7,4	6,9	6,7	6,9	6,6	6,0	5,6
India (año natural)	7,0	7,5	7,9	6,4	7,3	7,3	7,5
Brasil	0,5	-3,5	-3,5	1,0	1,1	2,5	2,8
Rusia	0,8	-2,8	-0,3	1,6	1,7	1,6	1,7
<b>2.- IPC</b>							
España	-1,0	0,0	1,6	1,1	1,2	1,4	1,6
Eurozona	-0,2	0,2	1,1	1,4	1,5	1,4	1,5
Portugal	-0,1	0,4	0,9	1,5	0,7	1,3	1,4
EE.UU.	0,8	0,5	2,1	2,1	2,5	1,9	2,0
R.Unido	0,5	0,2	1,6	3,0	2,1	2,0	2,0
Suiza	0,0	-1,3	0,0	0,5	0,9	0,3	0,6
Japón	2,4	0,2	0,3	1,0	0,3	1,0	1,3
China	1,5	1,6	2,1	1,8	1,9	2,2	2,3
India	-1,2	-2,4	2,1	3,6	2,1	3,8	4,3
Brasil	6,4	10,7	6,3	3,0	3,7	4,2	4,0
<b>3.- Paro</b>							
España (EPA)	23,7	20,9	18,6	16,5	14,5	13,9	13,5
Eurozona	11,3	10,4	9,6	8,6	7,8	7,6	7,4
Portugal	13,5	12,2	10,5	8,1	6,6	6,6	6,5
EE.UU.	6,2	5,0	4,7	4,1	3,9	3,7	3,6
R.Unido	5,7	5,1	4,8	4,5	4,0	4,2	4,3
Suiza	3,2	3,3	3,3	3,2	2,4	2,4	2,4
Japón	3,4	3,3	3,1	2,7	2,4	2,5	2,6
China	4,1	4,1	4,0	3,9	3,9	4,1	4,3
Brasil	6,5	9,0	12,0	11,8	11,6	11,6	11,2
<b>4.- Crédito s. privado</b>							
España, empresarial (%)	-6,3	-4,9	-4,5	-2,8	-6,5	-2,8	-1,0
España, hipotecario (%)	-3,0	-4,7	-3,0	-2,4	-1,2	0,0	0,5
<b>5.- Tipos oficiales (Dic.)</b>							
UEM. Tipo intervención	0,05	0,05	0,0	0,0	0,0	0,0	0,10
UEM. Tipo depósito	-0,20	-0,30	-0,40	-0,40	-0,40	-0,4	0,00
UEM. Compra activos (m€ / mes)	0	60	80	60	15	0	0
EE.UU.	0/0/0,25	0,25/0,5	0,5/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	2,25/2,50	2,25/2,50
R.Unido	0,50	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	1,00
Suiza	-0,75/0,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,00/-1,00
Japón	0/0/10	0/0/10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China(*)	5,60	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,20
India	8,00	6,75	6,25	6,00	6,50	6,25	6,25
Brasil	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	6,75	6,75
<b>6.- Bono 10A (Dic.)</b>							
España	1,61	1,76	1,36	1,56	1,40	0,9/1,1	1,2/1,4
Prima de riesgo España	107	113	115	113	116	100	100
Alemania	0,54	0,63	0,21	0,43	0,24	-0,1/0,1	0,2/0,4
Portugal	2,69	2,52	3,76	1,94	1,70	1,40	1,80
EE.UU.	2,17	2,26	2,45	2,35	2,70	2,50	2,60
R.Unido	1,77	1,96	1,24	1,20	1,28	1,25	1,50
Suiza	0,27	-0,40	-0,20	-0,20	-0,30	-0,10	0,10
Japón	0,33	0,26	0,05	0,04	-0,04	0,10	0,20
<b>7.- Divisas</b>							
Eurodólar	1,209	1,086	1,052	1,175	1,136	1,13/1,20	1,20/1,25
Euroyen	144,8	130,6	123,0	135,3	125,8	124/130	130/140
Dólargen	119,8	120,2	117,0	112,7	113,2	110/108	108/112
Eurolibra	0,776	0,737	0,84	0,88	0,90	0,85/0,90	0,85/0,90
Eurosuizo	1,203	1,088	1,07	1,16	1,13	1,15/1,20	1,15/1,20
<b>8.- Materias primas (Dic.)</b>							
Petróleo (Brent, \$/b.)	57,3	37,3	53,6	66,9	56,3	65/70	65/70
Oro (\$/oz.)	1.184	1.061	1.141	1.256	1.249	1.300/1.350	1.250/1.350

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2017	1T18	2T18	3T18	4T18	2018	1T'19	2T'19	3T'19	4T'19	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020
EE.UU.	2,3	2,4	2,9	3,0	3,1	2,9	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	2,0	1,8	1,7	1,9	1,9
ESPAÑA	3,0	2,8	2,5	2,4	2,4	2,5	2,5	2,3	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,0	1,9	2,1
UEM	2,5	2,5	2,1	1,6	1,1	1,8	0,9	0,9	1,0	1,2	1,0	1,20	1,20	1,30	1,40	1,3
PORTUGAL	2,7	2,2	2,5	2,1	1,7	2,1	1,9	1,6	1,9	1,6	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
R. Unido	1,7	1,3	1,4	1,6	1,3	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4
JAPÓN	1,9	1,3	1,5	0,1	0,3	0,8	0,5	0,8	1,1	0,6	0,8	0,5	0,8	0,9	1,1	0,8
CHINA	6,9	6,8	6,7	6,5	6,4	6,6	6,0	6,1	5,9	5,8	6,0	5,7	5,6	5,5	5,5	5,6
BRASIL	1,0	1,2	0,9	1,3	1,1	1,1	2,1	2,5	2,7	2,8	2,5	2,8	2,9	2,7	2,7	2,8
RUSIA	1,6	1,3	1,9	1,3	2,1	1,7	1,6	1,8	1,6	1,5	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
INDIA	6,4	7,7	8,0	7,0	6,6	7,3	7,1	7,3	7,3	7,4	7,3	7,6	7,5	7,4	7,3	7,5
IPC	2017	1T18	2T18	3T18	4T18	2018	1T'19	2T'19	3T'19	4T'19	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020
EE.UU.	2,1	2,2	2,7	2,6	2,5	2,5	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
ESPAÑA	1,1	1,2	2,3	2,3	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6
UEM	1,4	1,3	2,0	2,1	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,40	1,40	1,50	1,50	1,5
PORTUGAL	1,5	0,7	0,9	1,4	0,7	0,7	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
R. Unido	3,0	1,3	1,4	1,6	2,1	2,1	1,8	2,0	1,9	2,0	2,0	2	2,1	2,1	2,0	2,0
JAPÓN	1,0	1,1	0,7	1,2	0,3	0,3	0,5	0,8	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3
CHINA	1,8	2,1	1,9	2,5	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3
BRASIL	3,0	2,7	4,4	4,5	3,7	3,7	3,8	3,9	4,1	4,2	4,2	4,2	4,1	4,1	4,0	4,0
INDIA	3,6	4,3	4,9	3,7	2,1	2,1	3,0	3,5	3,7	3,8	3,8	4,0	4,2	4,3	4,3	4,3
Paro	2017	1T18	2T18	3T18	4T18	2018	1T'19	2T'19	3T'19	4T'19	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020
EE.UU.	4,1	4,1	4,0	3,8	3,9	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6
ESPAÑA	16,5	16,7	15,3	14,6	14,5	14,5	14,6	14,3	14,0	13,9	13,9	13,7	13,8	13,6	13,5	13,5
UEM	8,6	8,4	8,2	8,0	7,8	7,8	7,7	7,7	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,4	7,4
PORTUGAL	8,1	7,5	6,8	6,7	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
R. Unido	4,5	4,2	4,0	4,1	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3
JAPÓN	2,7	2,5	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6
CHINA	3,9	3,9	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3
BRASIL	11,8	13,1	12,4	11,9	11,6	11,6	11,8	11,7	11,6	11,6	11,6	11,5	11,4	11,3	11,2	11,2
Tipo Dtor.	2017	1T18	2T18	3T18	4T18	2018	1T'19	2T'19	3T'19	4T'19	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020
EE.UU.	1,25/1,5	1,50/1,75	1,75/2,0	2,0/2,25	2,25/2,5	2,25/2,5	2,25/2,50	2,25/2,50	2,25/2,50	2,25/2,50	2,25/2,50	2,25/2,50	2,25/2,50	2,25/2,50	2,25/2,50	2,25/2,50
UEM	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10
UEM (Dep.)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,20	-0,10	0,00	0,00
UEM (QE)	60	30,0	30,0	30,0	15,0	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
R. Unido	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00
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	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,25	4,20	4,20	4,20
BRASIL	7,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
INDIA	6,00	6,00	6,25	6,50	6,50	6,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25



## Informe de Estrategia de Inversión 2º trimestre 2019

Abril/Junio, 2019.

### 1.- Perspectiva Global.

*"No existe ningún atajo para llegar a cualquier sitio al que realmente merezca la pena llegar."*  
Anónimo

#### **:: La recesión continúa siendo improbable. -**

Efectivamente, los atajos suelen ser peligrosos o bien directamente no funcionan. Para el ciclo económico tampoco. Ni para identificar anticipadamente las recesiones. Nadie es capaz de hacerlo<sup>1</sup>. Pero lo que sí podemos hacer es identificar enseguida cuándo tiene lugar una recesión para ser los primeros en reaccionar a tiempo. Eso sí es posible.

Desaceleración no significa recesión, al igual que podríamos decir coloquialmente que *atterrizcar un avión no es estrellarlo*. Los aviones aterrizan todos los días, constantemente, con una abrumadora mayoría de desenlaces felices. Eso es lo normal. Como también lo es que la economía global se ralentice hacia una normalización expansiva sin que eso derive en recesión.

*Desaceleración no significa recesión, al igual que podríamos decir coloquialmente que aterrizcar un avión no es estrellarlo.*

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

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e		2020e	
							Anterior*	Actual	Anterior*	Actual
UEM	-0,4%	+0,9%	+1,5%	+1,7%	+2,5%	+1,8%	+1,6%	<b>+1,0%</b>	+1,5%	<b>+1,3%</b>
España	-1,2%	+1,4%	+3,2%	+3,2%	+3,1%	+2,6%	+2,3%	<b>+2,3%</b>	+2,1%	<b>+2,1%</b>
Portugal	+1,9%	+0,6%	+1,5%	+1,4%	+2,7%	+2,1%	+2,0%	<b>+1,8%</b>	+1,9%	<b>+1,7%</b>
EE.UU.	+2,2%	+2,4%	+2,4%	+1,6%	+2,3%	+2,9%	+2,5%	<b>+2,1%</b>	+2,1%	<b>+1,9%</b>
R.Unido	+1,7%	+2,5%	+2,3%	+1,8%	+1,7%	+1,4%	+1,4%	<b>+1,3%</b>	+1,4%	<b>+1,4%</b>
Suiza	+2,0%	+2,0%	+0,4%	+1,3%	+1,1%	+2,5%	+1,7%	<b>+1,5%</b>	+1,6%	<b>+1,6%</b>
Japón	+1,7%	+0,0%	+0,5%	+1,0%	+1,7%	+0,8%	+0,9%	<b>+0,8%</b>	+0,8%	<b>+0,8%</b>
China	+7,7%	+7,4%	+6,9%	+6,7%	+6,9%	+6,6%	+6,0%	<b>+6,0%</b>	+5,6%	<b>+5,6%</b>
India	+4,7%	+5,3%	+7,3%	+7,9%	+6,4%	+7,5%	+7,3%	<b>+7,3%</b>	+7,5%	<b>+7,5%</b>
Brasil	+2,5%	+0,3%	-3,8%	-3,6%	+1,0%	+1,4%	+2,5%	<b>+2,5%</b>	+2,9%	<b>+2,8%</b>
Rusia	+2,1%	+0,2%	+3,8%	-0,7%	+1,6%	+1,7%	+1,8%	<b>+1,6%</b>	+1,7%	<b>+1,7%</b>

e = Estimación propia

(\*) Marzo 2019. Informe de Estrategia de Inversión 1T 2019.

De las **3 circunstancias que favorecen una recesión** (deuda privada elevada, pesado servicio de la deuda y crecimiento económico insosteniblemente rápido), sólo una de ellas podría estar cumpliéndose: la deuda. Pero en absoluto podemos estar seguros. Sencillamente porque, aunque parezca lo contrario, el apalancamiento privado de la economía global es hoy un 152% del PIB vs 154% en 2009. No parece

*No concurren las circunstancias que facilitan una recesión...*

<sup>1</sup> Argumentamos esta afirmación en nuestra Estrategia de Inversión 2019/20 publicada el 20.12.2019 en base las conclusiones del Papel de Trabajo del FMI "How Well Do Economists Forecast Recessions?" publicado en marzo 2018: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/03/05/How-Well-Do-Economists-Forecast-Recessions-45672>

un apalancamiento elevado. Otra cosa es el sustancial incremento de la deuda pública, que efectivamente ha tenido lugar. Pero la circunstancia realmente relevante de cara determinar una recesión es la deuda privada, no la pública. Esto es así porque la deuda pública enseguida se convierte en estructural por decisión de los gobiernos, de manera que, en la práctica, éstos la refinancian indefinidamente siempre que ésta se mantenga dentro de unos límites de tolerancia... que ahora están siendo puestos a prueba, pero no rebasados. En definitiva, consideramos que la deuda privada y no la pública es la que realmente influye sobre la probabilidad de que tenga lugar o no una recesión y que aquélla ofrece actualmente un riesgo medio, ni siquiera elevado.

Por otra parte, de los **4 detonantes necesarios para activar una recesión** (Consumo excesivo, Inversión excesiva, Salarios Reales expandiéndose agresivamente y Precios Inmobiliarios excesivos) sólo identificamos uno como hipotéticamente probable: Precios Inmobiliarios. Y, aún así, consideramos que su riesgo de desequilibrio es medio o bajo y en absoluto global. Por tanto, seamos objetivos. Si no coinciden las circunstancias, ni tampoco se activan los detonantes, la probabilidad de una recesión es baja. Como ya hemos dicho, aunque sea imposible anticipar una recesión, sí es posible reaccionar a tiempo cuando ésta se produce. Pero eso aún no ha sucedido...

Quienes no están de acuerdo con este planteamiento argumentan que **la curva de tipos americana está a punto de invertirse** (se refieren al diferencial bonos 10 años - bono 2 años) y que cuando eso sucede históricamente ha tenido lugar una recesión a continuación. Es una perspectiva antigua que se ha puesto de nuevo "de moda" y que, en nuestra opinión, es una verdad a medias. ¿Por qué? Por los siguientes **4 contraargumentos**, aunque no son los únicos:

(i) Aunque eso sea cierto, históricamente desde el momento en que la curva americana se ha invertido han transcurrido un **mínimo de 2 años hasta que la recesión se ha materializado**. En algunos casos, incluso 5 años. No parece que eso sea anticipar una recesión con una precisión temporal razonable... Aún aceptado que la curva americana se invierte (algo que aún no ha sucedido, por cierto) y que eso anticipa hipotéticamente una recesión, ¿qué se supone deberíamos hacer durante los próximos 2 años (como mínimo) hasta que se materialice a mediados de 2021?. Cuando uno no forma parte de la solución es porque forma parte del problema y eso es lo que probablemente está sucediendo a quienes hoy defienden de este indicador como infalible.

(ii) Hilando con el contraargumento anterior, **si la inversión de la curva de tipos americana es un indicador supuestamente infalible de las recesiones, entonces ¿por qué todo el mundo - los inversores - sufre las consecuencias de las recesiones cuando se producen?**. En teoría, cualquiera podría eludirlas. Claro, que para eso habría que prepararse para moverse a 100% liquidez en cualquier momento próximo... La realidad histórica demuestra que no hacen eso ni siquiera quienes creen a pié juntillas en este supuesto indicador infalible.

(iii) Además, la curva de tipos 10 - 2 años aún no se ha invertido. Amenaza con hacerlo, es cierto, porque en el momento de redactar este informe el diferencial son 15/17 p.b.. Pero a lo largo de la historia muchas veces ha amenazado con invertirse, sin llegar a hacerlo. Y durante periodos prolongados de tiempo, como entre 1995 y 2000. Sencillamente, **puede que nunca llegue a suceder**.

(iv) Por último - y tal vez sea el contraargumento de más peso - el mundo ha cambiado muy rápidamente desde 1980/90, también en

*...ni mucho menos se han activado los detonantes que la desatan.*

*El que la curva de tipos americana se invierta puede significar algo... o puede que nada en absoluto...*

*...en una economía global que nada se parece a la de 1980/90, sobre todo en lo que se refiere a tipos de interés y sus niveles de equilibrio estructural.*

materia de tipos de interés. **Juzgar las consecuencias de la inversión de la curva de tipos americana en un contexto nuevo de tipos cero o casi cero es como juzgar los niveles impositivos actuales con la perspectiva de 1933**, por ejemplo. Tengamos en cuenta que el tramo marginal superior del actual IRPF supera el 50% (dependiendo del tramo autonómico) mientras que cuando el Impuesto Sobre la Renta nace en 1933 tiene un tipo marginal del ¡7,7%! ¿Podemos juzgar aquél marginal con los ojos y las circunstancias de hoy? Igualmente tampoco podemos sacar conclusiones fiables sobre las consecuencias que tiene la inversión de la curva de tipos americana cuando el entorno de tipos actual es cero o cuasi-cero. Si el impacto fuera el mismo que en, digamos, 1980/90, sería por mera coincidencia.

*:: Riesgos ligeramente al alza, pero cuidado porque pueden cambiar rápidamente.-*

Hoy los riesgos evolucionan al alza, pero el mercado se adapta tan rápido que podrían invertir su tendencia en cualquier momento. Las perspectivas sobre las **negociaciones chino-americanas** han mejorado, pero seguimos pensando que este riesgo permanecerá activo hasta al menos las elecciones americanas de noviembre 2020. Trump aspira a ser reelegido, así que lo más probable es que no cierre ningún acuerdo con China que anule este riesgo definitivamente. Más bien preferirá controlar la evolución de las negociaciones para que éstas mantengan - y, sobre todo, transmitan al mercado - una evolución constructiva y lenta. En ese contexto su figura negociadora seguiría siendo necesaria y sus probabilidades de salir reelegido mejorarían. También el conflicto con **Corea del Norte** ofrecerá una progresión similar por idénticas razones.

A pesar de que ahora atravesemos el "momento más oscuro" con respecto al **Brexit**, su desenlace final no será destructivo (extensión de plazos y aplicación de la cláusula de salvaguarda para el comercio de mercancías). Eso sí: el **ciclo europeo** se ha convertido en el frente más vulnerable y la **demografía** adversa se consolida como la amenaza estructural más grave para la sostenibilidad de la expansión económica, sobre todo en Europa.

Pensamos que el **ciclo económico europeo ha tocado fondo o está a punto de hacerlo**, a pesar de las recientes decepciones de algunos indicadores clave. El viernes 22 de marzo se publicó un PMI Manufacturero de la UEM sorprendentemente débil, a diferencia del modesto rebote esperado, profundizando en zona de contracción económica en lugar de empezar a revertir a mejor: 47,6 vs 49,5 esperado y 49,3 anterior. Al ser un dato de marzo es reciente, de manera que no podemos atribuir la decepción al desfase temporal. Sin embargo, las inercias de la economía alemana suelen anticiparse a las del resto de economías europeas y los recientes registros de sentimiento empresarial **ZEW** e **IFO** han sido buenos, batiendo expectativas y revirtiendo a mejor, lo que estaría anticipando ese mismo movimiento en el resto de la UEM.

En cuanto a la demografía, es el factor estructural más adverso de largo plazo y nada va a mejorar de momento. El envejecimiento de la población, sobre todo europea, se ha convertido en un factor detractor para el PIB y por eso, entre otras cosas, la expansión económica será francamente modesta en la UEM (aprox. +1%) y la inflación se mantendrá extremadamente reducida (incluso inferior a +1%). Como

*Hoy los riesgos evolucionan al alza, pero el mercado se adapta tan rápido que podrían invertir su tendencia en cualquier momento.*

*A pesar de que ahora atravesemos el "momento más oscuro" con respecto al Brexit, su desenlace final no será destructivo*

*Pero el ciclo europeo se ha convertido en el frente más vulnerable y la demografía adversa se consolida como la amenaza estructural más grave para la sostenibilidad de la expansión económica, sobre todo en Europa.*

referencia rápida, la tasa de fecundidad necesaria para el sostenimiento poblacional es 2,2/2,3 hijos por mujer, pero en Alemania<sup>2</sup> se encuentra en 1,4 (igual que en Japón) y 1,3 en España... ([Link a estimaciones del INE sobre la población española](#)).

**:: 4 argumentos (+1) en favor de las bolsas.-**

Estos son: liquidez, tipos de interés, beneficios empresariales e inercia del ciclo económico global. La **liquidez** introducida por los bancos centrales y la generada por la expansión económica global siguen presionando al alza los precios de los activos. Incluso la Fed dejará de drenar liquidez porque considera<sup>3</sup> que en septiembre la dimensión de su balance ya será adecuada (aprox. 3,5Bn\$ vs 4,0Bn\$ ahora vs máximo 4,5Bn\$). Y tampoco parece que vaya a volver a subir tipos. En realidad, **ningún banco central de primera línea subirá tipos en 2019** (al menos). Los **beneficios empresariales** continúan expandiéndose a un ritmo decente (S&P500 +9,7% en 2019e, por ejemplo) y **el ciclo global mantiene su inercia expansiva**, aunque haya perdido energía. Esa combinación sólo puede ser alcista para las bolsas como clase de activo.

*Identificamos 4 argumentos de peso en favor de las bolsas: liquidez, tipos de interés, beneficios empresariales e inercia del ciclo económico global...*

TABLA 1.2: Evolución de los beneficios estimados

	BPA 2017r	BPA 2018r	BPA 2019e		BPA 2020e
			Antes (1)	Ahora (2)	
Ibex-35	+27,3%	+1,3%	+8,9%	+13,0%	+7,5%
EuroStoxx-50	+28,3%	-7,7%	+10,3%	+22,1%	+9,9%
S&P 500	+12,9%	+23,2%	+8,8%	+9,7%	+11,5%
Nikkei 225	+60,5%	-0,8%	+12,7%	+1,3%	+7,9%

Notas: (1) Consenso Bloomberg al 18.12.2018. (2) Ídem al 19.03.2019.

Las estimaciones disponibles en Dic. 2018 para los BPAs 2020 no eran representativas.

Complementariamente (y este es el argumento "+1") el **déficit de alternativas de inversión rentables** resulta obvio: bonos con rentabilidades extremadamente bajas o incluso negativas (incluso el Bund ya ofrece TIR negativa, como entre junio y octubre de 2016), depósitos frecuentemente sujetos a costes explícitos debido a que el tipo de depósito del BCE se encuentra en -0,40% (y no creemos que vaya a cambiar hasta 2020) e inmobiliario ya en niveles elevados que invitan a ser más prudentes, sobre todo en España.

*...a los cuales podríamos añadir, en un sentido muy pragmático, el grave déficit de alternativas de inversión rentables.*

**:: Valoraciones actualizadas y preferencias de activos.-**

No esperamos demasiado de las bolsas, pero sí lo suficiente. Somos selectivos, al igual que el trimestre pasado: priorizamos bolsa americana y después, asumiendo más riesgo, Brasil e India. Nos mantenemos al margen de Europa y Japón, cuyos potenciales carecen de atractivo. Eso no ha cambiado. **Merece la pena estar expuestos, pero con una perspectiva temporal amplia.**

Nuestras valoraciones actualizadas son algo superiores que hace 3 meses, excepto en el caso del Nikkei-225 porque los beneficios

*Nuestras valoraciones actualizadas son algo superiores que hace 3 meses, pero con un argumento poco estimulante....*

<sup>2</sup> Fuente: Banco Mundial (<http://datos.bancomundial.org/indicador/SP.DYN.TFRT.IN>)

<sup>3</sup> Ver nuestro [informe del 20.03.2019 sobre la reunión de la Fed \(FOMC\)](#) de los días 19 y 20 de marzo de 2019.

esperados de las compañías japonesas incluidas en este índice carecen de atractivo (BPA'19e +1,3% después de BPA'18r -0,8%) y su ROE sostenible medio es bajo (estimamos 5%). Revisamos al alza nuestras valoraciones para el EuroStoxx-50, Ibex-35 y S&P500 porque a lo largo de estos últimos 3 meses las rentabilidades de mercado (TIR) de los bonos de referencia a 10 años han disminuido proporcionalmente más de lo que se han revisado a la baja las perspectivas para los resultados empresariales. Eso eleva algo las valoraciones, pero en base a un **argumento poco estimulante: los tipos de interés son inferiores, contrarrestando que los beneficios esperados se hayan revisado a la baja.**

En el caso del S&P500, los riesgos se han movido recientemente a la baja después de que el Fiscal General del Estado (W. Barr) haya determinado que no se identifican pruebas concluyentes que respalden una acusación contra el Presidente (D. Trump) con respecto a sus relaciones con Rusia durante la campaña electoral de 2016. Queda sin resolver aún la acusación de obstrucción a la justicia durante la investigación. Esto ha supuesto una victoria política para Trump, que reduce la incertidumbre del factor político sobre la bolsa americana. No se trata de un factor de incertidumbre que haya venido pesando sobre Wall Street específicamente durante las últimas semanas o meses, pero un desenlace adverso sí habría tenido un impacto negativo relevante. De esta forma se elimina un factor potencialmente desestabilizador que no había llegado a activarse. Sin embargo, hemos preferido ignorar esto en nuestra valoración de cara a disponer de un margen de seguridad<sup>4</sup> más cómodo. **Invertir no es especular.**

*...tipos de interés más bajos que contrarrestan beneficios esperados a la baja.*

TABLA 1.3: Bolsas. Valoraciones y otras referencias.

	Var.%	Valoración 12 meses (2)		Potencial (4)	Máximo	Fecha del	
	2019 (1)	Anterior(3)	Actual				26/03/19
Ibex-35	+7,5%	9.181	9.815	9.181	+6,9%	15.946	08.11.2007
EuroStoxx-50	+10,6%	3.343	3.634	3.320	+9,5%	5.464	06.03.2000
S&P 500	+12,6%	3.051	3.249	2.823	+15,1%	2.931	20.09.2018
Nikkei 225	+7,1%	23.510	21.862	21.428	+2,0%	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2019 hasta 26.02.2019. (2) Valoraciones estimadas para una perspectiva de 12 meses.

(3) Calculado en Marzo 2019 para Estrategia de Inversión 1T 2019. (4) Potencial estimado desde el 26.03.2019.

Nuestras valoraciones son: 9.815 puntos para Ibex-35 (potencial aproximado +7% con respecto a los cierres del 25.03.2019), 3.634 para el EuroStoxx-500 (ídem +10%), 3.249 para el S&P500 (+16%) y 21.862 para el Nikkei-225 (+4%). Lo suficiente, pero no generoso. Todo ello en un contexto de dólar sólido (1,13/1,20), yen menos débil de lo que debería (124/130) y petróleo más caro de lo que le correspondería (Brent 65/70\$) por el probable mantenimiento del recorte de 1,2M b/d de producción por parte de la OPEP, además del mantenimiento e incluso probable endurecimiento de las sanciones a Irán y Venezuela. Este último país, que cuenta con las mayores reservas probadas de petróleo del mundo, ha reducido su producción hasta tal punto que actualmente es equivalente a la de Colombia. Este es un factor estructural de presión al alza para el precio del petróleo.

*No esperamos demasiado de las bolsas, pero sí lo suficiente. Merece la pena estar expuestos, pero con una perspectiva temporal amplia.*

<sup>4</sup> Concepto que debe ser interpretado según lo expusieron Benjamin Graham y David Dodd en su libro "El Inversor Inteligente" publicado en 1949 y que es considerado como una de las referencias más sólidas para el Análisis Fundamental y la valoración de activos.

En definitiva, las **bolsas** siguen ofreciendo valor pero insistimos en favorecer especialmente Estados Unidos, los **bonos** pueden continuar extremadamente soportados (e incluso sobrevalorados) durante mucho más tiempo, el **dólar** seguirá fortalecido, la rentabilidad de los **depósitos** seguirá siendo cero o negativa y los **activos inmobiliarios** han continuado mejorando sus valoraciones y eso invita a ser más prudentes y selectivos, sobre todo en España.

Tablas 1.4: Evolución de las principales bolsas desde el año 2000.-

Indice/activo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ibex-35	-22%	-8%	-28%	+28%	+17%	+18%	+32%	+7%	-39%	+30%	-17%
EuroStoxx 50	-3%	-20%	-37%	+15%	+7%	+21%	+15%	+7%	-44%	+21%	-6%
FT 100	-10%	-16%	-24%	+14%	+8%	+17%	+11%	+4%	-32%	+22%	+9%
S&P 500	-10%	-13%	-23%	+26%	+9%	+3%	+14%	+4%	-39%	+25%	+12%
DAX Xetra	-8%	-20%	-44%	+37%	+7%	+27%	+22%	+22%	-40%	+24%	+16%
Nikkei	-27%	-24%	-19%	+24%	+8%	+40%	+7%	-11%	-42%	+19%	-3%
China, CSI-300	n/a	n/a	n/a	+9%	-17%	-8%	+121%	+162%	-66%	+94%	-14%
China, HK	-11%	-24%	-18%	+35%	+13%	+5%	+34%	+37%	-47%	+49%	+7%
Brasil, Bovespa.	-11%	-11%	-17%	+97%	+18%	+28%	+33%	+44%	-41%	+83%	+1%
India (Sensex)	-21%	-18%	+4%	+73%	+13%	+42%	+47%	+47%	-52%	+80%	+18%
USD	0,943	0,890	1,049	1,260	1,355	1,185	1,320	1,472	1,397	1,434	1,338
JPY	107,7	117,1	124,6	135,0	139,1	139,5	157,1	165,4	126,7	132,5	108,5

Indice/activo	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 YTD 26-mar.-19	Desde 2008
Ibex-35	-13%	-5%	+21%	+4%	-7%	-2%	+7%	-15%	+7,5%	-7%
EuroStoxx 50	-17%	+14%	+18%	+1%	+4%	+1%	+6%	-14%	+10,6%	+23%
FT 100	-6%	+6%	+14%	-3%	-5%	+14%	+8%	-12%	+7,1%	+52%
S&P 500	-0%	+13%	+30%	+11%	-1%	+10%	+19%	-6%	+12,6%	+178%
Nasdaq-100	+3%	+17%	+35%	+18%	+8%	+6%	+32%	-1%	+16,7%	+422%
DAX Xetra	-15%	+29%	+25%	+3%	+10%	+7%	+13%	-19%	+8,2%	+120%
CAC-40	-18%	+15%	+18%	-1%	+10%	+3%	+10%	-12%	+13,4%	+45%
FTSE MIB	-25%	+8%	+17%	+0%	+13%	-10%	+15%	-17%	+15,3%	-6%
Nikkei	-17%	+23%	+57%	+7%	+9%	+1%	+19%	-12%	+7,1%	+126%
China, CSI-300	-23%	+6%	-7%	+50%	+9%	-12%	+22%	-25%	+22,9%	+64%
China, HK	-20%	+23%	+3%	+2%	-7%	+0%	+36%	-14%	+10,5%	+80%
Brasil, Bovespa.	-18%	+7%	-15%	-3%	-13%	+39%	+27%	+15%	+7,4%	+134%
India (Sensex)	-25%	+26%	+9%	+30%	-5%	+2%	+28%	+6%	+6,0%	+274%
USD	1,296	1,319	1,374	1,210	1,086	1,052	1,201	1,147	1,129	+18%
JPY	99,7	114,5	144,7	144,9	130,6	123,0	135,3	125,8	124,9	+1%

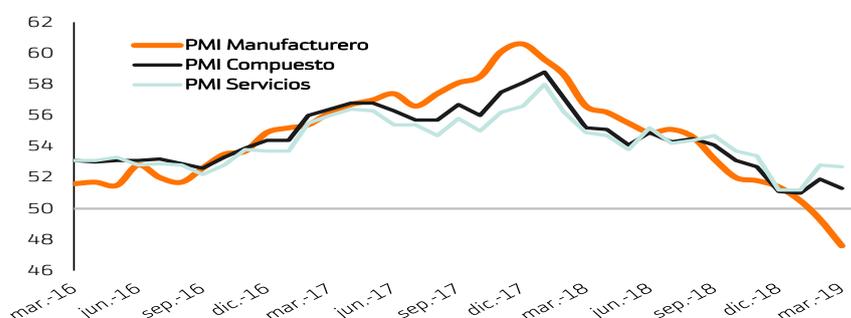
**Eurozona: "La desaceleración persiste y el BCE adopta una política más acomodaticia. Sin subidas de tipos hasta, al menos, 2020. "¿Europa se "japoniza"?"**

*La pérdida de impulso está siendo más persistente de lo inicialmente esperado y las estimaciones de crecimiento se revisan significativamente a la baja (PIB 2019 +1,0% vs 1,6% ant). Las perspectivas de inflación se moderan, incluso para 2021 (+1,6% vs 1,8% ant.), quedando muy alejadas del objetivo del BCE (cercano pero inferior al 2%). En este contexto, el BCE introduce cambios en su política monetaria para hacerla más acomodaticia. Por un lado modifica la guía de tipos de interés retrasando cualquier potencial subida hasta 2020. Además, aprueba un nuevo programa de liquidez para los bancos (TLTRO). Las decisiones han sido tomadas por unanimidad en el Consejo de Gobierno del BCE, lo que anticipa continuidad en la política a pesar del relevo de Draghi al frente del banco central (finaliza su mandato en octubre). Un mayor acercamiento China-EE.UU. en el frente comercial, el descarte de un Brexit duro y un resultado constructivo en las elecciones europeas permitirán una gradual mejora en los indicadores de confianza en la UEM.*

La desaceleración económica registrada en la UEM en el 3T'18 (PIB+0,2% t/t) se ha extendido al 4T'18 (+0,2%). En 2017, la UEM crecía a un ritmo medio de +0,6% t/t y en la primera mitad de 2018 al +0,4%. En una economía tan abierta al exterior como la Europa, las disputas comerciales y la desaceleración global están pasando factura en la actividad económica. Las incertidumbres sobre la fórmula definitiva del Brexit, las revueltas sociales en Francia, las restricciones presupuestarias en Italia y la crisis del sector auto en Alemania también frenan el avance del PIB en la Eurozona

*La desaceleración del 3T'18 (PIB +0,2% t/t) se extendió al 4T.*

Gráfico 1.1.- Evolución de PMI



Fuentes: Bloomberg, Markit.

Los indicadores adelantados y de confianza se han estabilizado, incluso con algún rebote, pero es pronto para anticipar un cambio de tendencia. La recuperación más evidente ha sido en la Componente de Expectativas del Indicador de Confianza ZEW alemán, que ya muestra cinco meses consecutivos de mejora desde los mínimos de octubre 2018. El IFO también rebotó en marzo tras seis meses de descensos consecutivos. Sin embargo, el PMI Manufacturero sigue sin dar señales de recuperación. En febrero se adentró en terreno de contracción (por debajo de 50), y en marzo ha seguido retrocediendo, tocando el nivel de 47,6 (vs 49,6 anterior), el nivel más bajo desde abril 2013. Estos registros de PMI no permiten vislumbrar una mejora en el ritmo de crecimiento, por lo menos durante la primera parte del año.

*Los indicadores adelantados se han estabilizado. ¿Cambio de tendencia?*

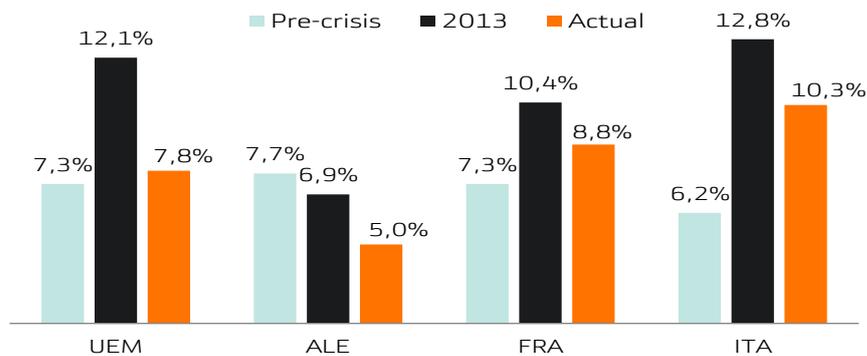
**El frente político sigue generando incertidumbre.** El escenario de un Brexit duro queda eliminado de escena, pero se mantiene la incertidumbre sobre la fecha final de salida del Reino Unido de la UEM. Por otro lado, el mercado estará muy pendiente del resultado de las elecciones europeas el próximo 26 de mayo. El Parlamento Europeo ha publicado encuestas sobre la intención de voto que muestran como el populismo y los grupos anti-europeístas avanzarían con fuerza, pero no lo suficiente como para conseguir una representación (un tercio de los 705 escaños) que pueda llegar a bloquear la agenda europea. Veremos.

*La prórroga del Brexit y las elecciones europeas acaparan la escena.*

**Nueva revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento.** Nuestra previsión de crecimiento 2019 se sitúa ahora en +1,0% vs +1,6% ant. Para 2020 estimamos +1,3% vs +1,5% inicial. Factores externos (disputas comerciales, desaceleración en China, vulnerabilidades en emergentes, la desaparición del impacto positivo de la reforma fiscal en EE.UU...) y factores internos (crisis del sector auto en Alemania, recesión en Italia,..) justifican esta revisión.

*Nueva revisión a la baja de estimaciones de PIB 2019-21.*

*Gráfico 1.2: Tasas de desempleo.*



*Fuentes: Eurostat y Bloomberg*

**El mercado laboral sigue mejorando, aunque a un ritmo más moderado.**

La tasa de paro se encuentra en 7,8% en la actualidad vs 8,6% un año atrás. Los avances en PIB permitirán nuevas reducciones de la capacidad ociosa en próximos meses (7,6% en 2019 y 7,4% en 2020 est.), aunque a menor ritmo del anteriormente estimado. Los salarios mantienen una senda de recuperación gradual: +2,4% en 3T18.

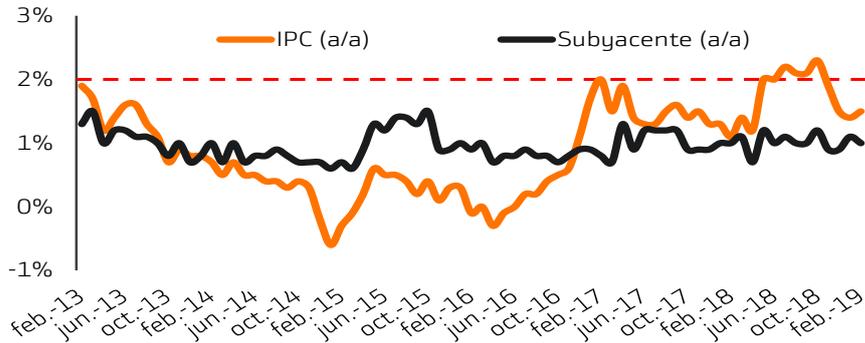
*El empleo sigue mejorando, aunque a un ritmo más lento.*

**La inflación no remonta. La transmisión salarios-precios es más lenta de lo esperado.** El IPC de enero se situó en +1,5%. La tasa subyacente se mantiene anclada en el +1,0%, muy lejos del objetivo del BCE (cercano pero inferior al 2%). La reducción de la capacidad ociosa y las mejoras en salarios permitirán un gradual repunte en la tasa subyacente. Sin embargo, el plazo de recuperación es incierto. La debilidad económica está resultando en un retraso en el "pass-through" (transmisión) de la subida de salarios a los precios.

*Retraso en el "pass-through" de salarios a precios.*

Estimamos que el IPC se mantenga en niveles moderados en el periodo 2019-21 en el entorno torno al +1,3%/1,5%.

Gráfico 1.3.: Evolución de la inflación.



Fuentes: Eurostat y Bloomberg

En este entorno, en su última reunión el BCE revisó a la baja las estimaciones de crecimiento e inflación e introdujo cambios relevantes en la política monetaria para hacerla más acomodaticia.

Por un lado, modificó la guía sobre tipos de interés retrasando cualquier subida hasta, al menos, el final de 2019 (vs "hasta durante el verano 2019" en el comunicado anterior). Por otro lado, declaró que algunos miembros contemplaron la posibilidad de mover la guía hasta marzo 2020. En nuestra opinión, el primer movimiento en tipos sería en el tipo de depósito y tendría lugar en el segundo trimestre de 2020, aumentando desde el -0,4% actual y colocándose en 0,00% a finales de 2020. En cuanto al tipo de referencia, podríamos ver el primer movimiento muy a finales de 2020, desde el 0,0% actual hasta 0,10%. De mantenerse la debilidad económica, el BCE podría retrasar cualquier subida hasta 2021. Es decir, el potencial riesgo sería el no ver subidas de tipos ni siquiera durante 2020.

Además, la reinversión de los vencimientos se mantendrá durante un periodo prolongado tras la primera subida de tipos. Esto significa que seguramente el BCE mantenga este proceso durante todo el 2020 y buen parte, sino todo, el 2021.

Por último, el BCE ha aprobado un nuevo programa de instrumentos de liquidez en condiciones favorables (TLTRO III) para los bancos. El objetivo es prevenir un eventual endurecimiento de las condiciones financieras en un momento de crecientes riesgos macroeconómicos.

Las decisiones han sido adoptadas por unanimidad en el Consejo de Gobierno del BCE, lo que puede interpretarse como una clara señal de la cohesión dentro del banco central, sobre todo teniendo en cuenta la complejidad y amplitud de las decisiones aprobadas. Esto anticipa continuidad en la política a pesar del relevo de Draghi (finaliza su mandato en octubre) al frente del BCE.

"Japonización" es un término que se está haciendo más familiar y usual en el vocabulario europeo. Todavía mantenemos diferencias en ciertos parámetros con la economía japonesa (deuda pública/PIB, demografía, capacidad ociosa, ...) pero en Europa los tipos de interés también permanecerán en niveles bajos durante más tiempo que el inicialmente esperado. "Lower for longer" (más bajos durante más tiempo) es el nuevo eslogan para los tipos de interés en Europa.

La política monetaria del BCE se vuelve más acomodaticia.

Política monetaria más acomodaticia.

Los tipos no empezarán a subir hasta, al menos, 2020.

Reinversión de los vencimientos durante un periodo prolongado y...

... nuevo programa de TLTRO para los bancos.

Continuidad en la política del BCE a pesar del relevo de Draghi.

¿Europa se "japoniza"? Tipos bajos por más tiempo que el inicialmente esperado en la UEM.

**Suiza: "Entorno macro más débil: no esperamos cambios en política monetaria".**

*Suiza presentó un cuadro macro muy sólido el pasado 2018 (PIB +2,5%, Inflación 0,9% y tasa de paro del 2,4%). Sin embargo, de cara al 2019, el SNB ha indicado que espera que el PIB se sitúe en 1,5%, volviendo a un nivel más normalizado de crecimiento. Los indicadores adelantados de actividad económica (PMIs, KOF) también anticipan un menor ritmo de crecimiento para el año. El SNB ha afirmado recientemente que se plantea seguir interviniendo en el mercado de divisas o incluso ahondar en la reducción de los tipos de interés para reducir la presión sobre su divisa. Pese a todo, esperamos que el SNB mantenga los tipos de interés sin cambios en 2019 (rango -0,25%/-1,25%) y que el tipo de cambio se mueva en el rango 1,15/1,20.*

**Diagnóstico:** Suiza ha presentado un cuadro de fundamentales macro muy sólidos el pasado 2018. El crecimiento del PIB fue del 2,5%, impulsado por una excelente primera mitad del año, que fue desinflándose progresivamente en la segunda parte afectado por la desaceleración económica global. El mercado laboral se aproxima al pleno empleo con una Tasa de Paro en 2,4% y la inflación baja al en 0,9%. La demanda interna evoluciona satisfactoriamente, pero el sector exterior continúa siendo la asignatura pendiente del país, afectado por un Franco sobrevalorado y por la debilidad del comercio internacional.

*Suiza ha presentado en 2018 un sólido cuadro macro (PIB: 2,5%, IPC: 0,9% y Paro 2,4%).*

**Perspectivas:** De cara al 2019, el SNB ha indicado que espera que el PIB se sitúe en 1,5%, volviendo a un nivel más normalizado de crecimiento. Los indicadores adelantados de actividad también anticipan un menor ritmo de crecimiento para el año. Así, el PMI de Febrero, pese a mantenerse en 56,2 (expansión) presenta seis meses consecutivos de recortes desde el máximo de 69,5 de agosto 2018. Por su parte, el KOF presenta una perspectiva incluso más débil dado que el actual nivel de 92,4 supone el nivel más bajo desde junio de 2015. Con este entorno, revisamos levemente a la baja nuestra estimación de PIB para 2019 (de 1,6% a 1,5%) y manteniendo el 1,6% en 2020 y 2021.

*Los indicadores adelantos de actividad anticipan un menor ritmo de crecimiento en 2019.*

**Política Monetaria e Inflación:** El SNB ha afirmado recientemente que continúan considerando que el Franco Suizo está sobrevalorado y que se plantea seguir interviniendo si es necesario en el mercado de divisas o incluso ahondar en la reducción de los tipos de interés de cara a reducir la presión sobre la divisa. En cuanto al nivel de inflación, estiman 0,3% en 2019 y 0,6% en 2020 (revisando a la baja las anteriores cifras de 0,5 % y 1% respectivamente). Con estos mensajes, pensamos que el SNB mantendrá una política monetaria orientada a debilitar el Franco para reactivar el sector exterior y la productividad de las empresas suizas, si bien es cierto es que la capacidad de maniobra del SNB en el mercado de divisas es ya limitada. Por otro lado, no estimamos un cambio en el tipo de interés de referencia en Suiza antes de que el BCE cambie el rumbo de la Política Monetaria y por tanto el SNB debería mantener los tipos de referencia sin cambios en 2019 (rango -0,25%/-1,25%), para realizar una subida de +25pb a final de 2020. En los últimos seis meses el Franco-Euro se ha mantenido en un estrecho rango de 1,12/1,15 y creemos que las actuaciones del SNB unidas a la menor tendencia a utilizar el Franco como divisa refugio (en un entorno de mercados más favorable) deberían soportar nuestra visión de un Franco en un rango estimado de 1,15/1,20 para 2019 (vs 1,10/1,15 anterior) y también para 2020 (sin cambios).

*El SNB ha afirmado que se plantea seguir interviniendo si es necesario para controlar la sobrevaloración de la divisa.*

*Esperamos que el Franco se mantenga en un rango de 1,15-1,20 en 2019.*

## Reino Unido: "Atrapado en el Brexit."

*¡Atrapado en el Brexit! Tras más de dos años de negociaciones seguimos en el mismo punto. No hay un claro desenlace. La confusión e incertidumbre impiden que el deterioro de la economía de Reino Unido se haya tomado un respiro y afronta el menor ritmo de crecimiento desde 2009. El Banco de Inglaterra espera una reactivación de la demanda interna en la segunda mitad de 2019, a pesar de ello, ha revisado a la baja sus estimaciones de crecimiento, así como la OCDE. Nosotros hemos ajustado ligeramente a la baja nuestras previsiones para 2019 hasta +1,3% desde +1,4% y mantenemos sin cambios en +1,4% la estimación de crecimiento para 2020. El Banco de Inglaterra - con poco margen de maniobra - permanece cauto, a la espera de valorar el impacto del Brexit sobre las familias, las empresas y los mercados financieros, pero advierte que la adaptación de la política monetaria no será inmediata y podrá ir en cualquier dirección.*

**¡Atrapado en el Brexit!** Tras más de dos años de negociaciones seguimos en el mismo punto, prácticamente en la casilla de salida. Es cierto que se rechazó una salida sin acuerdo ("*Brexit duro*") pero tampoco ha salido adelante, de momento, el acuerdo que negoció T. May con Bruselas, tras haber sido rechazado en dos ocasiones por el Parlamento Británico. En el momento de redactar este informe, este asunto sigue siendo **confuso y el plazo se acaba**. Distinguimos los siguientes tres posibles escenarios para los próximos días: (i) Se someta a votación por tercera vez el acuerdo, si el portavoz de la Cámara los Comunes lo autoriza, y en caso de ser aprobado, el *Brexit* se ejecutaría el 22 de mayo antes de las elecciones al Parlamento Europeo. (ii) El acuerdo es rechazado por tercera vez o, bien, directamente el portavoz de la Cámara veta la consulta al Parlamento, entonces, el *Brexit* se ejecutaría antes del 12 de abril (día límite para solicitar la participación en las elecciones al Parlamento Europeo). (iii) Se convoquen elecciones anticipadas y/o un nuevo referéndum. En ambos casos, la dimisión del actual Gobierno y una nueva consulta sobre el *Brexit*, supone detener/retrasar el *Brexit* y, por tanto, este escenario también requeriría la extensión del artículo 50 acompañado un planteamiento alternativo como exige Bruselas.

El Reino Unido ha permanecido **inmerso en la incertidumbre** y el desconcierto ante la ausencia de consenso en el Parlamento británico para sacar adelante la aprobación del acuerdo preliminar alcanzado tras dos años de intensas negociaciones con la UEM. En este contexto de enorme **confusión** sobre el cómo y el cuándo del *Brexit*, los indicadores de actividad siguen deteriorándose. El PIB desaceleró en 2018 hasta +1,4% desde +1,7% en 2017; +2,1% en 2016 (año del referéndum que respaldó el *Brexit*); +2,3% en 2015 y +2,5% en 2014.

La economía británica afronta **el menor ritmo de crecimiento desde 2009**. El déficit comercial (-3.825MGBP en enero) sigue en aumento por cuarto mes consecutivo a pesar de la debilidad de la libra que encarece las importaciones, además de los precios de producción, y al menos debería ser un balón de oxígeno para el sector exterior.

Es especialmente relevante, por su impacto en la economía, el descenso de la inversión empresarial hasta -3,7% a/a en diciembre, acumulando cuatro trimestres consecutivos en negativo en tasa intertrimestral. La **Producción Industrial**, también en terreno negativo desde sep.'18, cae hasta (a/a) -0,9% en ene.'19. Pensamos que la actividad industrial seguirá en descenso en base a la pérdida de tracción que muestra el **PMI Manufacturero** (52,0 en feb desde 54,2 en dic). Este indicador

*La economía británica afronta el menor ritmo de crecimiento desde 2009.*

*Atrapado en el "Brexit" sin un claro desenlace.*

*La enorme confusión e incertidumbre generadas por el "Brexit" impiden que el deterioro de la economía de Reino Unido se haya tomado un respiro.*

*Ajustamos ligeramente a la baja nuestras previsiones para 2019 hasta +1,3% desde +1,4% y mantenemos sin cambios la estimación de crecimiento del PIB en +1,4% en 2020.*

intermedio anticipa si la evolución de la economía se dirige hacia el terreno de expansión (>50) o de contracción (<50). Los indicadores de **Confianza del Consumidor** tampoco auguran buenas perspectivas. Acumulan un significativo deterioro en el último año por el impacto negativo del *Brexit* en el consumo de los hogares. Sin embargo, la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores parece haberse frenado porque los salarios avanzaron +2,9% en feb.'19 frente a un menor incremento del RPI (medida de inflación del consumo) de +2,5%. En cambio, los precios de la vivienda registran la menor subida en cinco años y medio con un aumento en enero de +1,7%.

El BoE espera una reactivación de la demanda interna en la segunda mitad de 2019. Pero, en conjunto, ha revisado a la baja sus estimaciones de crecimiento para 2019 hasta +1,5% (vs.+1,8% previsto en noviembre) y hasta +1,3% en 2020 (vs. +1,7% anterior), dejando sin cambios en +1,7% la estimación para 2021. En esta misma línea pero con un enfoque más negativo, la OCDE revisó sus perspectivas hasta +0,8% desde +1,7% en 2019 y hasta +0,9% desde +1,1% en 2020. En este entorno de indefinición y confusión por el *Brexit*, **ajustamos ligeramente a la baja nuestras previsiones para 2019 hasta +1,3% desde +1,4%** y mantenemos sin cambios la estimación de crecimiento de PIB 2020 en +1,4%.

En definitiva, las perspectivas económicas seguirán dependiendo de la evolución/desenlace del *Brexit*. **El BoE, que cuenta con poco margen de maniobra y falta de concreción**, mantiene una postura de prudencia con el foco puesto es dos aspectos fundamentales: (i) los acuerdos comerciales que se establezcan entre la Unión Europea y el Reino Unido y (ii) el proceso de salida, tanto en la forma en que se produzca (duro o suave) como en el impacto que éste tenga sobre las familias, las empresas y los mercados financieros, es decir, los efectos sobre la demanda, la oferta y el tipo de cambio de la libra.

En cuanto a la **inflación** (repuntó levemente hasta +1,9% en febrero), el BoE espera que permanezca cerca del objetivo del 2% en los próximos meses, en línea con nuestras estimaciones. Este escenario reduce **la probabilidad de subidas de tipos en Reino Unido**. Pensamos que no será hasta finales de 2020 cuando se produzca el primer incremento (hasta 1% desde 0,75%). De hecho, la probabilidad que asignaba el mercado a una subida de tipos (+25 p.b. hasta 1,0%) en la reunión de enero de 2020 se ha reducido hasta 15,4% desde una probabilidad de 58,5% antes de la reunión del BoE del 21 de marzo.

El propio **Banco de Inglaterra** advierte que **la adaptación de la política monetaria** al *Brexit* no será automática y podría ir en cualquier dirección.

**La libra se ha mantenido en niveles considerablemente aceptables**. Si bien es cierto que acumula una severa depreciación (-18%) desde jun.'16 (referéndum R.U.), cabe destacar que, en lo que llevamos de año y desde que se vislumbró que el *Brexit* ya no podía tener un desenlace destructivo, la libra se ha recuperado +5% hacia el entorno de 0,85/€. El escenario, ahora vuelve a ser más confuso por ello mantenemos el mismo rango (0,85/0,90) para ambos años (2019 y 2020), al menos, hasta conocer el desenlace de la salida de Reino Unido de la UEM.

*El Banco de Inglaterra ha decidido mantener el tipo de interés de referencia en 0,75%, el programa de compra de bonos soberanos en 435.000 M GBP y el programa de compra de bonos corporativos en 10.000 M GBP.*

*El BoE advierte que la adaptación de la política monetaria al "Brexit" no será automática y podría ser en cualquier dirección.*

*La volatilidad marcará la evolución de la esterlina. Fijamos el mismo rango (0,85/0,90) para 2019 y 2020 (vs. 0,90/0,95 para 2020 en el informe anterior).*

## EE.UU: "¡Larga vida al ciclo expansivo y a los tipos de interés bajos!".

El ciclo EE.UU disfruta de uno de los períodos de expansión más largos de su historia tras diez años de crecimiento prácticamente ininterrumpido. El PIB crece a un ritmo de +2,6% en tasa t/t anualizada en 4T'18, la Tasa de Paro se sitúa en niveles no vistos desde el año 2000 (<4,0%) y no se aprecian presiones inflacionistas. ¿Estamos cerca de ver un cambio de tendencia? Claramente no. La macro refleja el patrón clásico de una economía en expansión cuyo ritmo de crecimiento pierde tracción por factores cíclicos. Las disputas comerciales con China, las subidas de tipos de interés (4 en 2018 y 3 en 2017) y el cierre parcial de la Administración Federal restan ímpetu al crecimiento pero no cambian los fundamentales. EE.UU lidera el crecimiento entre las economías desarrolladas con un PIB que aumenta por encima de su potencial estimado, sin que se atisbe un cambio de tendencia en las principales variables macro. El riesgo de recesión estimado para los próximos doce meses es reducido, los indicadores adelantados de actividad se encuentran en zona de expansión y la normalización de la política monetaria se retrasa. El sesgo de la Fed es dovish o suave y el ciclo alcista en los tipos de interés parece estar próximo a su fin. Pensamos que la Fed mantendrá inalterados los tipos de interés de referencia (Fed Funds) en el rango actual de 2,25%/2,50% durante 2019 y 2020, en línea con las perspectivas del mercado (vs 1 subida en 2020 según el diagrama de puntos de la Fed).

**Diagnóstico:** EE.UU disfruta de uno de los períodos de expansión más largos de su historia tras diez años de crecimiento prácticamente ininterrumpido. El PIB crece a un ritmo de +2,6% en tasa t/t anualizada en 4T'18, la Tasa de Paro se sitúa en niveles no vistos desde el año 2000 (<4,0%) y no se aprecian presiones inflacionistas.

El indicador de precios favorito de la Fed, el *Personal Consumption Expenditure Index* se mantiene por debajo del objetivo (~2,0%) a pesar de la evolución de los salarios (+3,4% en febrero). **Las condiciones de financiación tienen a relajarse** gracias al tono *dovish* o suave de la Fed y los índices de confianza se mantienen en niveles históricamente altos.

**Perspectivas:** La corrección de los mercados en 2018, la normalización de la política monetaria y la pérdida de tracción de algunos datos macro como el ISM Manufacturero o las Ventas Minoristas han generado dudas sobre el ciclo. **¿Estamos cerca de ver un cambio de tendencia?** Claramente no.

La macro refleja el patrón clásico de una **economía en expansión cuyo ritmo de crecimiento pierde tracción por factores cíclicos**. Las disputas comerciales con China, las subidas de tipos de interés (4 en 2018 y 3 en 2017) y el cierre parcial de la Administración Federal restan ímpetu al crecimiento pero **no cambian los fundamentales**.

El impacto positivo de la rebaja impositiva realizada en 2018 se disipa y el mercado inmobiliario muestra signos de fatiga. El número de Viviendas Iniciadas, las Ventas de Vivienda y los Precios Medios de Venta muestran signos de desaceleración pero se mantienen en terreno positivo. En este entorno, la inversión residencial pierde enteros en relación al PIB sin que se observen **síntomas de alarma o sobrecalentamiento**.

Los indicadores de actividad - PIB, ISM, Producción Industrial...- pierden impulso pero **la actividad económica mantiene un ritmo de crecimiento elevado**. EE.UU lidera el crecimiento entre las economías desarrolladas con un PIB que aumenta por encima de su potencial estimado, **sin que se atisbe un cambio de tendencia en las principales variables macro (PIB, Inflación & Empleo)**.

La demanda interna actúa como locomotora gracias al dinamismo del mercado laboral, el buen momento por el que atraviesa la inversión

*EE.UU. disfruta de uno de los períodos de expansión más largos de su historia.*

*La macro refleja el patrón clásico de pérdida de tracción por factores cíclicos.*

*No se atisba un cambio de tendencia en las variables macro claves.*

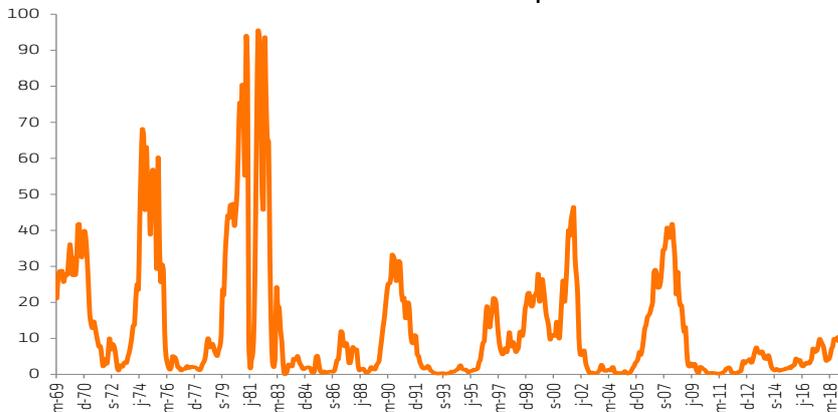
*Las condiciones de financiación tienen a relajarse.*

empresarial (+6,2% ex - vivienda en 4T'18) y unas condiciones de financiación atractivas.

El indicador elaborado por la Fed de Chicago que mide la evolución de las Condiciones Financieras se sitúa en su nivel más relajado en 25 años, la rentabilidad (TIR) del *Treasury* a 10 A se sitúa en torno a 2,5% (vs 3,2% en noviembre 2018) y los tipos de interés del mercado hipotecario se distancian de los máximos alcanzados a finales de 2018. La Masa Monetaria (M1) crece a un ritmo cercano al 4,0% y los tipos de interés de referencia (*Fed Funds*) se mantienen en niveles históricamente bajos. **El riesgo de recesión estimado para los próximos doce meses es reducido - en torno al 10,0% según la Fed de NY -**, los indicadores adelantados de actividad se encuentran en zona de expansión y la normalización de la política monetaria se retrasa.

*El riesgo de recesión es bajo (~10,0% según la Fed de Nueva York).*

Gráfico 1.4: Probabilidad de recesión en los próximos 12 meses



Fuente: Fed de NY y Bloomberg

Revisamos nuestras previsiones de crecimiento en PIB a la baja hasta +2,1% en 2019 (vs +2,5% anterior) y +1,9% en 2020 (vs +2,0% anterior), así como nuestras estimaciones de inflación hasta +1,9% en 2019 (vs +2,1% anterior) y +2,0% en 2020 (vs +2,1% anterior).

**Política monetaria:** El sesgo de la Fed es *dovish*, la normalización de la política monetaria se retrasa y el ciclo alcista en los tipos de interés parece estar próximo a su fin. La Fed comenzó a reducir el tamaño de su balance en octubre de 2017 pero en septiembre 2019 dará por concluido este proceso. La Fed se siente cómoda con un tamaño de balance ~ 3,5 Tr. \$ o ligeramente superior, equivalente al 17,0% del PIB a finales de 2019 (vs 25,0%/PIB que alcanzó en su nivel máximo).

*La normalización de la política monetaria se retrasa.*

El diagrama de puntos que refleja las previsiones de los consejeros de la Fed sobre la evolución de los tipos de interés para el período 2019/2021 tan sólo refleja una subida de tipos en 2010 hasta el rango 2,50%/2,75% (vs dos subidas en 2019 y una en 2020 del comunicado anterior).

El tono *dovish* y la ausencia de presiones inflacionistas nos lleva a pensar que la Fed mantendrá inalterados los tipos de interés de referencia en el rango actual de 2,25%/2,50% durante 2019 y 2020, en línea con las perspectivas del mercado.

*Pensamos que la Fed mantendrá sin cambios los tipos de interés en 2019 y 2020.*

**Japón: "Recupera impulso en línea con su potencial de largo plazo"**

Tras un 2018 afectado por los desastres naturales, la economía japonesa recupera un ritmo de crecimiento en línea con su potencial de largo plazo. El PIB en 2019 estará soportado por el sector exterior y el gasto público; la demanda interna privada acusará el previsto aumento del IVA del 8% al 10% en octubre. Las presiones inflacionistas siguen ausentes a pesar de la fortaleza del mercado laboral en una cultura reacia a las subidas de sueldos y salarios y en un entorno de menores precios del crudo y flexibilidad salarial por la mayor participación laboral de mujeres y seniors. En este contexto la política monetaria se mantendrá altamente acomodaticia. El BoJ prevé tipos reales negativos hasta 2020. En un contexto de volatilidad baja y menores incertidumbres globales, el yen debería perder atractivo como divisa refugio. Prevemos una tendencia depreciatoria del yen, pero el ritmo será pausado. Según nuestras estimaciones el cruce euro/yen se situará en el rango 124/130 en 2019 y en 130/140 en 2020.

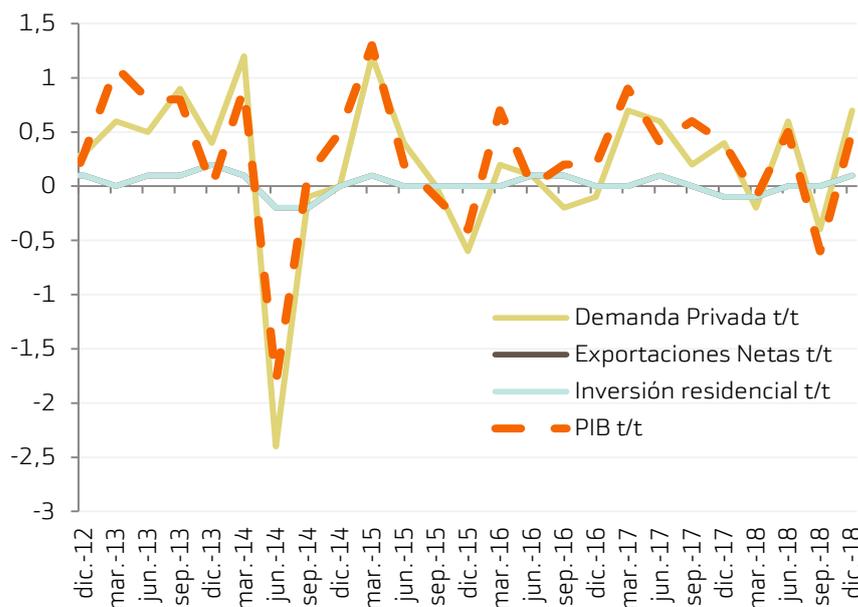
Tras un crecimiento del PIB de +0,8% en 2018 a pesar de los desastres naturales, la economía de Japón recupera un ritmo de crecimiento en línea con su potencial de largo plazo<sup>1</sup>. Unas condiciones financieras altamente acomodaticias y la inversión pública de cara a las Olimpiadas de Tokio en 2021 apoyan unas perspectivas de crecimiento moderado pero positivo. Asimismo, la implementación de reformas regulatorias e institucionales por parte del Gobierno, la creciente participación laboral de las mujeres y la mejora de la productividad de las empresas contribuirán al crecimiento.

Tras una caída del PIB anualizado de -2,6% en 3T18 afectado por los desastres naturales, el crecimiento económico recuperó la senda positiva en 4T18 con un registro anualizado de +1,9%. El consumo privado creció +0,4% y la inversión +2,7%. El mercado laboral continúa sostenido con una tasa de desempleo en enero de 2,5% y el output gap se mantiene positivo (producción superior a su nivel de plena capacidad).

En 2019 el crecimiento económico se apoyará en el gasto público y las

*En 4T18 el PIB recuperó la senda positiva con un crecimiento anualizado de +1,9%. En 2019 avanzará en línea con su potencial de largo plazo soportado por el sector exterior y el gasto público.*

Gráfico 1.5: Evolución del PIB (t/t) y principales componentes.-



*El gasto público se verá impulsado por las inversiones para paliar los desastres naturales de 2018, las Olimpiadas de Tokio 2021 y medidas contra cíclicas para compensar el impacto de la subida del IVA en octubre.*

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

exportaciones, mientras la demanda interna del sector privado tenderá a desacelerarse, afectado por la prevista subida en el IVA y un menor ritmo inversor. El gasto público se verá impulsado por las inversiones para paliar los desastres naturales de 2018, las Olimpiadas y las medidas contra cíclicas para paliar el impacto de la subida del IVA. Las exportaciones recuperarán su senda ascendente, una vez disipadas las disrupciones por los desastres naturales, de la mano de un crecimiento moderado del comercio mundial y un ligero aumento de la cuota de mercado de las exportaciones japonesas, competitivas en equipos tecnológicos y bienes de equipo. Por contra, las importaciones se moderarán en línea con la bajada del precio del crudo respecto a 2018.

La proyectada subida del IVA en octubre del 8% al 10%, con la excepción de Alimentación y Bebidas y periódicos que verán su tipo reducido, introduce un factor de riesgo e incertidumbre. Esperamos que el impacto sea menor que en la anterior subida del IVA en 2014<sup>2</sup>. El Gobierno japonés adoptará medidas de estímulo, como educación gratuita y exenciones fiscales para la compra de coches y viviendas, que contribuirán a moderar el impacto negativo sobre el consumo privado. Los impactos vendrán de la mano de (i) un aumento del consumo en anticipación a la subida impositiva y una disminución posterior y (ii) una menor renta real de las familias.

El mercado laboral se mantiene fuerte con una **tasa de desempleo en enero del 2,5% y una participación laboral creciente** con mayor ritmo de incorporación de mujeres y seniors al mercado de trabajo. Con todo, **el crecimiento de los salarios reales se mantiene moderado**.

El IPC se mantiene extremadamente bajo a pesar de la expansión económica positiva y la fortaleza del mercado laboral. La larga experiencia de bajo crecimiento y deflación ha creado en Japón una cultura muy prudente, reacia a la subida de precios y salarios. **El IPC se situó en enero en +0,2% y la tasa subyacente en +0,4%**. El BoJ estima que el impacto de la subida del IVA en el IPC será de +0,5% en 2019 y 2020, compensado con un impacto de -0,3% en 2019 y -0,4% por la provisión de educación gratuita en el país. La mejora de la productividad en el sector servicios, los avances tecnológicos y la alta elasticidad de la oferta de trabajo de mujeres y seniors mantienen unas perspectivas de inflación muy bajas a corto plazo, lejos del objetivo del BoJ del 2%.

En este entorno, **la política monetaria se mantendrá altamente acomodaticia**. El BoJ prevé tipos reales negativos hasta 2020 y una sostenida expansión de la base monetaria. Este enfoque ultraconservador y la disminución de las incertidumbres globales contribuirán a frenar la apreciación del yen. El cruce euro/yen se depreció en 2018 un 7% desde 135,28 hasta 125,83. En 2019 se ha recuperado +0,6% hasta 126,58€. El JPY debería depreciarse, pero el ritmo será pausado. **Según nuestras estimaciones el cruce euro/yen se situará en el rango 124/130 en 2019 y en 130/140 en 2020**.

Mantenemos prácticamente intactas nuestras estimaciones del PIB en +0,8% para 2019 y 2020 (desde +0,9% y +0,8% respectivamente). Preveemos un IPC de +1,0% en 2019 y +1,3% en 2020.

<sup>1</sup>El Banco de Japón estima un potencial de crecimiento estructural de +0,5/+1,0%.

<sup>2</sup>En abril 2014, el IVA subió del 5% al 8%. Dicho año el PIB se redujo -0,5% y el IPC alcanzó +0,8%.

*La prevista subida del IVA del 8% al 10% en octubre introduce un elemento de incertidumbre. Previsiblemente desacelerará el consumo privado tras un empuje previo por una reacción de acopio anterior a la subida.*

*El IPC se mantiene extremadamente bajo. La subida del IVA tendrá un impacto muy leve, compensado con otras medidas como educación gratuita.*

*Con una política monetaria extremadamente laxa y menor aversión al riesgo, el yen debería depreciarse suavemente. Según nuestras estimaciones el cruce euro/yen se situará en el rango 124/130 en 2019 y en 130/140 en 2020.*

**Emergentes: "Los riesgos se mitigan y los flujos de fondos aumentan. Nuestras recomendaciones se limitan a India y Brasil."**

*2019 marca el inicio de la recuperación para muchos emergentes. Los riesgos abiertos se moderan. La tensión comercial se relaja y la Fed mantiene una postura más acomodaticia. Con ello, se reduce la volatilidad y los flujos de fondos retornan a estos mercados. Especialmente en un escenario en el que la búsqueda de rentabilidad lleva a expandir los horizontes de inversión. Eso sí, conviene ser selectivos. Los retos y fases que atraviesan estas economías son muy heterogéneos. Nuestras recomendaciones se centran en India y Brasil. La incertidumbre electoral se modera en India y, en cualquier caso, las reformas estructurales no se revertirán. Brasil se verá beneficiada por las reformas que implementará el ejecutivo y por la reactivación de la demanda doméstica. En China el crecimiento se moderará pero no de manera aguda gracias a las medidas de estímulo del gobierno. Pero los desequilibrios son acusados y la demanda interna muestra síntomas de agotamiento. Finalmente, Rusia presenta demasiados riesgos que no compensan un crecimiento contenido. En resumen, existen oportunidades pero mantener la prudencia resulta clave. India y Brasil siguen siendo nuestras únicas recomendaciones.*

Después de un 2018 realmente complicado para los países emergentes, **2019 marca el inicio de su recuperación**. Muchos de los riesgos abiertos han logrado mitigarse. Entre ellos, la guerra comercial entre EE.UU. y China ha adquirido un tono más constructivo y la Fed ha suavizado de manera relevante su política monetaria. Con ello, **se ha reducido el temor a una desaceleración profunda** de las economías de estos países. La confianza ha retornado, la volatilidad se ha moderado, las divisas locales se fortalecen y los flujos de fondos vuelven a las bolsas y bonos emergentes. Especialmente en un escenario en el que la búsqueda de rentabilidad lleva a expandir los horizontes de inversión.

*Lo peor ha quedado atrás. 2019 marca el inicio de la recuperación. Una menor tensión comercial y una Fed más acomodaticia son clave en esta evolución.*

**Gráfico 1.6: Evolución del índice MSCI Emerging Markets.-**



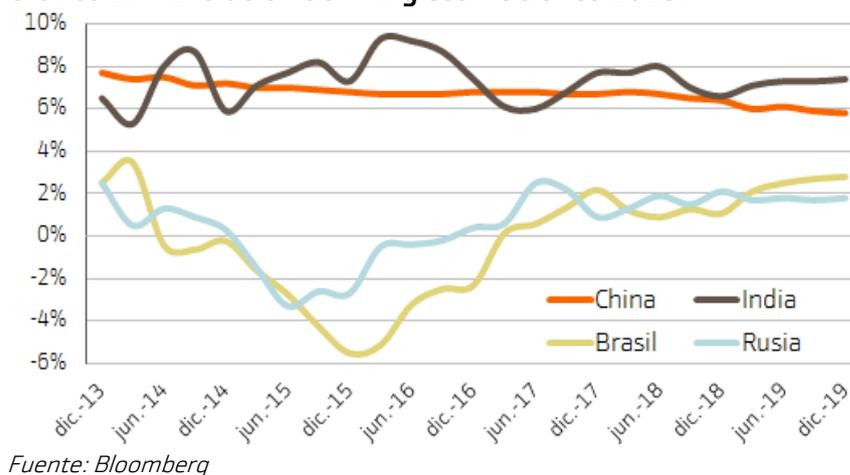
Fuente: Bloomberg

Y es que los retornos de la renta variable estadounidense se normalizarán mientras que en Europa existe un potencial limitado. Lo mismo sucede con la deuda, que ofrece diferenciales atractivos en relación al escenario de tipos bajos en Europa. Todo ello en un entorno

*La búsqueda de rentabilidad favorecerá la entrada de fondos en emergentes.*

en el que los países emergentes siguen ofreciendo tasas de crecimiento mayores y con tendencia alcista frente a los desarrollados, que presentan niveles inferiores y descendentes. Las previsiones del FMI apuntan a un crecimiento conjunto de los países emergentes de +4,5% en 2019 y +4,9% en 2020 mientras que en desarrollados esas tasas son de +2,0% y +1,7% respectivamente.

**Gráfico 1.7: Evolución del PIB y estimaciones 2019.-**



Fuente: Bloomberg

Eso sí, insistimos en la **necesidad de ser selectivos**. Los retos y fases que atraviesan estas economías son muy heterogéneos y **nuestras recomendaciones de inversión siguen centrándose sólo en India y Brasil**. China y Rusia siguen presentando riesgos demasiado elevados que desaconsejan la toma de posiciones. A continuación profundizaremos en la situación de cada uno de estos países.

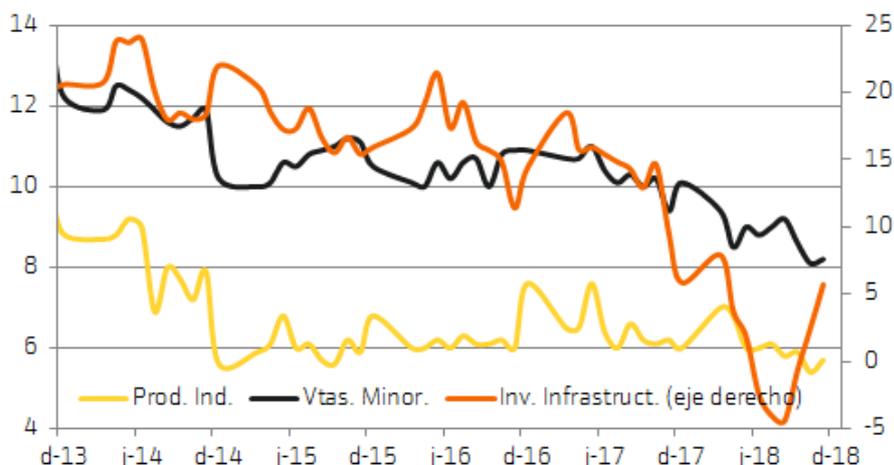
Un trimestre más no recomendamos tomar posiciones en **China**. **La tensión comercial con EE.UU. se ha suavizado**. La tregua comercial acordada en el G-20 para paralizar la subida de aranceles (desde el 10% hasta el 25%) sobre exportaciones chinas por 200.000M\$ se ha aplazado por el momento de manera indefinida. Diferentes declaraciones apuntan a que las negociaciones avanzan con un tono más constructivo. Sin embargo, los temas claves siguen siendo las discusiones sobre la tecnología y la propiedad intelectual. Y aquí los avances son mucho más lentos. EE.UU. sigue preocupado por el ascenso de China como potencia tecnológica. El liderazgo en materia de despliegue de redes de 5G, inteligencia artificial o Internet de las Cosas implica el acceso a información realmente sensible. Además, la divisa es otro punto caliente en las negociaciones. EE.UU. teme que un debilitamiento del yuan pueda emplearse por parte de las autoridades chinas para amortiguar, o incluso contrarrestar, el efecto de la imposición de aranceles. Por todo ello, **la incertidumbre seguirá presente en el corto/medio plazo**. Pensamos que ambas potencias conseguirán anunciar un acuerdo en próximos meses, pero será un **acuerdo parcial, la resolución completa de este conflicto está lejos de alcanzarse**.

*La tensión comercial se suaviza pero los temas clave siguen abiertos. Anticipamos un acuerdo parcial que no eliminará totalmente la incertidumbre en esta materia.*

Por otro lado, conviene tener en mente que los problemas de la economía china no provienen sólo de las consecuencias del conflicto comercial con EE.UU. **La demanda doméstica muestra también síntomas de agotamiento.** Por tanto, observamos una economía penalizada por el debilitamiento del Consumo y la Producción Industrial, además de las Exportaciones. La Inversión en Infraestructuras ha conseguido recuperarse. Sin embargo, este movimiento se produce gracias a un menor escrutinio de la deuda local empleada para financiar estos proyectos. Estas tendencias pueden observarse en el gráfico inferior.

*Además del Sector Exterior, China presenta otras debilidades. Entre ellas, la ralentización de la demanda doméstica.*

**Gráfico 1.8: Evolución de indicadores adelantados en China.-**



Fuente: Bloomberg

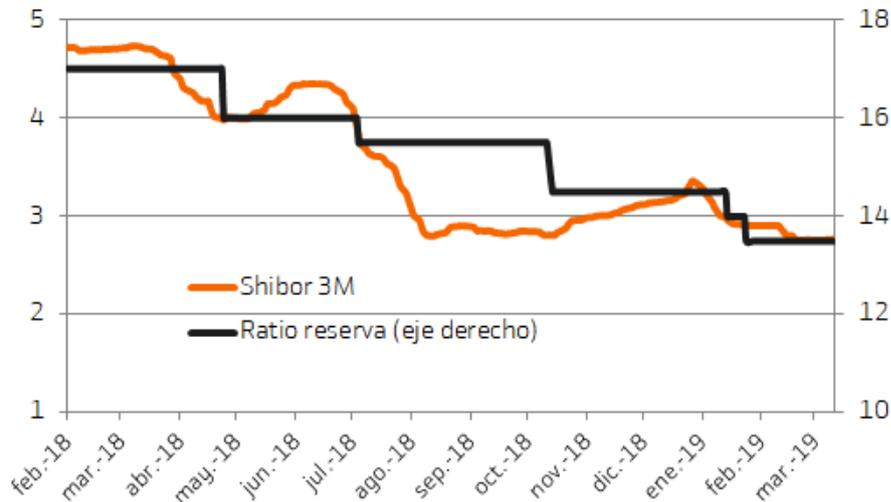
Estos indicadores, adelantados e intermedios, indican que el debilitamiento observado a lo largo de 2018 se prolongará en el actual ejercicio. A este respecto resultan llamativos los datos acumulados hasta febrero, que muestran un avance de la Producción Industrial de +5,3%, el peor arranque de año desde 2009, mientras la Ventas Minoristas se moderan hasta +8,2%, el menor ritmo de crecimiento desde 2012.

Ahora bien, estimamos que el crecimiento se moderará pero no de manera muy profunda, gracias a las medidas de estímulo introducidas por el ejecutivo. Entre otras, el gobierno ha anunciado: (i) recortes de IVA para el sector manufacturero (hasta 13% desde 16%) y el sector del transporte y la construcción (hasta 9% desde 10%). Se calcula que el ahorro fiscal alcanzará los 298.000M\$; (ii) recortes en los gastos de Seguridad Social asumidos por las compañías y creación de 11M de nuevos empleos (urbanos) este año; (iii) estímulos a la inversión en infraestructuras a través del aumento de la cuota de emisiones de los llamados bonos especiales para los gobiernos locales (+59% hasta 2,15Bn de yuanes, unos 320.800M\$).

*Ahora bien, las medidas de estímulo introducidas por las autoridades impedirán una corrección acusada del crecimiento.*

Todo ello sin olvidar los estímulos monetarios ya introducidos y que podrían volver a implementarse para dar soporte al crecimiento. Como muestra, en 2018 el banco central recortó cinco veces el requerimiento de reservas. El propio gobierno ha avanzado que podría volver a implementar esta medida e incluso recortar tipos si fuera necesario.

**Gráfico 1.9: Recorte requerimiento reservas por el PBoc.-**



Fuente: Bloomberg

Todas estas medidas amortiguarán la tendencia de ralentización del crecimiento. Sin embargo, **retrasarán el proceso de desapalancamiento que necesitaría llevar a cabo la economía**, que presenta unos ratios de apalancamiento realmente elevados. El ratio de deuda sobre PIB alcanza un porcentaje cercano a 253% (51,5% corresponde a las familias, 153% al sector corporativo no financiero y 48,3% al gobierno). Y estas medidas excluyen el llamado *shadow banking* (crédito en la sombra) cuyo peso en la economía china es especialmente relevante. Se calcula que alcanza en torno al 68% del PIB.

Con todo ello, **estimamos una moderación del PIB hasta 6,0% este ejercicio** desde el 6,6% promedio registrado en 2018 que, por cierto, fue el menor crecimiento en casi tres décadas. Nuestra estimación contrasta con el rango de 6,0%/6,5% marcado por el ejecutivo.

**Mantenemos una posición más positiva respecto a India.** El crecimiento se ha suavizado recientemente hasta caer por debajo del umbral del 7,0% (hasta 6,6%) en el 4T'18. Sin embargo, estimamos un rebote en próximos trimestres que llevará al PIB a crecer **+7,3% promedio este ejercicio y +7,5% en 2020.**

Los niveles de Confianza, la Inversión y las Exportaciones serán claves para lograr esta reactivación. Analizamos estos factores con profundidad:

(i) La Confianza está directamente relacionada con el mantenimiento, e implementación, de reformas estructurales. Para ello, resulta clave el desenlace de las **elecciones generales** que se celebrarán en siete etapas a partir del próximo 11 de abril y que concluirá con el recuento de votos el 23 de mayo. **Las últimas encuestas muestran un repunte acusado en la popularidad del partido de Modi** (BJP, Bharatiya Janata Party), beneficiado por la reciente

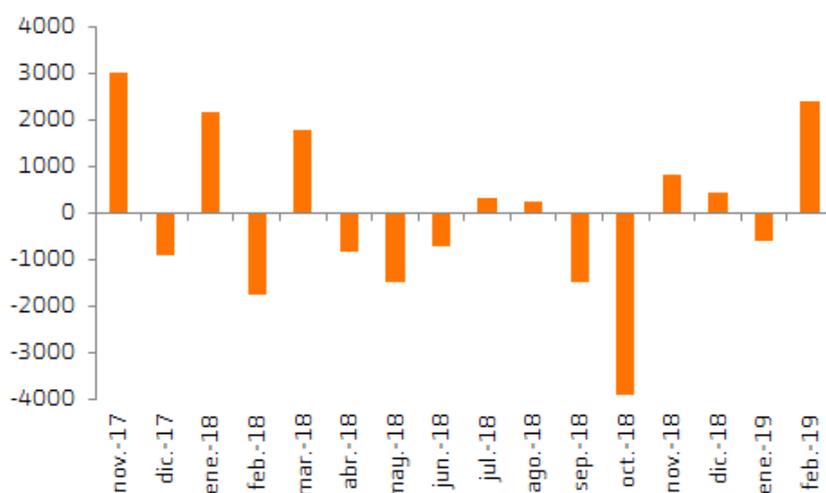
*La contrapartida será el retraso en el proceso de desapalancamiento necesario en la economía china.*

*El crecimiento recuperará tasas superiores al 7,0% gracias a los buenos niveles de Confianza, las Exportaciones y la Inversión.*

*La popularidad de Modi aumenta y la entrada de capitales se reactiva. Incluso si las elecciones no se resuelven en este sentido, las reformas estructurales no se revertirán.*

tensión con Pakistán. Estas noticias restan incertidumbre y favorecen la entrada de capitales en el país. En concreto, las entradas netas de capital extranjero en renta variable india tocaron máximos de los últimos 15 meses en febrero (2.419M\$). Con ello, se revierte en parte las salidas netas de 4.400M\$ en 2018 en conjunto. En cualquier caso, pensamos que sea cual sea el resultado electoral, las reformas estructurales emprendidas en los últimos años (desmonetización, reforma del Impuesto sobre Bienes y Servicios o GST, mejora en infraestructuras, recapitalización bancaria, etc.) no se revertirán.

**Gráfico 1.10: Entradas netas de inversiones extranjeras en renta variable india.-**



Fuente: Reuters

(ii) **La Inversión seguirá impulsando el crecimiento** en un entorno de aumento de la capacidad utilizada, nuevos programas de infraestructuras y repunte de los mencionados niveles de confianza.

(iii) **Las Exportaciones seguirán favorecidas por la simplificación del sistema fiscal** (especialmente en lo referente al IVA) **y una rupia en niveles aún reducidos**, pese a su reciente apreciación, desde una perspectiva histórica. En este sentido resultará clave el mantenimiento de una **política monetaria más acomodaticia** por parte del banco central (RBI) bajo el mandato de su nuevo gobernador, Shaktikanta Das. Tras el recorte de tipos implementado el pasado mes de febrero (hasta 6,25% desde 6,50%) y en un entorno de repunte de los precios de petróleo, estimamos que el tipo director seguirá anclado en su nivel actual. Sin embargo, vemos más riesgos a la baja que al alza a nuestra estimación. Especialmente en un escenario sin presiones inflacionistas. Estimamos que la inflación cerrará este ejercicio en torno a 3,8% vs. 4% (+/- 2%) objetivo del RBI. Además, el banco central tiene más instrumentos a su alcance para materializar una política más laxa e influir en la divisa. Como ejemplo, su reciente medida de inyección de liquidez a través de un *swap* de divisas. En concreto, el banco central compra dólares y

*Una política monetaria acomodaticia ayudará a mantener la rupia debilitada y, con ello, dará soporte a las Exportaciones.*

ofrece rupias a los bancos por un plazo de tres años. Una vez finalizado el plazo, recomprará los dólares con una prima. Con esta iniciativa, se consiguen varios objetivos: reducir los tipos de interés a corto plazo, facilitar la liquidez en el sector bancario y mantener la rupia debilitada.

Los principales riesgos a futuro son: las elecciones y el precio del petróleo. En cuanto a las elecciones, mantenemos lo ya expresado. La incertidumbre se ha moderado recientemente tras el repunte de popularidad de Modi y, en cualquier caso, las reformas ya implementadas seguirán impulsando el crecimiento. Respecto al petróleo, el aumento de precios del crudo continuará durante este ejercicio. Con ello, el déficit por cuenta corriente del país seguirá avanzando. Sin embargo, estimamos que su cotización aumentará gradualmente hasta 65\$/70\$. Lejos de los máximos de 76,4\$ que alcanzó en 2018. Por tanto, el impacto en el déficit y la inflación será contenido.

*El precio del petróleo repuntará pero no volverá a tocar los máximos vistos en 2018. Por tanto, su impacto en el déficit y la inflación será contenido.*

**En resumen,** mantenemos una perspectiva positiva sobre la economía india. Por ello, **reiteramos nuestra recomendación de tomar exposición al país en el caso de clientes con mayor tolerancia al riesgo.**

**Brasil también se encuentra entre nuestras recomendaciones de inversión.** Nuestras estimaciones apuntan a una reactivación de la economía brasileña hasta registrar **un crecimiento de +2,5% en 2019 y +2,8% en 2020** (desde +1,1% en 2018).

Tras esta evolución se situará la **aceleración de la demanda interna** impulsada por la mejora del mercado laboral, la recuperación de los niveles de confianza del consumidor y una inflación contenida. En concreto, estimamos que la tasa de paro se mantendrá por debajo de 12% este año y se moverá hacia el entorno de 11,2% en 2020 mientras la inflación rondará el 4,0% objetivo del banco central. Con ello, el tipo director (la tasa Selic) se mantendrá en su nivel actual, 6,50% al menos hasta el segundo semestre de 2019.

*El crecimiento se acelerará gracias a la demanda doméstica y, especialmente, al proceso reformista emprendido por el ejecutivo...*

**Gráfico 1.11: Tasa de paro y Confianza del Consumidor.-**



Fuente: Bloomberg

Sin embargo, **la clave a futuro sigue siendo el proceso reformista emprendido por el nuevo ejecutivo.** Especialmente en lo referente al sistema de Seguridad Social y pensiones, donde se destinan más del 30% de los ingresos fiscales del país. Todo ello en un contexto en que el déficit primario del país se sitúa en -1,6% del PIB. Como venimos defendiendo, no anticipamos que el ejecutivo brasileño consiga aprobar una reforma profunda y radical del sistema de pensiones. No cuenta con la mayoría necesaria en las cámaras para implementar cambios que implican una modificación de algunos artículos de la Constitución. Estimamos, por tanto, una reforma parcial que conseguirá moderar el déficit de manera gradual y, con ello, respaldar la mejora de la economía. No sólo por la corrección de este desequilibrio, sino también por el efecto que las reformas estructurales tienen sobre los niveles de confianza empresarial y, en consecuencia, sobre los niveles de inversión al favorecer una mayor entrada de flujos inversores.

Los PMIs brasileños ya muestran esa **mejora en los niveles de confianza del país.** El PMI Compuesto se sitúa claramente por encima del nivel de expansión (50). En concreto, en febrero alcanzó 52,6 vs. 47,3 en septiembre de 2018.

Finalmente, **otro factor de apoyo a la economía brasileña vendrá de la mano del proteccionismo.** Un tono más constructivo en las negociaciones comerciales entre China y EE.UU. favorecerá al país puesto que éstos son sus dos mayores socios comerciales.

En cuanto a **Rusia**, mantenemos una visión cauta. El país seguirá ofreciendo **tasas de crecimiento inferiores al umbral de +2,0%** tanto este ejercicio como el próximo. En este escenario pensamos que los eventuales retornos no compensan los riesgos asumidos. Pese al repunte del precio del petróleo, la **incertidumbre respecto a nuevas sanciones** desde EE.UU. se traducirá en altos niveles de volatilidad. Dichas sanciones podrían aplicarse al sistema financiero y tecnológico del país, más allá de afectar a individuos concretos. Además, podrían implicar restricciones sobre el sector petrolero y gasístico e incluso afectar a la deuda soberana del país. Si esta situación se materializara las exportaciones sufrirían, se produciría una nueva salida de capitales del país y el rublo se debilitaría.

En resumen, nuestras únicas recomendaciones en el universo emergente se centran en Brasil e India mientras mantenemos una visión prudente respecto a China y Rusia.

*... este proceso corregirá importantes desequilibrios internos, pero también favorece la mejora de los niveles de confianza en el país.*

*Respecto a Rusia, los posibles retornos no compensan los riesgos. La incertidumbre sobre nuevas sanciones elevará la volatilidad.*

PERSPECTIVAS PARA LAS PRINCIPALES DIVISAS

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2019)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,13/1,20	El tono <i>dovish</i> o suave de la Fed y el aumento del Déficit fiscal en EE.UU juegan en contra de la apreciación del dólar aunque de forma limitada. El diferencial de tipos con el resto de economías desarrolladas es elevado, especialmente en relación a la UEM. EE.UU lidera el crecimiento entre las economías desarrolladas y las perspectivas de inflación se mantienen estables.	Lateral/Bajista 
Yen	124/130	Una política monetaria altamente acomodaticia con tipos de interés reales negativos hasta 2020 y la disminución de las incertidumbres globales contribuirán a frenar la apreciación del yen. El cruce euro/yen se apreció en 2018 +7% desde 135,28 hasta 125,83 en calidad de divisa refugio. En nuestra opinión, el JPY debería depreciarse, pero el ritmo será pausado.	Bajista 
Franco Suizo	1,15/1,20	No esperamos cambios en la política monetaria del SNB en un 2019 que debería presentar un cuadro macro algo más moderado que el de 2018. En los últimos seis meses el Franco se ha mantenido en un estrecho rango de 1,12/1,15 y creemos que las actuaciones del SNB unidas a la menor tendencia a utilizar el Franco como divisa refugio (en un entorno de mercados más favorable) deberían soportar nuestra visión de un Franco en un rango de 1,15/1,20.	Lateral 
Libra	0,85/0,90	La libra se ha mantenido en niveles considerablemente aceptables, aunque acumula una severa depreciación (-18%) desde jun.'16. En lo que llevamos de año y desde que se vislumbró que el <i>Brexit</i> ya no podía tener un desenlace destructivo, la libra se ha recuperado +5% hacia el entorno de 0,85/0,90. El escenario vuelve a ser más confuso y de creciente volatilidad para la esterlina. Por ello, mantenemos el mismo rango (0,85/0,90) para 2019 y 2020, al menos, hasta conocer el desenlace de la salida de Reino Unido de la UEM. Este contexto reduce la probabilidad de subidas de tipos en R.U. No pensamos que se produzcan hasta finales de 2020. Además, el Banco de Inglaterra ha advertido que la adaptación de la política monetaria al <i>Brexit</i> no será automática y podría ir en cualquier dirección.	Lateral 

## 2.- España y Portugal.-

### 2.1.- España: "Dependiente del desenlace político y del contexto europeo"

*En un entorno de estancamiento en la Eurozona, incertidumbre en cuanto al Brexit y tensión internacional derivada del comercio, la economía española se ha mantenido resiliente. Sin embargo, el avance será más moderado en los próximos trimestres, como es razonable en la fase del ciclo expansivo en la que nos encontramos inmersos. Debemos habituarnos a crecimientos económicos más próximos a +2% que a +3%.*

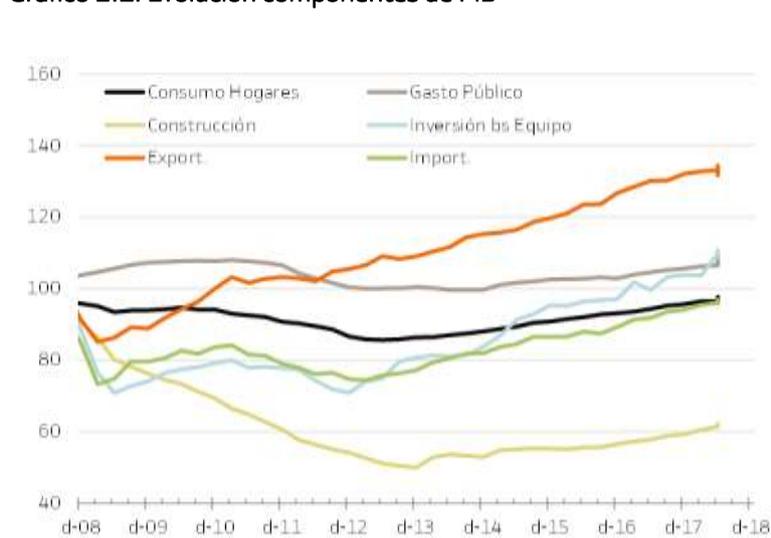
*Vemos probable que el crecimiento de PIB haya ya alcanzado su máxima expresión. Los próximos trimestres asistiremos a una pérdida de impulso progresiva que será de mayor o menor intensidad dependiendo del desenlace político y del ritmo de desaceleración económica global.-*

En 2018 la economía española creció con fuerza, por encima de los países de nuestro entorno. Sin embargo los principales indicadores económicos están mostrando síntomas de agotamiento y anticipan que el crecimiento de PIB va a ir desacelerando en los próximos trimestres. Dejamos así atrás la parte álgida del ciclo y nos aproximamos a crecimientos más cercanos a +2% que a +3%.

El PIB volvió a expandirse con fuerza: +2,5% en 2018, aunque lo hizo en menor medida que en 2017: +3%. Aunque el PIB se ha mostrado resiliente, no ha sido inmune a un entorno que no le ha favorecido. En el ámbito internacional ha destacado la desaceleración económica europea, con especial protagonismo de Alemania e Italia, dos de nuestros principales socios comerciales. Además el Brexit y la guerra comercial nos impactan directamente. En el ámbito doméstico, la incertidumbre política también ha afectado negativamente.

*La economía crece con fuerza y por encima de los países de su entorno.*

Gráfico 2.1. Evolución componentes de PIB



*Sin embargo, se aprecian síntomas de desaceleración.*

Fuente: INE y Análisis Bankinter

Una vez más la **Demanda Interna** explica el grueso del crecimiento registrado en 4T'18 (+2,7% vs +2,8% en 3T'18), pero fundamentalmente por el aumento del Gasto Público y la resiliencia del Consumo, en un contexto en el que la Construcción y la Inversión Empresarial desaceleraron. Gran parte de este menor crecimiento vino explicado por la débil evolución del Sector Exterior.

El **Consumo de los Hogares** mantuvo un buen comportamiento: +2,2% vs +2,1% del trimestre precedente. Sin embargo la **Inversión** se moderó hasta +4,8% vs +7,0% anterior y la **Construcción** hasta +4,8% vs +5,5% anterior. Por lo tanto, es una mala noticia porque la mejora de la Demanda Interna se explica por un mayor avance del **Gasto Público** (+3% desde +2,1%).

El **Sector Exterior** ha sido una de las partidas que ha impulsado el elevado crecimiento de la economía española en los últimos años. Sin embargo se aprecia una moderación, llegando incluso a tener una contribución negativa en términos de PIB. España no podía ser inmune a la desaceleración económica a nivel global, pero particularmente europea. Como referencia, el 73% de las exportaciones se dirigen a la Europa y los cinco primeros socios comerciales son europeos: Francia, Alemania, Italia, Portugal y Reino Unido. Como es razonable ha impactado negativamente el fuerte frenazo vivido por Alemania, la contracción italiana y la ruptura de lazos Reino Unido - Europa. Además, la tensión comercial derivada del conflicto EE.UU./China contribuyen también a la moderación del sector.

### *¿Qué ocurrirá con el PIB en los próximos trimestres?*

De cara a los próximos trimestres previsiblemente asistamos a una **moderación en términos de Consumo**. Por un lado, la pérdida de tracción del ciclo impacta directamente y lo hace además en términos de Confianza. Por otro, el **ahorro** se encuentra en mínimos históricos (5,2%) y se ha **perdido intensidad en la creación de empleo**, ambas referencias importantes para el Consumo. Además, considerando un horizonte temporal a largo plazo, es importante tener en cuenta el cambio en las dinámicas poblacionales: España se encuentra a la cabeza mundial en longevidad, estupenda noticia desde el ámbito social; sin embargo, se sitúa entre las peores posiciones en términos de natalidad. Esto da como resultado una población cada vez más envejecida, con fuertes implicaciones tanto económicas como sociales. Lo que de nuevo impacta en términos de consumo.

Estimamos una moderación en la **Inversión en Bienes de Equipo**. La cita con las urnas, no solo en España, sino también a nivel europeo, terminará posponiendo las decisiones de inversión de las principales corporaciones. A este hecho, se unirá la desaceleración económica a nivel global y las trabas al comercio. Este mismo patrón se repetirá en términos de **Construcción**. El mercado inmobiliario sigue presentando solidez, no obstante algunos indicadores comienzan a reflejar los primeros síntomas de agotamiento. La rentabilidad del alquiler se ha situado por debajo del 4% (nivel no visto desde 2013) y el esfuerzo para acceder a la compra de una vivienda se elevó en el 4T'18 +0,9%. En

*El Consumo mantuvo un buen comportamiento. Sin embargo, la Construcción y la Inversión en Bienes de equipo se moderaron.*

*El Gasto Público fue la partida que reflejó un mayor avance.*

*El Sector Exterior se ha visto afectado por varios factores, como la desaceleración económica a nivel global, el Brexit o la tensión comercial.*

términos de precios también se está produciendo una desaceleración. La variación anual en 4T'18 disminuyó seis décimas hasta +6,6%. Esta pérdida de impulso será parcialmente compensada por un incremento en términos de **Gasto Público**.

En cuanto al Sector Exterior, la tendencia es todavía incierta, pero existen algunos factores que podrían continuar impactando negativamente: Brexit (a Reino Unido se dirigen el 7,3% de nuestras exportaciones), la tensión proteccionista o la desaceleración de la economía europea. En este contexto, **mantenemos nuestra estimación de crecimiento de PIB en: +2,3% en 2019 y +2,1% en 2020.**

El **Turismo**, tras una temporada estival débil, está sorprendiendo positivamente. Como referencia, en enero el gasto total aumentó +3,6%, pero venía de meses fuertes: +4,6% en octubre, +5,3% en noviembre y +11,4% en diciembre. Estas cifras comparan con niveles incluso negativos en julio (-0,9%) y crecimientos exiguos en septiembre. De cara a los próximos trimestres estimamos que la contribución del turismo será positiva. No obstante, hay algunos aspectos que podría limitar su avance como es su dependencia del ciclo económico, el alza del petróleo o la menor presencia de turistas británicos en nuestro país, a consecuencia del Brexit.

Los **Precios** se mantienen en un nivel moderado: +1,1% en febrero vs +1% en enero y el IPC subyacente en +0,7%. Este reducido nivel de precios se explica, en parte, por el menor avance en el precio de la vivienda (+0,9% en enero vs +2,4% enero 2018). Por el contrario se produce un aumento en el transporte, por el encarecimiento de los lubricantes. La inflación en España se encuentra por debajo de la europea (+1,5% en febrero) lo que nos permite ganar competitividad vía precios. **Estimamos que la inflación cerrará el año en +1,4% y +1,6% en 2020**, dos décimas por debajo en ambos casos que nuestra estimación previa.

En **términos de empleo**, 2018 fue bastante fuerte, aunque se apreció una moderación en la creación de empleo. Esta tendencia estimamos que será la tónica dominante a lo largo de 2019. En los dos primeros meses del año las cifras publicadas han sido algo más débiles que las registradas en el mismo periodo del año anterior. Las Altas a la Seguridad Social ascendieron a +88.300 personas, nivel que compara con +136.000 personas en el mismo periodo del año anterior. En términos de parados también se aprecia una pérdida de impulso: el número de desempleados se ha elevado en lo que llevamos de año en +86.740 personas, cifra que compara con +57.470 del comienzo de 2018. La Tasa de Paro cerró 2018 en 14,45% vs 16,5% en 2017 y seguirá reduciéndose, pero a un menor ritmo. En este sentido, estimamos que **la Tasa de Paro cierre el año en 13,9% y 13,5% en 2020.**

Aunque es cierto que España durante los últimos años ha crecido con fuerza y ha recuperado los niveles previos a la crisis, en términos de empleo queda todavía mucho camino por recorrer. Esto quiere decir que hemos conseguido crear empleo y reducir el desempleo (3,3M, febrero 2019) en -1,7M de personas desde el nivel máximo alcanzado en 2013 (5,04M). Sin embargo, todavía se encuentra lejos de niveles previos a la

*El Turismo muestra síntomas de recuperación tras una temporada estival débil.*

*No hay ninguna presión inflacionista y continuamos ganando competitividad vía precios.*

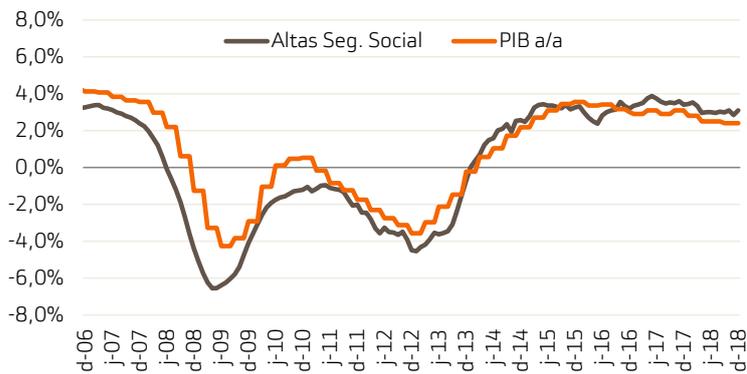
*En España se sigue creando empleo...*

*... aunque cada vez a menor ritmo.*

crisis (diciembre 2006, 2M). Pensamos que se seguirá creando empleo, aunque probablemente a un nivel más normalizado, acorde a la evolución del PIB, lo que es razonable por su elevada correlación. Además, la incertidumbre electoral y la pérdida de confianza por la ralentización económica a nivel global son factores que pueden afectar en las decisiones de contratación de las compañías.

*Y se moderará en los próximos trimestres por la pérdida de tracción económica.*

Gráfico 2.2. Crecimiento PIB y Empleo (% a/a).



*Varios riesgos que conviene monitorizar:*

Fuente: INE y Análisis Bankinter

En este contexto, identificamos los siguientes aspectos como sensibles de monitorizar en los próximos trimestres:

- (i) **Riesgo Político.**- Las próximas elecciones generales se celebrarán el 28 de abril. Y por supuesto las implicaciones que la política tiene sobre la economía no son en ningún caso despreciables. Es evidente que para mantener un buen ritmo de crecimiento e inversión extranjera es necesario contar con estabilidad política. Uno de los principales riesgos es que estas elecciones den como resultado un frágil equilibrio de pactos políticos, donde la falta de consenso sea el común denominador. Este hecho puede frenar la actividad económica nacional y también los flujos de capitales procedentes del exterior. Además, el desenlace electoral podría condicionar la evolución de la prima de riesgo.
- (ii) **Brexit "duro".**- Aunque a cierre de este informe no existe una fecha concreta en la que Reino Unido abandonará la Unión Europea, y previsiblemente se extenderá en el tiempo, lo que parece evidente es que el proceso tendrá consecuencias negativas para la economía. El propio Banco de España cifra el impacto en caso de Brexit duro en 0,8% del PIB en los próximos cinco años. Reino Unido es nuestro quinto socio comercial y es el primer país en procedencia de número de turistas extranjeros.

*Riesgo político*

*Brexit duro*

- (iii) **Déficit y Deuda Pública.**- A lo largo de los últimos años España ha hecho un importante esfuerzo en términos de reducción de endeudamiento, pero lo ha hecho desde el lado privado y no público. De hecho en los últimos diez años el endeudamiento público ha pasado del 36,2% del PIB al 98,4% en 2017. Este es uno de los puntos más frágiles de nuestra economía.

*O los elevados niveles de endeudamiento.*

A pesar de este aumento, las medidas introducidas por los distintos gobiernos no se han encaminado a una reducción del mismo. Consideramos vital que los futuros Presupuestos Generales del Estado se focalicen en la reducción del endeudamiento y en el control del déficit. Es cierto que en los últimos años hemos contado con la red de seguridad del Banco Central Europeo, pero cuando la institución proceda a elevar los tipos de interés, condiciones financieras menos favorables encarecerán el servicio de la deuda. Al tiempo que será más complicado acceder a los mercados de capitales.

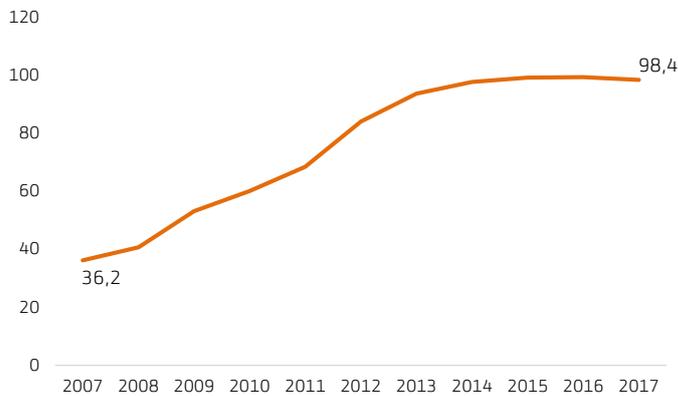
*La Deuda Pública española ha pasado de 36,2% sobre PIB en 2007 a 98,4% en 2017.*

En cuanto al déficit, el propio Banco de España, recientemente, ha decidido elevar su estimación de déficit hasta -2,5% del PIB, lo que implica una décima más de su previsión previa y compara con el objetivo de -1,3% fijado por Bruselas y con el -1,8% previsto por el Gobierno en caso de haber sacado adelante sus Presupuestos 2019, cosa que no ha llegado a suceder. Esta revisión por parte del BdE supone una desviación de unos 1.200M€, que se explica por la moderación en términos de crecimiento, pero también por las recientes medidas introducidas (la ampliación del subsidio de desempleo a mayores de 52 años, la extensión de los permisos de paternidad a 8 semanas y la subida del salario mínimo interprofesional (SMI)). El BdE recomienda que el Gobierno resultante de las próximas elecciones de abril sitúe su objetivo de déficit 2021 en -1,8%.

*La percepción que se tiene de España no cambiará si no conseguimos reducir los niveles de deuda y déficit.*

En nuestra opinión, la percepción que se tiene de España desde el exterior (agencias de *rating*, CE, BCE, etc.) no cambiará sustancialmente mientras no consigan reducirse tanto la deuda como el déficit y éste se sitúe en el entorno de -2%. En coherencia, el pasado 22 de marzo S&P decidió mantener la calificación crediticia en A- con perspectiva positiva, al considerar que las próximas elecciones generales podrían aportar cierta inestabilidad en el contexto político. No obstante, expone que podría hacer una revisión alza en los próximos 12 meses si, entre otras cosas, se llevan a cabo los ajustes presupuestarios esperados y se reduce la deuda externa.

Gráfico 2. 3. Evolución endeudamiento % del PIB



Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter

*Nuestra opinión a futuro es más cauta por un entorno internacional menos benigno y por el riesgo de un hipotético escenario de inestabilidad política en España por las elecciones.*

En **conclusión**, España ha mantenido un generoso ritmo de crecimiento y ha conseguido un mayor avance que las principales economías desarrolladas. Sin embargo, de cara a los próximos trimestres, nuestra visión es más cauta por un entorno internacional menos benigno: desaceleración económica europea y de algunos países de nuestro entorno, como Italia o Alemania, el Brexit y el proteccionismo. En el ámbito doméstico, el principal temor es un hipotético escenario de inestabilidad política, donde el desenlace de las elecciones generales sea un gobierno creado con frágiles acuerdos que imposibiliten la introducción de reformas de calado y no sitúen a España en la senda del control del déficit y de la deuda pública.

PERSPECTIVA SOBRE ESPAÑA

ESCENARIO CENTRAL

Factores directores

La tendencia de crecimiento se moderará en los próximos trimestres. Desaceleración europea, Brexit y riesgo electoral son los principales riesgos.

Consecuencias prácticas

El PIB está comenzando a reflejar síntomas de desaceleración, con algunos indicadores relativos a Construcción, Inversión y Sector Exterior.

Reacción del mercado

La pérdida de tracción y el riesgo electoral pueden provocar que el Ibex-35 tenga un comportamiento peor que otros índices. Asimismo, no es inmune a los riesgos internacionales (desaceleración europea, Brexit, etc.).

Estrategia recomendada

Oportunidades en renta variable pero selectivamente. Reducido recorrido en renta fija.

TABLA DE PREVISIONES MACRO (\*):

España, cifras clave (trimestrales)	2018e					2019e					2020e
	Central	1T19e	2T19e	3T19e	4T19e	Central	1T20e	2T20e	3T20e	4T20e	Central
Inversión empresarial	6,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,3%	2,5%	2,7%	3,0%	2,6%
Construcción	5,0%	4,0%	3,8%	3,6%	3,6%	3,0%	3,5%	3,3%	3,3%	3,0%	3,3%
Demanda interna	3,0%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,5%	2,3%	2,1%	2,0%	1,8%	2,1%
Aportación sector exterior	-0,5%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Déficit Público/PIB	-2,8%					-2,5%					-1,9%
Deuda/PIB	97,4%					97,2%					95,6%
Tasa de paro (EPA)	14,5%	14,6%	14,3%	14,0%	13,9%	13,9%	13,7%	13,8%	13,6%	13,5%	13,5%
IPC	1,2%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%

Fuente: INE, Bde, Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

(\* En el Anexo I de este informe se ofrece un desglose trimestral de estas proyecciones.

## 2.2.- Portugal: "Cuando el mundo estornuda Portugal se constipa. La recuperación de la inversión y el consumo privado contrarrestan la caída de las exportaciones."

La economía portuguesa continúa mostrando un fuerte dinamismo y destacando positivamente sobre otras economías europeas. Si no hubiera tenido lugar el debilitamiento de las exportaciones en noviembre, la economía portuguesa habría vuelto a crecer a un ritmo casi récord durante el cuarto trimestre de 2018. La Demanda Interna permanece sólida, con una expansión de +3,2% durante los tres primeros meses de 2019. Pero ahora Portugal enfrenta el que es probablemente su mayor reto: la sostenibilidad del Sector Exterior. Esto es así porque Portugal mantiene una elevada dependencia de la actividad económica global, dado que sus exportaciones representan prácticamente el 50% del PIB. Por eso inevitablemente la desaceleración global previsiblemente afectará negativamente al PIB portugués durante los próximos 2 años, y eso hace inevitable que revisemos algo a la baja nuestras estimaciones. Sin embargo, nuestras perspectivas sobre la Demanda Interna no sólo no se deterioran, sino que mejoran. En ese contexto, y gracias a la ausencia de "ruido político", la prima de riesgo portuguesa debería salir beneficiada, hasta el punto de que en absoluto descartamos que pueda batir a la española durante los próximos meses.

La economía portuguesa continúa ofreciendo un fuerte empuje, en particular en el frente de la Demanda Interna. Durante el cuarto trimestre de 2018, al contrario de lo esperado, mejoró ligeramente hasta expandirse a un ritmo de +3,2%. A pesar de ello, el PIB resultó severamente castigado en su conjunto por el debilitamiento del Sector Exterior (aportación negativa de -1,6 p.p.) debido a que las exportaciones de bienes registraron por primera vez desde 2012 una variación trimestral negativa (-1,0%). Por eso, el PIB en su conjunto apenas creció +1,7% durante el último trimestre del año pasado. Este fue su ritmo más bajo desde el segundo trimestre de 2016, reduciéndose el crecimiento del conjunto del año 2018 hasta +2,1%. El único aspecto positivo de esto es que se cumplieron con precisión casi matemática nuestras estimaciones.

*El PIB 4T 2018 fue severamente castigado por el Sector Exterior, ya que las Exportaciones de bienes retrocedieron -1,0%.*

**Gráfico 2.2.1 – Contribución de las principales componentes del PIB.**



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

¿A qué se debe este debilitamiento tan brusco de las exportaciones a finales de 2018? Básicamente a las exportaciones de automóviles, que retrocedieron -29% como consecuencia de la huelga de estibadores del Puerto de Setúbal. Debido a esto, las exportaciones portuguesas retrocedieron -8,7% en noviembre 2018, tomado aisladamente.

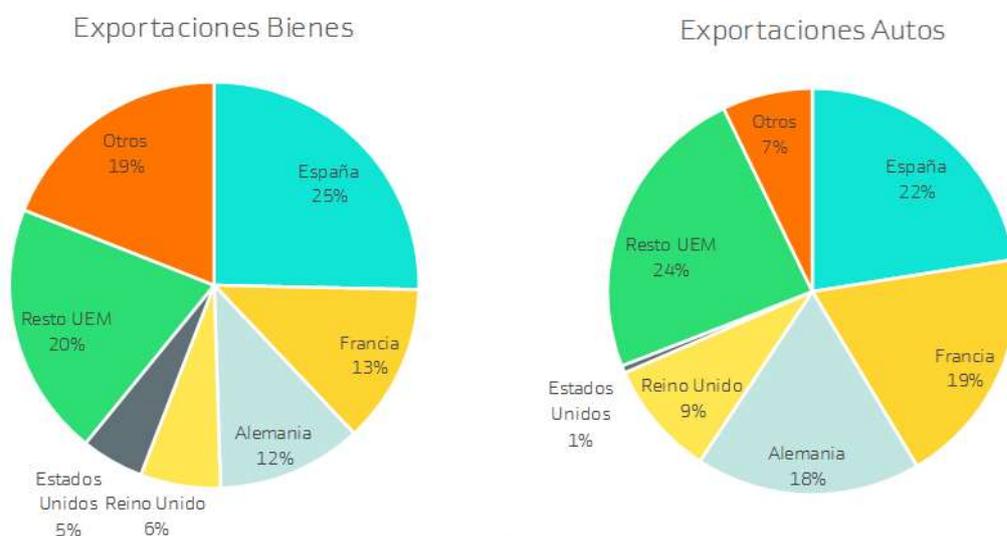
Afortunadamente, esta situación ha quedado normalizada a lo largo del primer trimestre de 2019 al recuperarse parcialmente las exportaciones que fueron bloqueadas entre noviembre y diciembre del año pasado. En este sentido, la interpretación positiva es que podría aportar algún efecto ligeramente favorable los primeros meses de este año.

En adelante, y excluyendo efectos extraordinarios, estimamos un deterioro continuado del Sector Exterior, que podría ser algo superior en intensidad a lo que habíamos previsto, teniendo en cuenta la pérdida de tracción del ciclo global y en particular, con más intensidad, en la Eurozona.

La ralentización de la actividad de los principales socios comerciales de Portugal probablemente continuará penalizando las exportaciones durante todo 2019. En paralelo, el aún fuerte dinamismo tanto del Consumo Privado como de la Inversión Empresarial darán como resultado un aumento de las Importaciones. La combinación de ambas tendencias (Exportaciones algo más débiles e Importaciones algo más fuertes) terminará impactando negativamente sobre el PIB este año.

*Las exportaciones se han visto recientemente afectadas por la huelga del Puerto de Setúbal, pero es algo transitorio.*

Gráfico 2.2.2 – Exportaciones de bienes por país (%). -



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Un aspecto interesante a tener en cuenta en sentido positivo es que, al contrario que otras economías europeas, la economía portuguesa no debería recibir un impacto relevante derivado de las tensiones comerciales globales. Esto es así porque uno de los sectores de actividad más afectados a nivel global por las tensiones comerciales es el automóvil, pero sucede que las exportaciones portuguesas de

*La exposición de la industria portuguesa del automóvil al mercado americano es muy baja, de manera que el proteccionismo comercial no le afectará prácticamente nada.*

automóviles a EE.UU. apenas suponen el 1% del total de exportaciones de automóviles de Portugal. Probablemente el impacto pasará desapercibido. En una línea similar, en caso de que las tensiones comerciales escalasen y terminasen afectando a otros sectores de actividad, el porcentaje de las exportaciones portuguesas que tienen como destino EE. UU. es apenas el 5%.

Ante el debilitamiento esperado – y ya parcialmente materializado – de la Demanda Externa, es fundamental que la Demanda Interna preserve su actual dinamismo, de forma que contrarreste dicho impacto. El Consumo Privado representa, aproximadamente, dos tercios del PIB portugués, por lo que se convierte en la herramienta fundamental para la sostenibilidad del crecimiento futuro del PIB. Éste mantendrá un ritmo de expansión suficientemente atractivo en 2019, que revisamos al alza desde +1,8% hasta +2,2% en base, sobre todo, a la excelente evolución del empleo, que ha sorprendido ininterrumpida y positivamente durante los últimos meses. En 2018 la economía portuguesa creó 94.000 puestos de trabajo y eso permitió reducir la tasa de paro hasta el 6,6% en diciembre, tasa que contrasta muy positivamente con el 17,5% de 2012. La escasez de mano de obra en algunos sectores clave, debido al bajo nivel de desempleo, junto a la mayor presión ejercida por los sindicatos, hacen inevitable que aparezcan, antes o después, presiones salariales. Es decir, más que por una continuada reducción de la tasa de paro durante los próximos trimestres, creemos que será la mejora de los salarios el factor determinante para el PIB porque debería proporcionar un sólido soporte al Consumo Privado. Desde una perspectiva histórica, la propensión al consumo en Portugal mantiene una relación exponencialmente directa con la renta disponible y eso permite pensar que las mejoras salariales, aunque vengan algo forzadas desde el frente político, aportarán un cierto apoyo expansivo.

Por cuanto se refiere a la Inversión Empresarial, estimamos que aumentará en torno a +3% en 2019. La construcción, que aporta aproximadamente el 50% de la misma, será la principal responsable de esta mejora porque coincidirá una fase de mayor dinamismo en la reforma de activos residenciales, con la escasez de oferta residencial y con algunos concursos de obra pública relevantes, como la construcción del nuevo aeropuerto de Lisboa y sus infraestructuras adyacentes.

Consideramos que es fundamental potenciar la inversión en activos no residenciales, de manera que se reduzca el elevado peso que éstos tienen sobre el stock de capital de la economía y, así, mejore indirectamente la productividad. Creemos que durante los próximos dos años las empresas invertirán proporcionalmente más en ampliación de capacidad, lo que favorecerá este proceso. En paralelo esto favorecerá la actividad del sistema financiero, cuya base es mucho más sólida que hace apenas dos años, al menos desde un punto de vista general. Es precisamente este redireccionamiento parcial de la inversión hacia sectores más productivos lo que permitirá que la economía mantenga una expansión sostenible en el largo plazo y menos vulnerable a los impactos exteriores.

Sin embargo, como consecuencia de factores exógenos que afectan al conjunto de la economía europea, resulta inevitable revisar a la baja nuestra estimación para el PIB portugués desde +2,0% hasta +1,8% para este año, y desde +1,9% hasta +1,7% para 2020. Aún así, a pesar de ello, nuestras estimaciones continúan encontrándose entre las más optimistas del mercado.

*La inversión debería dirigirse a los sectores más productivos, lo que permitiría garantizar el crecimiento económico futuro.*

*Revisamos a la baja nuestras estimaciones para el PIB 2019/20 debido a la desaceleración de la Eurozona.*

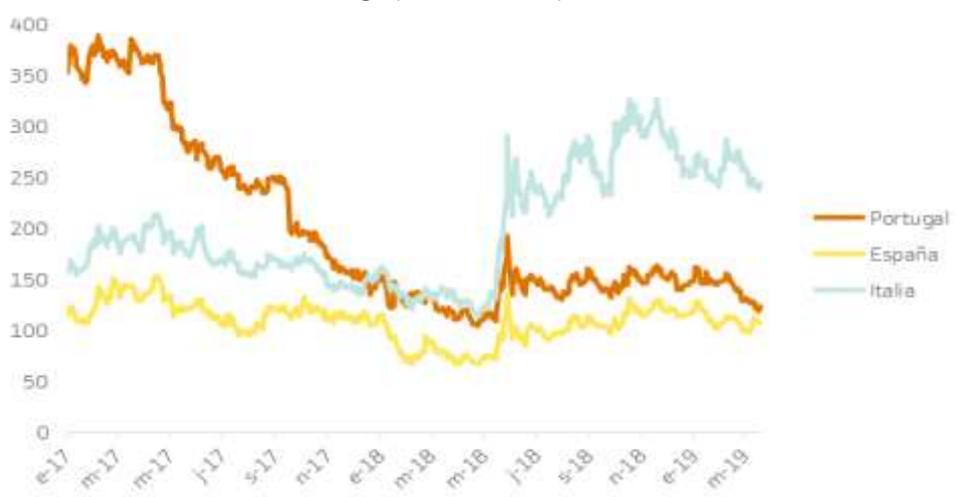
Finalmente, queremos destacar la excelente evolución de los bonos portugueses, cuya rentabilidad en el caso de la referencia a 10 años, marcó en marzo un mínimo histórico en aproximadamente 1,30%. Aunque es cierto que la reducción de las TIR de los bonos de referencia europeos (sobre todo del Bund) ha ayudado, gran parte de este movimiento responde a la mejora de confianza de los inversores internacionales con respecto a la economía portuguesa y eso viene reflejándose en una reducción significativa de la prima de riesgo, que se ha estrechado desde casi 400 p.b. a principios de 2017 hasta apenas 120 p.b. Este nivel que se acerca ya mucho a los 110 p.b. de España y que mejora apreciablemente los 240 p.b. de Italia.

Creemos que esta tendencia al estrechamiento de la prima de riesgo de Portugal se mantendrá durante todo el segundo trimestre de 2019, hasta el punto de que el diferencial portugués con respecto al Bund alemán podría terminar siendo inferior al español, en base a las siguientes razones:

- (i) Fortaleza de la Demanda Interna, lo que proporciona una gran resiliencia a la actividad económica.
- (ii) Estabilidad política frente a la incertidumbre que inevitablemente deriva de las elecciones anticipadas que tendrán lugar en España a finales de abril y frente a la incógnita que supone el Brexit.
- (iii) Continua búsqueda de la rentabilidad positiva entre los bonos soberanos europeos, volviéndose más atractiva la deuda portuguesa a partir del momento en que el bono a 10 años alemán se situó en rentabilidad negativa (finales de marzo).

*La prima de riesgo portuguesa continuará estrechándose a lo largo del 2T, tal vez hasta el punto de batir a la española.*

Gráfico 2.2.3 – Primas de riesgo periferia europea.-



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

En definitiva, Portugal enfrenta ahora el principal reto para su economía y que deriva de su Sector Exterior: *cuando el mundo estornuda, Portugal se constipa*. Con un peso de las Exportaciones próximo al 50% de su PIB, su dependencia de lo que le suceda al ciclo global es enorme. Por eso, debido al deterioro de la coyuntura externa revisamos a la baja nuestras estimaciones de crecimiento para 2019/20. Sin embargo, la Demanda Interna permanecerá muy sólida, de manera que nuestras estimaciones al respecto no solo no se deterioran, sino que mejoran.

*Portugal empieza sufrir las consecuencias de ser una "pequeña economía muy abierta al exterior": cuando el mundo estornuda, Portugal se constipa.*



**TABLA DE PREVISIONES MACRO (\*):**

Portugal, cifras clave	2017r	2018r	Pesimista	2019e Central	Optimista	Pesimista	2020e Central	Optimista
PIB	2.7%	2.1%	1.0%	1.8%	3.1%	0.7%	1.7%	2.6%
Consumo Hogares	2.3%	2.5%	1.5%	2.2%	2.5%	1.2%	1.8%	2.2%
Gasto Público	0.0%	0.8%	0.5%	1.0%	1.4%	0.5%	1.0%	1.2%
Inversión	8.4%	5.6%	2.5%	2.9%	5.5%	1.8%	2.4%	4.0%
Demanda Interna	2.8%	2.8%	1.5%	2.1%	2.8%	1.2%	1.8%	2.3%
Aport. Sector Exterior	-0.4%	-0.3%	-0.5%	0.0%	0.3%	-0.5%	-0.1%	0.3%
Déficit Público/PIB	1.1%	-0.4%	-0.6%	-0.2%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.4%
Deuda/PIB	126%	122%	122%	120%	118%	120%	118%	116%
Bono 10 años (TIR, Dic)	1.9%	1.7%	2.0%	1.4%	1.0%	2.6%	1.8%	1.3%
Tasa de Paro	8.1%	6.6%	6.9%	6.6%	6.3%	7.0%	6.5%	6.0%
IPC	1.5%	0.7%	0.8%	1.3%	1.6%	0.8%	1.4%	2.0%

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

(\* En la página 6 de este informe se ofrece un desglose trimestral de estas proyecciones.

### 3.- Ideas de inversión: asignación de activos

*Período de recuperación en las Bolsas tras el fuerte "sell off" del 4T18 y nuevos recortes en las rentabilidades de los bonos. Los fundamentales de la economía siguen marcados por la pérdida de impulso del crecimiento económico global (en particular en el último trimestre en el entorno europeo) que en ausencia de presiones inflacionistas, ha recibido nuevos apoyos de las políticas más "dovish" de los Bancos Centrales (tanto FED como el BCE).*

*Adicionalmente, consideramos que las valoraciones se verán soportadas por la estabilización de las expectativas de crecimiento que comenzamos a percibir en algunos indicadores adelantados de actividad. Sin embargo, el catalizador necesario reside en la resolución de las principales incertidumbres (fundamentalmente comerciales y Brexit), que siguen abiertas aunque en nuestro escenario central consideramos un desenlace no destructivo.*

*Por tipos de activos, seguimos prefiriendo la Renta Variable, donde mantenemos las exposiciones recomendadas para los distintos niveles de riesgo. Siendo EE.UU. nuestra área geográfica preferida, Neutral en Europa, mientras que en Japón revisamos nuestra recomendación de Neutral a Vender. Por el lado de Renta Fija, seguimos recomendando crear una cartera de bonos de EE.UU. a niveles de TIRes en torno al 2,5% (inferior al 3% anterior, ante el contexto de menor crecimiento, inflación y el tono más expansivo de la política monetaria). Elevamos la recomendación a Neutral (desde Vender) en Bonos corporativos americanos y europeos. Finalmente, seguimos Neutrales hacia activos Inmobiliarios.*

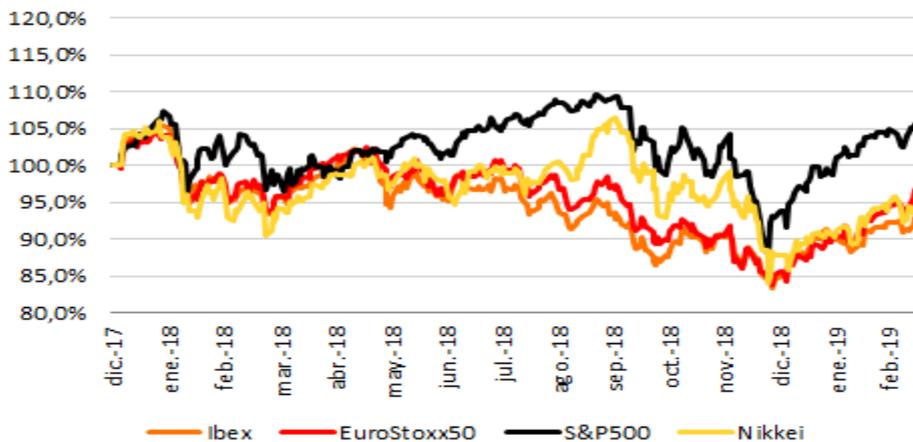
El comportamiento de los mercados durante estos primeros meses de 2019 ha estado **marcado por las recuperaciones en las bolsas** tras el fuerte *sell off* de finales del 2018 y los **nuevos recortes en las rentabilidades de los bonos**. Los principales motores de la recuperación los encontramos en:

- (i) el cambio de mensaje de la Fed hacia un tono mucho más *dovish*, que ponía una pausa tras las cuatro subidas llevadas a cabo en 2018;
- (ii) la extensión de la guía de tipos bajos del BCE hasta al menos finales del 2019, junto a la introducción de **nuevas medidas** como los TLTROs;
- (iii) la evolución de las reuniones comerciales entre EE.UU. y China, que aunque continúan abiertas, han generado la percepción del interés de avanzar por ambas partes; y
- (iv) un entorno más equilibrado en los mercados emergentes.

Las principales bolsas subieron (hasta 19 de marzo) en torno al 10%, destacando positivamente el Shenzhen Chino (+27%), el Nasdaq (+16%) y el Bovespa brasileño (+13% que fue una de las pocas bolsas en positivo en el 4T18). En Europa (EuroStoxx50 +13,6%), la recuperación se dejó sentir más en Italia (FTSEMIB +17%, tras los descensos desde el 2T18) y Francia (CAC40 +4,7%). El Ibex35 (+11,2%) recuperó las caídas del 4T18 y FTSE100 se veía lastrado por la incertidumbre del Brexit (+7,3%). En los mercados de Bonos, el T-Note americano bajaba más de 20pb al 2,61%, mientras que en Europa el Bund alemán retrocedía a niveles inferiores al 0,10% (de hecho, al cierre de este informe ya ha entrado en el terreno negativo, no visto desde 2016), mientras que los diferenciales bajaban en todos los periféricos.

*1T19: Un entorno de recuperación ante fundamentalmente: (1) la extensión y/o ampliación de las Políticas Monetarias expansivas y (2) mejor tono en las negociaciones comerciales.*

Cuadro 3.1: Evolución de las principales bolsas en 2018-2019



Nota: Hasta el 19/03/2019

Fuente: Bloomberg, con elaboración propia.

Consideramos que seguimos en una fase de ralentización del crecimiento económico global (crecimiento global +3,5% esperado para 2019 vs +3,7% en 2018, según FMI), con más estímulos monetarios y sin presiones inflacionistas. Los mercados laborales se mantienen fuertes, lo que permite que el Consumo y, por tanto, la Demanda Interna se mantengan como principales motores del crecimiento.

La continuidad en la recuperación de los mercados se encuentra con el obstáculo de la ausencia de catalizadores adicionales, en un entorno de bancos centrales ya *muy dovish* (aunque "dependientes de los datos") y TIRes muy bajas (en Europa el Bund ha vuelto a niveles negativos no vistos desde 2016).

Consideramos que los niveles de valoración se verán soportados por las expectativas de estabilización en las revisiones de crecimiento, particularmente en Europa (que ha sufrido fuertes revisiones en Alemania y la entrada en recesión de Italia). Algunos indicadores de confianza más recientes de la UEM (como el ZEW de expectativas o IFO alemán) apuntan en este sentido. Sin embargo, a futuro el catalizador necesario es la resolución final de las principales incertidumbres, con el consiguiente impacto positivo adicional en primas de riesgo y mejora de la visibilidad sobre el comercio internacional, por tanto sobre el crecimiento.

En este sentido, nuestro escenario central contempla un desenlace no destructivo de las principales incertidumbres (como el Brexit o las negociaciones comerciales entre EE.UU. y China), que de forma efectiva siguen abiertas. Por otra parte, este trimestre en particular Europa tiene por delante varios procesos electorales (en abril elecciones generales en España, mientras en mayo al Parlamento Europeo y casi todas las CC.AA. en España).

*Economía global en fase de ralentización, con más estímulos monetarios.*

*Sigue el apoyo de las Demandas Internas.*

*Continuidad en la recuperación a la espera de nuevos catalizadores.*

*La estabilización en las revisiones de crecimiento soporta de las valoraciones.*

*¿Catalizadores adicionales?...*

*La resolución de las incertidumbres...*

*... nuestro escenario central contempla un desenlace no destructivo de las principales incertidumbres*

En este escenario **mantenemos nuestras exposiciones a renta variable**, que recordamos ya fuimos ajustando a finales de 2018 (con un -5% lineal en todos los perfiles) de cara un entorno de ralentización de ciclo. En la tabla inferior mostramos los niveles de exposición recomendados por cada perfil de riesgo del inversor.

*Mantenemos exposiciones.*

**Cuadro 3.2: Niveles de exposición recomendados según perfil de riesgo.-**

INVERSOR LOCAL (Zona Euro): Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.				
Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
70%	55%	40%	20%	10%
INVERSOR GLOBAL: Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.				
Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
70%	55%	40%	20%	10%

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

Fuente: Análisis Bankinter.

Por tipos de activos, en Renta Variable **mantenemos EE.UU. como primera opción de inversión**. En Europa seguimos Neutrales, si bien, *bajamos la recomendación a Vender en Japón*, ante la elevada revisión de estimaciones de consenso de beneficios y las menores expectativas de crecimiento. **En emergentes, sólo para perfiles dinámico/agresivos**, mantenemos la recomendación de compra selectiva con preferencia hacia **Brasil**. **Seguido de India** donde seríamos algo más cautos hasta las elecciones (entre 11 de abril al 23 de mayo).

*EE.UU. sigue siendo nuestra primera opción de inversión en Renta Variable y Renta Fija.*

En el lado de la Renta fija, mantenemos la recomendación de crear una cartera de **bonos estadounidenses** en niveles de TIRes en torno al +2,5% (rebajamos los niveles de TIRes, frente al 3% que recomendábamos anteriormente, en un contexto de ciclo de menor crecimiento, menor inflación y políticas monetarias más expansivas). **Elevamos a Neutral** (desde Vender) la recomendación **en Bonos Soberanos Europeos**, al considerar que se mantendrán soportados, ante el retraso en las expectativas de subidas de tipos del BCE (que estimamos al menos hacia finales de 2020). En este mismo sentido, **elevamos a Neutral los Bonos Corporativos** tanto europeos como americanos, ya que el entorno actual favorece el desapalancamiento de las compañías y consideramos que el riesgo de deterioro de los *spreads* de crédito es limitado. Por otra parte, en Europa ya debe estar descontado el efecto del final del programa de compras del BCE. En cualquier caso, tampoco esperamos catalizadores para mejoras adicionales en esta clase activo.

Finalmente, a pesar de que la política más expansiva ha dado soporte a los **activos inmobiliarios**, seguiríamos siendo **Neutrales** tras la evolución de los precios.

## VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

Realizamos la valoración de los distintos índices a través del método *Top Down* de un **PER Objetivo**. En el caso del Ibex 35, adicionalmente realizamos también el enfoque *Bottom Up* basado en los precios objetivos estimados por Análisis Bankinter. Las valoraciones se basan en BpAs esperados para 2019E.

Aplicamos tres escenarios para nuestras valoraciones: **el central, el favorable y el desfavorable**. Las principales diferencias entre ellos son: (i) el nivel de BPA empleado (aplicamos un -5% en el escenario central, sin ajustes al BPA esperado en el escenario favorable y -10% en el escenario desfavorable) y (ii) los tipos para el bono a 10 años que asumimos. Empleamos los tipos de mercado (media de diez sesiones) en el escenario central para todos los índices y los ajustamos en -50 p.b./+50 p.b. en los escenarios favorable y desfavorable en el caso del Ibex 35 y el S&P 500, en -25 p.b./+25 p.b. en el Eurostoxx 50 y -15p.b./+15 p.b el Nikkei.

Adicionalmente, en el caso de la valoración *Bottom Up* para el Ibex35 hemos decidido aplicar **también tres escenarios**: un recorte del -5% sobre la valoración obtenida en el caso del escenario central, sin recorte en el favorable y -10% en el escenario desfavorable.

Nuestras valoraciones apuntan una **mayor potencial en el caso del S&P500** vs EuroStoxx50 e Ibex35 y menor para el Nikkei. En términos generales **se han visto revisadas al alza** (excepto en el caso del Nikkei) ya que el crecimiento y la rentabilidad a medio plazo siguen siendo sólidas, unido a la actitud más *dovish* de los bancos centrales.

En cualquier caso, consideramos que **en general son conservadoras** ya que aplicamos un descuento del 5% a los BpAs esperados en el escenario central, lo que supone que ya estamos incorporando en la posibilidad de nuevas revisiones a la baja de estimaciones de beneficios derivadas de la ralentización de ciclo. Asimismo, consideramos los RoEs mínimos de los últimos años. En caso de una resolución definitiva de las principales incertidumbres internacionales (sobre todo la situación comercial y el Brexit) consideramos que las valoraciones tenderían al escenario favorable. [Ver resumen de los escenarios en Tabla 3.4.].

### IBEX 35

Revisamos al alza nuestro precio objetivo hasta 9.815 desde 9.181 puntos estimado en diciembre. Este ajuste debe fundamentalmente a: (i) al descenso del bono (al 1,14% -32pb) y de la prima de riesgo aplicada al 6,3% (desde 7,20%) ante la menor probabilidad de los escenarios más negativos y **expectativas de estabilización en las revisiones de crecimiento**; (ii) un nuevo recorte en las estimaciones de consenso para el BPA 2019 (-3,8% hasta 779,1€), (iii) **en el bottom up aplicamos los tres escenarios** que comentábamos anteriormente.

Esta valoración implica un potencial en el escenario central de +3,4% y un PER implícito de 13,3x por lo que mantenemos nuestra recomendación en Neutral. La rentabilidad por dividendo del índice se sitúa en un 4,12%.

*Empleamos el PER Objetivo para las valoraciones y en el Ibex 35 también un enfoque Bottom up.*

*Y tres escenarios para cada Valoración.*

*Valoración de 9.815 puntos, en el escenario central.  
Revisado al alza 6,9%*

*Neutral*

### EUROSTOXX 50

Igualmente revisamos al alza nuestra valoración a 3.634 puntos (desde 3.343 puntos a diciembre). Esta revisión contempla: (i) la revisión a la baja del BPA 2019E de consenso (-4,5% hasta 250); y (ii) un descenso de la rentabilidad de los bonos europeos (-23pb) y de la prima de riesgo al 6,1% (desde 6,5%), ya que como comentábamos algunos indicadores adelantados recientes apuntan a una estabilización de las cifras macro. Cabe recordar que tanto en el caso del Ibex35 como en Europa, se celebran procesos electorales en este trimestre. En conjunto, mantenemos la recomendación en Neutral (que rebajamos en septiembre de 2018) con un escenario central que muestra un potencial del +6,6% y PER implícito de 15,3x.

*Valoración 3.634 puntos, escenario central.  
Revisado al alza 8,7%*

*Neutral*

### S&P 500

Nuestra valoración en el escenario central apunta a 3.249 puntos (desde 3.052 puntos), lo que supone una revisión al alza del 6,5%. A pesar de que en 2019 se han revisado a la baja los BPAs estimados, por primera vez en los últimos trimestres (-6,7% en BPA 2019 hasta 166,3puntos), el crecimiento de beneficios sigue siendo sólido. En 2018E el crecimiento de BPA fue del +23,2% (con el impacto fiscal positivo), el consenso para 2019E apunta a +9,7% y superior al 11% para 2020E, además el RoE del mercado americano en los últimos ejercicios ha sido superior al de sus comparables. La actitud más *dovish* de la Fed condujo a un descenso del T-Note bajó en 25pb al 2,63%. En el caso de la economía americana, las negociaciones comerciales con China siguen constituyendo el principal foco de incertidumbre. En resumen, nuestra valoración en el escenario central supone todavía un potencial del 14,7% y un PER implícito de 20,6x. Consecuentemente, sigue siendo nuestra principal alternativa.

*Valoración 3.249 punto, en el escenario central.  
Revisado al alza 6,5%.*

*Comprar*

### NIKKEI

Al contrario que en el resto de índices, la valoración se ha visto revisada a la baja un 7%, en el escenario central hasta 21.862 puntos (vs. 23.510 anterior). El principal motivo de este ajuste ha sido una revisión a la baja del consenso del BPA 2019E del 12%, que no ha sido compensado por el descenso de la prima de riesgo. Además, cabe recordar que este año está prevista una subida del IVA para octubre de 2019. En conclusión, revisamos nuestra recomendación a Vender ya que el potencial a nuestro escenario central es del 1,4% (rentabilidad por dividendo del 2%). El PER implícito en este escenario se situaría en 16,8x.

*Valoración 21.862 puntos en el escenario central.*

*Revisado a la baja un -7%.*

*Vender (revisado desde Neutral)*

**Cuadro 3.3: Tabla resumen de valoraciones bolsas**

	Valoración Escenario Central	
	Valoración	Rentabilidad por dividendo
<b>IBEX-35</b>	<b>9.815</b>	<b>4,12%</b>
Potencial	3,4%	
<b>EUROSTOXX-50</b>	<b>3.634</b>	<b>3,53%</b>
Potencial	6,6%	
<b>S&amp;P 500</b>	<b>3.249</b>	<b>1,94%</b>
Potencial	14,7%	
<b>NIKKEI</b>	<b>21.862</b>	<b>2,06%</b>
Potencial	1,4%	

Notas: Cálculos con cierre 19 de marzo de 2019  
Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

Cuadro 3.4: Tabla extendida de valoraciones para bolsas en 2019.-

<b>IBEX-35</b>			
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	0,64%	1,14%	1,64%
2.- Incremento (a/a) BPA:	13,0%	7,3%	1,7%
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
Precio Objetivo (1)	10.797	9.815	8.943
Precio Objetivo Anterior (2)		9.181	
Cotización 19/03/2019	9.492		
Potencial (%)	13,7%	3,4%	-5,8%
PER Implícito	13,9x	13,3x	12,8x
<b>EUROSTOXX-50</b>			
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A (3)	0,24%	0,49%	0,74%
2.- Incremento (a/a) BPA:	22,1%	15,9%	9,8%
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
Precio Objetivo (1)	4.004	3.634	3.296
Precio Objetivo Anterior (2)		3.343	
Cotización 19/03/2019	3.409		
Potencial (%)	17,5%	6,6%	-3,3%
PER Implícito	16,0x	15,3x	14,6x
<b>S&amp;P 500</b>			
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	2,13%	2,63%	3,13%
2.- Incremento (a/a) BPA:	9,7%	4,3%	-1,2%
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
Precio Objetivo (1)	3.884	3.249	2.749
Precio Objetivo Anterior (2)		3.050	
Cotización 19/03/2019	2.833		
Potencial (%)	37,1%	14,7%	-3,0%
PER Implícito	23,4x	20,6x	18,4x
<b>NIKKEI</b>			
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	-0,19%	-0,04%	0,11%
2.- Incremento (a/a) BPA:	1,3%	-3,8%	-8,8%
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
Precio Objetivo (1)	23.674	21.862	20.148
Precio Objetivo Anterior (2)		23.510	
Cotización 19/03/2019	21.567		
Potencial (%)	9,8%	1,4%	-6,6%
PER Implícito	17,3x	16,8x	16,3x

Notas:

(1) Cálculos con cierre 19 de marzo de 2019. Precio objetivo según método PER Objetivo. En Ibex media entre Bottom Up / PER Objetivo

(2) Cálculos a 18 de diciembre de 2018.

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

Cuadro 3.5: Variaciones beneficios empresariales y PER entre 2012/2019.-

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e
<b>IBEX-35</b>									
Var. BPA	-46,2%	58,5%	-8,9%	-12,9%	12,4%	27,3%	1,3%	13,0%	7,5%
PER	20,1x	14,5x	19,1x	22,4x	16,3x	15,1x	13,9x	12,2x	11,3x
<b>EUROSTOXX-50</b>									
Var. BPA	-6,4%	-9,2%	13,0%	-8,7%	14,1%	28,3%	-7,7%	22,1%	9,9%
PER	14,9x	19,0x	18,9x	22,7x	17,4x	15,7x	16,5x	13,6x	12,4x
<b>S&amp;P 500</b>									
Var. BPA	3,8%	6,0%	4,8%	-3,4%	0,4%	12,9%	23,2%	9,7%	11,5%
PER	13,6x	15,3x	17,2x	19,0x	19,2x	19,9x	18,1x	17,0x	15,3x
<b>NIKKEI</b>									
Var. BPA	30,6%	47,4%	19,7%	2,1%	-5,2%	60,5%	-0,8%	1,3%	7,9%
PER	18,3x	18,5x	17,6x	21,4x	19,9x	14,8x	16,5x	15,7x	14,6x

Notas:

(1) Variación a/a de los BPAs realizada en 2012/2018 y estimada para 2019/2020

(2) PER 2012/2018 con cotización media de los índices y 2019/2020 con cierre 19/03/2019

Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

Cuadro 3.6: Detalle de los cambios en los beneficios esperados.-

ibex -35	BPA estimado	Var. (%)	Var. % anterior (1)	EuroStoxx-50	BPA estimado	Var. (%)	Var. % anterior (1)
BPA'20e	837 €	7,5%		BPA'20e	275 €	9,9%	
BPA'19e	779 €	13,0%	-3,8%	BPA'19e	250 €	22,1%	-4,5%
BPA'18r	690 €	1,3%	-7,3%	BPA'18r	205 €	-7,7%	-13,7%
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'20e	185 \$	11,5%		BPA'20e	1.481 JPY	7,9%	
BPA'19e	166 \$	9,7%	-6,7%	BPA'19e	1.372 JPY	1,3%	-12,2%
BPA'18r	152 \$	23,2%	-7,5%	BPA'18r	1.355 JPY	-0,8%	-2,4%
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 diciembre 2018

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg

Datos a 19/03/2019

Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

## 1.- ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

ACTIVO	RECOMENDACIÓN	RACIONAL
Bolsa España	Neutral	Las estimaciones de beneficios continuaron revisándose a la baja. El nivel y <i>spread</i> del bono se han reducido. Menor prima de riesgo ante la menor probabilidad de los escenarios más negativos.
Bolsa Europa	Neutral	Revisiones de estimaciones a la baja más acentuadas en el último trimestre. Neutrales ante el impulso adicional de las nuevas y más prolongadas medidas del BCE y la menor probabilidad de los escenarios más negativos de riesgo. Este trimestre procesos electorales en Europa (y España)
Bolsa EE.UU.	Comprar	A pesar del primer descenso de las estimaciones de beneficios, el crecimiento y rentabilidad a medio plazo siguen siendo sólidas, lo que unido a la actitud más <i>dovish</i> (suave) de la Fed, nos hace mantener nuestra recomendación.
Bolsa Japón	Vender	Revisamos a la baja la recomendación a Vender, ante el limitado el crecimiento esperado en el BPA de consenso para este año (+1,3% BPA 2019E), tras una importante revisión de estimaciones en el trimestre. Subida de IVA a final de año y riesgo por mayor exposición a China.
Bolsas Emergentes	Compra selectiva	Riesgos estructurales siguen abiertos. Sin embargo, la extensión de una política monetaria expansiva en EE.UU. supone una menor presión en el flujo de fondos hacia mercados emergentes. Preferencias: Brasil, seguida de India
Bonos Soberanos España	Neutral	El proceso de normalización monetaria del BCE se ha retrasado en el tiempo ante unas expectativas más moderadas de crecimiento. Por tanto, hemos revisado nuestra recomendación de Vender a Neutral.
Bonos Soberanos Europa	Neutral	Consideramos que la sobrevaloración actual se mantendrá en los próximos meses ante la política monetaria más acomodaticia de lo esperado por parte del BCE. La desaceleración ha sido más pronunciada de lo esperado anteriormente, por lo que no esperamos subidas de tipos por parte del BCE hasta por lo menos finales de 2020. Por tanto revisamos nuestra recomendación de Vender a Neutral.
Bonos Soberanos EE.UU.	Compra condicionada	Recomendamos ir tomando posiciones con el fin de construir una cartera de bonos una vez las <i>TIRes</i> se sitúen alrededor del +2,5% (en lugar del 3% que comentábamos anteriormente ante el ritmo algo menor de crecimiento esperado, menor inflación y políticas monetarias más expansivas).
Bonos Japón	Vender	La curva japonesa muestra <i>TIRes</i> negativas hasta el 10 años inclusive. Las rentabilidades reales son negativas y, por tanto, este tipo de activo carece de atractivo.
Bonos Corporativos Europa	Neutral	Elevamos la recomendación a Neutral, ante el retraso en las expectativas de subida de tipos en Europa. En endeudamiento de las compañías es reducido y los ratios de cobertura deberían mejorar en este entorno (con excepciones como el sector Autos). Además, el mercado ya debe haber descontado el final del programa neto de compras en diciembre.
Bonos Corporativos EE.UU.	Neutral	Elevamos la recomendación a Neutral, ante el cambio de tono hacia más <i>dovish</i> al que asistimos en la política monetaria en americana.

ACTIVO	RECOMENDACIÓN	RACIONAL
Bonos <i>High Yield</i> Europa	Vender	Consideramos que en este entorno de pérdida de impulso del crecimiento, el binomio rentabilidad / riesgo no resulta suficientemente atractivo.
Bonos <i>High Yield</i> EE.UU.	Neutral	Un ciclo que continúa siendo expansivo pero entra en su fase final puede suponer cierto deterioro en las tasas de <i>default</i> . En diciembre recortamos nuestra recomendación de Comprar a Neutral.
Inmobiliario España	Neutral	Mantenemos recomendación Neutral. Pese a que el mercado inmobiliario sigue presentando solidez, algunos indicadores muestran las primeras señales de agotamiento ( <i>yield</i> alquiler <4%, esfuerzo acceso vivienda en el 31% del salario, etc.). Creemos que a medio plazo el precio de la vivienda tenderá hacia un rango más moderado (+4% vs 8,2% actual), acorde con el crecimiento nominal de la economía española.
Inmobiliario Europa	Neutral	Los <i>yields</i> de entrada en activos inmobiliarios <i>prime</i> de las principales ciudades tienen escaso potencial de compresión, y a medio plazo son vulnerables a futuras subida de tipos. La prolongación del proceso del Brexit es un factor de incertidumbre que puede frenar los precios en Londres, principal mercado europeo, por lo que la recomendación sería vender en Reino Unido.
Inmobiliario EE.UU.	Neutral	El auge del comercio electrónico reduce el atractivo de los REITs, especialmente aquellos centrados en el segmento <i>retail</i> . Además, los datos de actividad del sector inmobiliario americano han mostrado síntomas de debilidad durante los últimos meses (especialmente en la vivienda usada), debido al incremento de los costes de financiación y la fortaleza de los precios. No obstante, la dinámica positiva de crecimiento económico y creación de empleo y el enfoque más dovish en la política monetaria de la Fed permitirá mantener una inercia alcista en rentas en segmentos no residenciales como oficinas y logístico.

## 2.- POSICIONAMIENTO GEOGRÁFICO

REGIÓN	RECOMENDACIÓN	RACIONAL
EE.UU.	Comprar	<b>EE.UU lidera el crecimiento entre las economías desarrolladas</b> con un PIB que aumenta por encima de su potencial estimado, sin que se atisbe un cambio de tendencia en las principales variables macro (PIB, Empleo e Inflación). <b>El riesgo de recesión estimado para los próximos doce meses es reducido</b> , los indicadores adelantados de actividad se encuentran en zona de expansión y la normalización de la política monetaria se retrasa. <b>Las condiciones de financiación tienden a relajarse</b> , no se aprecian presiones inflacionistas y los fundamentales macro son sólidos. <b>La estrategia de gestión del balance de la Fed permite que los bonos continúen soportados y aumenta el atractivo de la bolsa en EE.UU.</b>
Eurozona	Neutral	Europa sigue perdiendo atractivo dentro de la asignación de activos por los siguientes motivos: (i) La desaceleración persiste. La estimaciones de crecimiento para 2019-2020 se revisan significativamente a la baja: 1,0% vs 1,5% ant. para 2019 y +1,3% vs 1,5% ant. para 2020.; (ii) El frente político sigue generando incertidumbre. El Brexit se prorroga pero todavía es incierta la fecha final de salida del Reino Unido de la UEM. El mercado estará atento al avance del populismo y las fuerzas anti-europeístas en las elecciones al Parlamento Europeo en mayo; (iii) Las estimaciones de BPA se revisan a la baja. En el primer trimestre de 2019 la estimación de BPA medio del año se ha recortado en un -4,4% (tras la revisión de un -13,7% del 2018). Por el lado positivo, destacamos que la política monetaria del BCE seguirá siendo muy acomodaticia y los tipos de interés no cambiarán hasta, al menos, 2020. Además, los ratios de valoración se mantienen en niveles razonablemente atractivos (13,6 de PER 2019 estimado). El EuroStoxx 50 ha avanzado un 13,6% en lo que llevamos de año. La confirmación de un cambio de tendencia en la actividad económica y un resultado constructivo en las elecciones europeas permitirán mantener e incluso extender moderadamente estos avances.
Reino Unido	Vender	<b>¡Atrapado en el <i>Brexit!</i></b> . Tras más de dos años de negociaciones no hay un claro desenlace. La confusión e incertidumbre impiden que el deterioro de la economía de Reino Unido se haya tomado un respiro y afronta el menor ritmo de crecimiento desde 2009. Hemos ajustado ligeramente a la baja nuestras previsiones para 2019 hasta +1,3% desde +1,4% y mantenemos sin cambios la estimación de crecimiento en +1,4% para 2020.
Japón	Vender	El crecimiento económico recupera tasas positivas en línea con su potencial de medio plazo, soportado por las exportaciones y el gasto público. La demanda interna privada se resentirá por la subida del IVA del 8% al 10% en octubre. Las estimaciones de BPA se revisan a la baja; las compañías japonesas son reacias a trasvasar a los precios finales los aumentos salariales y de los costes de materias primas. La política monetaria del BoJ se mantendrá altamente acomodaticia con tipos de interés reales negativos hasta 2020. El yen debería mantener una senda bajista.
Economías Emergentes	Neutral	Los principales riesgos se mitigan. La tensión comercial se modera y la Fed mantiene una postura más acomodaticia. Con ello, se reduce la volatilidad y los flujos de fondos vuelven a estos mercados. Sin embargo, conviene ser selectivos. Nuestras recomendaciones se centran en India y Brasil favorecidos por una macro más benigna y las reformas estructurales emprendidas o planificadas.

### 3.- SECTORES

ACTIVO	RECOMENDACIÓN	FAVORITOS	RACIONAL
Consumo Cíclico	Comprar	LVMH, Kering	Alto potencial de crecimiento, capacidad de establecimiento de precios y márgenes altos, exclusividad frena competencia, fuerte generación de caja. Una resolución positiva del conflicto comercial EE.UU. - China sería un catalizador alcista.
Consumo No Cíclico	Vender	----	Aunque el consumo se mantiene fuerte, la fuerte competencia del sector y los efectos disruptivos del comercio electrónico ralentizan ventas y presionan los márgenes, penalizando a los <i>retailers</i> del segmento <i>low cost</i> . Esperamos mejor comportamiento de las marcas <i>premium</i> .
Distribución ( <i>Retailers</i> )	Vender	----	Los márgenes continuarán presionados por: (i) Encarecimiento de las materias primas. (ii) Coste de adaptación a unas nuevas tendencias de consumo (alimentación saludable y nutrición). (iii) Elevada necesidad de inversión (tecnología y regulación) en el c/p.
Farma/Salud	Comprar	Faes	Tras concentración sectorial durante la crisis, márgenes más resistentes que en otros sectores. Actúan como refugio.
Bancos	Neutral	SAN, ABN, Unicredit y C. Agricole	Múltiplos de valoración atractivos (P/V <1), rentabilidad por dividendo elevada (~5,0/6,0%) y buenos fundamentales (solventía y calidad crediticia). El retraso en las perspectivas de subidas de tipos de interés aumenta la presión sobre las entidades para mejorar en eficiencia y rentabilidad.
Seguros	Neutral		El negocio asegurador debería seguirá recobrando robustez durante este ejercicio dando continuidad a la recuperación de 2018. Según cifras de ICEA (Instituto para la Colaboración entre Entidades Aseguradoras), a nivel doméstico, los seguros de autos, hogar, comercios, salud o industrias aumentaron casi +4% en 2018, muy por encima del crecimiento de la economía española (PIB'18: +2,5%). En el ramo de vida hay que diferenciar entre vida riesgo (+12%) y vida ahorro (-2%). La mejora de las perspectivas se irá materializando en el resultado técnico de las aseguradoras. Sin embargo, la cuenta de resultados de éstas depende, en más de un 80%, del resultado financiero. De manera que, en conjunto, el sector seguirá penalizado por las cartelas de inversión con rentabilidades (decrecientes, en muchos casos) acordes a un entorno de tipos de interés bajos (y con descenso de TIRes) que se prolonga en el tiempo. Por todo ello, mantenemos la recomendación para el Sector en Neutral.

ACTIVO	RECOMENDACIÓN	FAVORITOS	RACIONAL
Tecnología Software/Web Services	Comprar	Amazon, Microsoft, Salesforce, Amadeus, SAP	Visión positiva sobre este sector, que continúa presentando sólidas perspectivas de crecimiento. Estas compañías tienen capacidad para generar ingresos crecientes gracias a su condición de "plataformas" con un efecto red que atrae a un número creciente de usuarios en áreas como servicios web, <i>retail</i> o contenidos digitales y crear así una ventaja competitiva.
<i>Utilities</i>	Comprar	Iberdrola, Naturgy, Enagás	La desaceleración del crecimiento y un tono más <i>dovish</i> en la política monetaria de los principales bancos centrales configuran un entono marginalmente más favorable para las <i>utilities</i> . Además, los recortes en los retornos regulados (redes y distribución de gas y electricidad) parece que serán finalmente menor de lo estimado al favorecerse un cambio de criterio hacia el coste de capital (en vez de diferencial sobre el bono a 10 años).
Concesiones	Vender	Aena	El pico del ciclo ya se ha alcanzado y el crecimiento del tráfico se ha ido ralentizando a lo largo de 2018; el crecimiento se mantendrá moderado en 2019. Las valoraciones están ya ajustadas.
Petróleo	Comprar	Repsol	Estimamos que el petróleo se situará en un rango 65\$/70\$ tanto este año como el que viene. Los recortes de producción, las sanciones internacionales y el incremento de la demanda deberían mantener soportado el precio del crudo. Entre las compañías petroleras Repsol es nuestra favorita. Ha presentado resultados fuertes, con reducción de endeudamiento, y ha introducido una serie de medidas de eficiencia. Por otra parte, se debería ver beneficiada por el alza del precio del crudo.
Construcción	Neutral	Ferrovial, ACS, FCC	Reiteramos recomendación de Neutral, ya que la desaceleración del crecimiento global puede provocar una rebaja de los ratios de valoración acepados para estas compañías vinculadas al ciclo. No obstante, el riesgo continúa siendo limitado por la diversificación geográfica de la cartera y el desapalancamiento acometido por estas compañías.
Inmobiliario	Neutral	Colonial, Merlin Properties	Mantenemos nuestra recomendación en Neutral. Pese a que el mercado inmobiliario sigue presentando solidez, algunos indicadores muestran las primeras señales de agotamiento ( <i>yield</i> alquiler <4%, esfuerzo acceso vivienda en el 31% del salario, etc.). Dentro del sector, reiteramos nuestra preferencia por activos comerciales frente a residenciales.
Industriales	Neutral	SiemensGamesa	Seríamos selectivos hacia compañías bien expuestas a nichos de mercado con expectativas de crecimiento o bien con ventajas competitivas, posibilidad de apalancamiento operativo y limitado endeudamiento. Un acuerdo comercial entre EE.UU. y China reduciría la prima de riesgo sectorial.

ACTIVO	RECOMENDACIÓN	FAVORITOS	RACIONAL
Telecos	Neutral	Telefónica	El sector teleco se enfrenta a importantes retos: (i) el 5G conllevará importantes inversiones; (ii) la fragmentación del mercado europeo conlleva una competencia feroz vía precios; (iii) sin olvidar la existencia de operadores con políticas de precio realmente agresivas (Illiad). El impulso positivo podría ser una mayor tolerancia de las autoridades de la competencia europeas frente a una potencial consolidación sectorial.
Autos	Vender	CIE Automotive	Los riesgos son importantes: proteccionismo, tendencias de cambio estructural, cambio de normativa, escrutinio sobre el motor diésel, etc. Las buenas noticias llegan gracias a una actitud más constructiva en las negociaciones comerciales entre China y EE.UU. Escenario que auguramos también para las negociaciones entre la UE y EE.UU.
Químicas	Vender	---	Es uno de los sectores más sensibles al debilitamiento del ciclo global. Márgenes poco atractivos.
Media	Neutral	---	Pasamos el sector a Neutral desde Vender porque las tendencias globales de la industria apuntan hacia una convergencia entre lo digital y lo tradicional. Este proceso supone, por un lado, una mayor diversificación de las fuentes de ingresos y, por otro lado, promueve las operaciones corporativas en el sector (impulsando las valoraciones) para combatir la creciente competencia de la digitalización en medios y publicidad. Un ejemplo, es la reciente operación entre Disney y Fox. El sector evoluciona hacia un mercado con grandes <i>superjugadores</i> con modelos de negocio similares que abarcan desde contenidos, comercio, publicidad, comunicación hasta financiación (como Amazon o, la china, Tencent). Sin embargo, en el plano doméstico y en el corto plazo, las agencias de medios revisan a la baja sus estimaciones de inversión publicitaria en España para 2109 hasta + 1,8% (desde +2,9% en nov.'18) debido, principalmente, al deterioro de la publicidad en la Televisión Generalista (-0,4% vs.+1,1% estimado en nov.'18) a pesar de seguir siendo el medio que lidera las inversiones.
Renovables	Comprar	Iberdrola, Acciona	Tecnología apoyada por el nuevo Gobierno (eleva el objetivo hasta 35% del total de la energía vs 27% actual). 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.

ACTIVO	RECOMENDACIÓN	FAVORITOS	RACIONAL
Tecnología (Semiconductores)	Vender	ASML	Mantenemos la recomendación de vender, debido a que estas compañías son más vulnerables a una disrupción en su cadena productiva en el caso de que finalmente no se llegase a frenar la guerra comercial. Además, el exceso de oferta en el mercado de chips y memorias está provocando una erosión de márgenes en las principales compañías del sector. La excepción a este escenario es ASML gracias a su liderazgo en chips de máquinas de Ultra Violeta (70% de sus ventas).
Aerolíneas	Vender	---	Elevada competencia, márgenes presionados, regulación al alza, demanda final afectada por pérdida de tracción e incremento de precios del petróleo.
Hoteles	Neutral	Meliá	La pérdida de tracción global y las menores llegadas de turistas son incertidumbres abiertas. Visibilidad inferior a lo esperado.

4.- Temática trimestral

Bancos en EE.UU. vs Europa: ¿Qué hay detrás de su dispar evolución?

El sector bancos en EE.UU acumula una revalorización superior a +130% en los últimos diez años vs -33,5% en el sectorial europeo (ver Gráfico 4.1). La dispar evolución de las métricas de gestión – volumen de negocio, eficiencia, solvencia y rentabilidad – explican el diferencial existente en los múltiplos de valoración (P/V~1,0/1,4 x en EE.UU. vs ~0,4/0,8 x en la UEM), la evolución de los beneficios y las cotizaciones.

Gráfico 4.1. Revalorización histórica

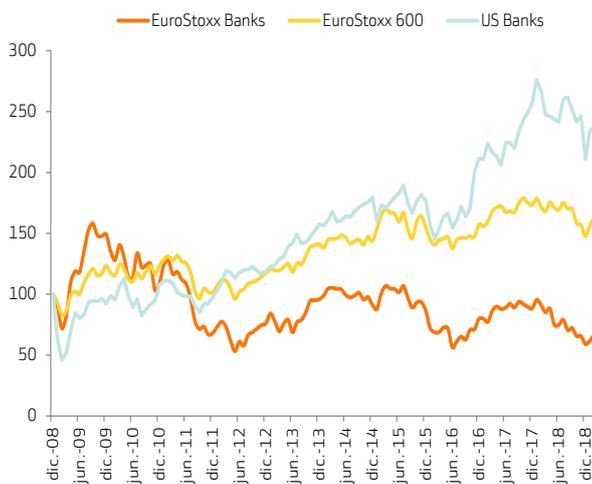
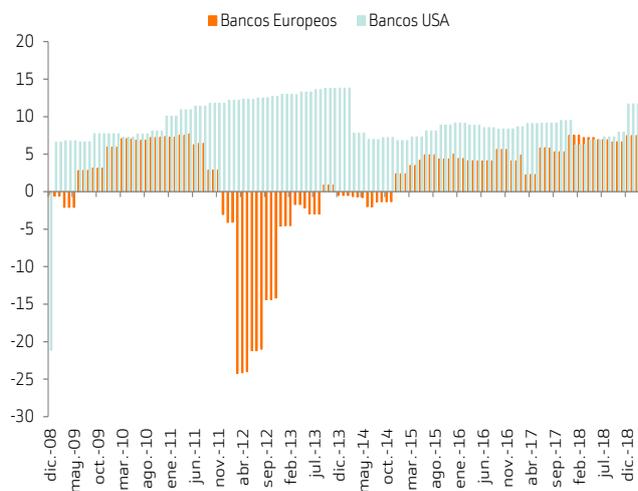


Gráfico 4.2 Rentabilidad RoE:



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

¿Cómo están los fundamentales?

**La banca en EE.UU. atraviesa por un momento dulce en resultados y rentabilidad.** Los índices de calidad crediticia evolucionan positivamente y las ratios de capital alcanzan niveles elevados (~11,5%/16,5% en CETI). En el entorno actual de tipos de interés (*Fed Funds* ~2,25%/2,50%), los ingresos típicos crecen a un ritmo de +5,0%, los gastos se mantienen planos y la ratio de eficiencia alcanza ~55,0% (vs 65%/70% en 2008). Con un coste del riesgo (provisiones) de apenas ~50 pb, **el BNA Ordinario crece a doble dígito y el RoTE > 12,0%** (12,5%/20,0% en las entidades más grandes).

**En la UEM, las ratios de capital también son holgadas** (~11,0%/16,0%) y los índices de calidad crediticia mejoran aunque **hay más disparidad entre entidades**. El volumen de activos improductivos representa en torno ~20/30% del capital de las entidades en países como Francia, España y Holanda pero alcanza el 75,0%/80,0% en las dos principales entidades italianas (Intesa y Unicredit) con MPS >180% y BPM >130%.

Con los tipos de interés de referencia en cero/negativo, los ingresos típicos aumentan +2,0%/+3,0% y **la eficiencia en costes se convierte en un factor crítico** para alcanzar un crecimiento en BNA de +4,0%/6,0%. De hecho, los planes estratégicos de entidades como Deutsche Bank, BNP, SocGen o Unicredit contemplan recortes de costes importantes. En este entorno, **el RoTE se sitúa en torno a ~8,0/9,0% y pocas entidades superan el umbral del ~10,0%/11,0%**.

### ¿Qué factores explican esta divergencia en los fundamentales?

El exceso de rentabilidad de los bancos en EE.UU está estrechamente relacionado con los siguientes factores:

- (i) el rápido **saneamiento de los balances y posterior re-capitalización** tras el estallido de la crisis financiera en 2007/2008,
- (ii) la **solidez del ciclo económico expansivo** - uno de los más largos en la historia en EE.UU -,
- (iii) la **normalización de la política monetaria** por parte de la Fed con cuatro subidas de tipos en 2018 y tres en 2017 hasta el rango actual de 2,25%/2,50% (vs 0,0%/-0,40% en la UEM),
- (iv) el **enfoque estratégico** de las entidades, orientado a la eficiencia en negocios *core* al principio de la crisis y al crecimiento después y
- (v) **el tamaño de las entidades**. Con un volumen de activos comprendido entre ~2,2/ 2,5 Tr €, las dos principales entidades de EE.UU (JP Morgan y BoA) superan ampliamente a entidades como BNP (~2,0 Tr. €), Deutsche Bank (~1,8 Tr. €) o Santander (~1,5 Tr €).

### ¿Cómo implementamos nuestra estrategia de inversión?

En EE.UU nuestra estrategia se centra en entidades con las siguientes características: (i) La cuenta de P&G refleja un comportamiento relativo mejor a nivel operativo como **Bank of América**, y (ii) el plan de negocio pivota sobre mejoras de eficiencia (**Citigroup**).

Entre las entidades más ligadas a la evolución de los mercados, **preferimos Goldman Sachs a Morgan Stanley**. Ambas entidades cotizan con múltiplos de valoración atractivos desde un punto de vista histórico pero GS disfruta de un mejor momento en resultados y rentabilidad.

En la UEM, nuestras preferencias se orientan hacia entidades con:

- (i) elevada diversificación geográfica y exposición a mercados con mayor potencial de crecimiento (**Santander**),
- (ii) disfrutan de buenos fundamentales y rentabilidad por dividendo atractiva (**ABN AMRO**),
- (iii) tienen ratios **de capital CET1 superiores a sus comparables y múltiplos de valoración atractivos** (**Crédit Agricole y Bankia**) y
- (iv) cuentan con un plan de negocio realista y orientado a mejoras de eficiencia (**Unicredit**).

ANEXO I: España y Portugal, cifras históricas y estimaciones - Detalle.

España, cifras clave (trimestrales)	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e			2020e		
					Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	3,4%	3,3%	3,0%	2,5%	2,1%	2,3%	2,5%	1,8%	2,1%	2,4%
Consumo Privado	3,0%	2,9%	2,5%	2,4%	1,8%	2,1%	2,3%	1,5%	1,8%	2,3%
Gasto Público	2,1%	0,8%	1,9%	2,3%	2,2%	2,5%	2,8%	2,2%	2,4%	2,8%
Inversión empresarial	11,6%	4,9%	6,0%	6,0%	4,5%	4,8%	5,1%	2,1%	2,6%	3,1%
Construcción	3,8%	2,4%	4,6%	5,6%	3,5%	3,8%	4,1%	2,9%	3,3%	3,5%
Demanda interna	3,9%	2,6%	2,9%	3,0%	2,1%	2,5%	2,8%	1,6%	2,1%	2,6%
Aportación sector exterior	-0,4%	0,7%	0,1%	-0,5%	-0,5%	-0,2%	0,2%	-0,4%	0,0%	0,3%
Déficit Público/PIB	-5,3%	-4,5%	-3,1%	-2,8%	-2,8%	-2,5%	-1,9%	-2,3%	-1,9%	-1,5%
Deuda/PIB	99,4%	99,0%	98,1%	97,4%	100,2%	97,2%	94,2%	98,8%	95,8%	92,8%
Tasa de paro (EPA)	20,9%	18,6%	16,5%	14,5%	15,4%	13,9%	12,4%	15,0%	13,5%	12,0%
IPC	0,0%	1,6%	1,1%	1,2%	1,1%	1,4%	1,8%	1,5%	1,6%	2,1%
IPC UEM	0,2%	1,1%	1,4%	1,7%	1,4%	1,6%	1,8%	1,5%	1,7%	1,9%
Tipo intervención BCE (en Dic.)	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,00%	0,0%	0,0%	0,10%	0,2%
Euribor 1m (cierre trimestre y media anual)	-0,21%	-0,37%	-0,37%	-0,36%	-0,4%	-0,33%	-0,2%	-0,1%	0,12%	0,2%
Euribor 3m (cierre trimestre y media anual)	-0,13%	-0,32%	-0,33%	-0,31%	-0,3%	-0,29%	-0,2%	-0,1%	0,13%	0,3%
Euribor 12m (cierre trimestre y media anual)	0,06%	-0,08%	-0,16%	-0,12%	-0,2%	-0,09%	0,0%	0,0%	0,16%	0,3%
Tipos a largo (Bund, en Dic.)	0,63%	0,21%	0,43%	0,25%	-0,1%	0,00%	0,1%	0,2%	0,30%	0,4%
Prima de Riesgo España (p.b.)	106,6	115,2	113,3	115,8	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Tipos a largo España (B10A, en Dic)	1,70%	1,36%	1,56%	1,40%	0,9%	1,00%	1,1%	1,2%	1,30%	1,4%
Crédito empresarial (cartera acumulada)	-4,9%	-4,5%	-2,8%	-6,5%	-1,4%	-2,8%	-4,2%	-0,5%	-1,0%	1,4%
Crédito hipotecario (cartera acumulada)	-4,8%	-3,0%	-2,4%	-1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,5%	0,8%

Fuentes: Datos históricos INE y Boletín Económico BdE. Estimaciones, Análisis Bankinter.

Los datos que se ofrecen como estimación de PIB para año completo son los promedios de cada trimestre.

España, cifras clave (trimestrales)	2015r	2016r	2017r	2018r					2019e				2020e					
					1T19e	2T19e	3T19e	4T19e	Pesimista	Central	Optimista	1T20e	2T20e	3T20e	4T20e	Pesimista	Central	Optimista
PIB	3,4%	3,3%	3,0%	2,5%	2,5%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,3%	2,5%	2,3%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	2,1%	2,4%
Consumo Privado	3,0%	2,9%	2,5%	2,4%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	1,8%	2,1%	2,3%	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,8%	2,3%
Gasto Público	2,1%	0,8%	1,9%	2,3%	2,2%	2,3%	2,5%	2,8%	2,2%	2,5%	2,8%	3,0%	2,5%	2,2%	1,8%	2,2%	2,4%	2,8%
Inversión empresarial	11,6%	4,9%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,5%	4,8%	5,1%	2,3%	2,5%	2,7%	3,0%	2,1%	2,6%	3,1%
Construcción	3,8%	2,4%	4,6%	5,6%	4,0%	3,8%	3,6%	3,6%	3,5%	3,8%	4,1%	3,5%	3,3%	3,3%	3,0%	2,9%	3,3%	3,5%
Demanda interna	3,9%	2,6%	2,9%	3,0%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,1%	2,5%	2,8%	2,3%	2,1%	2,0%	1,8%	1,6%	2,1%	2,6%
Aportación sector exterior	-0,4%	0,7%	0,1%	-0,5%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,5%	-0,2%	0,2%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,4%	0,0%	0,3%
Déficit Público/PIB	-5,3%	-4,5%	-3,1%	-2,8%					-2,8%	-2,5%	-1,9%				-2,3%	-1,9%	-1,5%	
Deuda/PIB	99,4%	99,0%	98,1%	97,4%					100,2%	97,2%	94,2%				98,8%	95,8%	92,8%	
Tasa de paro (EPA)	20,9%	18,6%	16,5%	14,5%	14,6%	14,3%	14,0%	13,9%	15,4%	13,9%	12,4%	13,7%	13,8%	13,6%	13,5%	15,0%	13,5%	12,0%
IPC	0,0%	1,6%	1,1%	1,2%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,1%	1,4%	1,8%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%	1,5%	1,6%	2,1%
IPC UEM	0,2%	1,1%	1,4%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,4%	1,6%	1,8%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,5%	1,7%	1,9%
Tipo intervención BCE (en Dic.)	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,00%	0,0%	0,00%	0,00%	0,00%	0,10%	0,0%	0,10%	0,2%
Euribor 1m (cierre trimestre y media anual)	-0,21%	-0,37%	-0,37%	-0,36%	-0,37%	-0,37%	-0,37%	-0,33%	-0,4%	-0,33%	-0,2%	-0,28%	-0,19%	0,00%	0,12%	-0,1%	0,12%	0,2%
Euribor 3m (cierre trimestre y media anual)	-0,13%	-0,32%	-0,33%	-0,31%	-0,31%	-0,31%	-0,31%	-0,29%	-0,3%	-0,29%	-0,2%	-0,25%	-0,16%	0,00%	0,13%	-0,1%	0,13%	0,3%
Euribor 12m (cierre trimestre y media anual)	0,06%	-0,08%	-0,16%	-0,12%	-0,11%	-0,11%	-0,11%	-0,09%	-0,2%	-0,09%	0,0%	-0,05%	0,03%	0,15%	0,16%	0,0%	0,16%	0,3%
Tipos a largo (Bund, en Dic.)	0,63%	0,21%	0,43%	0,25%	-0,05%	-0,05%	0,00%	0,00%	-0,1%	0,00%	0,1%	0,10%	0,20%	0,25%	0,30%	0,2%	0,30%	0,4%
Prima de Riesgo España (p.b.)	106,6	115,2	113,3	115,8	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Tipos a largo España (B10A, en Dic.)	1,70%	1,36%	1,56%	1,40%	0,95%	0,95%	1,00%	1,00%	0,9%	1,00%	1,1%	1,10%	1,20%	1,25%	1,30%	1,2%	1,30%	1,4%
Crédito empresarial (cartera acumulada)	-4,9%	-4,5%	-2,8%	-6,5%	-5,0%	-4,0%	-3,5%	-2,8%	-1,4%	-2,8%	-4,2%	-2,5%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	-1,0%	1,4%
Crédito hipotecario (cartera acumulada)	-4,8%	-3,0%	-2,4%	-1,2%	-0,9%	-0,5%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,5%	0,6%	0,5%	0,3%	0,5%	0,8%

Fuentes: Datos históricos INE y Boletín Económico Bde. Estimaciones, Análisis Bankinter.  
 Los datos que se ofrecen como estimación de PIB para año completo son los promedios de cada trimestre.

Portugal, cifras clave	2017r	2018r	Pesimista	2019e	Optimista	Pesimista	2020e	Optimista
				Central			Central	
PIB	2,7%	2,1%	1,0%	1,8%	3,1%	0,7%	1,7%	2,6%
Consumo Hogares	2,3%	2,5%	1,5%	2,2%	2,5%	1,2%	1,8%	2,2%
Gasto Público	0,0%	0,8%	0,5%	1,0%	1,4%	0,5%	1,0%	1,2%
Inversion	8,4%	5,6%	2,5%	2,9%	5,5%	1,8%	2,4%	4,0%
Demanda Interna	2,8%	2,8%	1,5%	2,1%	2,8%	1,2%	1,8%	2,3%
Aport. Sector Exterior	-0,4%	-0,3%	-0,5%	0,0%	0,3%	-0,5%	-0,1%	0,3%
Déficit Público/PIB	1,1%	-0,4%	-0,6%	-0,2%	0,0%	-0,4%	0,0%	0,4%
Deuda/PIB	126%	122%	122%	120%	118%	120%	118%	116%
Bono 10 años (TIR, Dic)	1,9%	1,7%	2,0%	1,4%	1,0%	2,6%	1,8%	1,3%
Tasa de Paro	8,1%	6,6%	6,9%	6,6%	6,3%	7,0%	6,5%	6,0%
IPC	1,5%	0,7%	0,8%	1,3%	1,6%	0,8%	1,4%	2,0%

Portugal, cifras clave	2017r	2018r	2019e				2019e Central	2020e				2020e Central
			1T19e	2T19e	3T19e	4T19e		1T20e	2T20e	3T20e	4T20e	
PIB	2,7%	2,1%	1,9%	1,6%	1,9%	1,6%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Consumo Hogares	2,3%	2,5%	2,6%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Gasto Público	0,0%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Inversion	8,4%	5,6%	3,2%	3,2%	2,9%	2,4%	2,9%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Demanda Interna	2,8%	2,8%	2,4%	2,1%	2,0%	2,0%	2,1%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Aport. Sector Exterior	-0,4%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	0,2%	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,2%
Déficit Público/PIB	1,1%	-0,4%					-0,2%					0,0%
Deuda/PIB	126%	122%					120%					118%
Bono 10 años (TIR, Dic)	1,9%	1,7%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%
Tasa de Paro	8,1%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
IPC	1,5%	0,7%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%

Fuentes: Datos históricos INE y Boletín Económico BdE. Estimaciones, Análisis Bankinter.

Los datos que se ofrecen como estimación de PIB para año completo son los promedios de cada trimestre.

**ANEXO II: Link directo al documento sobre la imagen**

**Carteras Modelo de Fondos**

The screenshot displays the 'Carteras Modelo de Fondos' page on the Bankinter website. It features a navigation menu, a list of fund categories, and a detailed table of fund performance. The table includes columns for fund names, YTD (1), Media Ret. (2007/17/1), 2017, 2016, 2015, 2014, Vol. (1A), Patrim. ME, Clave RR, and ISIN. The 'MEDIA SELECCIÓN ESTABILIDAD' row shows a YTD of -1.0% and a Media Ret. of +3.6%.

**Selección Estabilidad**

SELECCIÓN ESTABILIDAD 2018	YTD(1)	Media Ret. 2007/17/1(2)	2017	2016	2015	2014	Vol. 1A(3)	Patrim. ME	Clave RR	ISIN
Nordea Stable Return	-2,9%	+4,2%	+2,6%	+3,0%	+2,6%	+10,7%	3,9	14.511,5	1681	LU0227384020
BNY Mellon Absolute Return Equity 'R'	+0,6%	+2,2%	+0,9%	-1,6%	+2,1%	+0,7%	2,2	1.892,1	1635	IE0008375WH77
Bankinter Mixto Renta Fija	-0,5%	+2,4%	+2,0%	-0,1%	+3,3%	+4,9%	3,0	373,6	70	ES0114793039
Fidelity Global Multi Asset Income	-1,9%	+4,2%	+5,4%	+6,2%	+0,0%	+5,1%	2,9	8.261,9	5164	LU0987487336
PIMCO Income	-2,2%	+4,3%	+4,4%	+5,8%	+1,6%	+6,2%	1,6	71.994,7	4795	IE0008419L26
JPM Global Income	-2,2%	+4,9%	+6,2%	+5,3%	-1,0%	+6,0%	4,2	25.453,5	1946	LU0740858492
Carmignac Sécurité	-0,2%	+3,0%	+0,0%	+2,1%	+1,1%	+1,7%	0,9	14.302,5	1247	FR0010149120
Carmignac Patrimoine	-0,7%	+4,3%	-0,4%	+3,4%	+0,6%	+7,8%	5,8	20.498,9	1246	FR0010306142
Pioneer Absolute Return Multi-Strategy	+0,7%	+2,7%	+1,5%	+1,8%	+2,2%	+3,8%	2,7	1.773,6	5749	LU0363630707
<b>MEDIA SELECCIÓN ESTABILIDAD</b>	<b>-1,0%</b>	<b>+3,6%</b>	<b>+2,5%</b>	<b>+2,9%</b>	<b>+1,4%</b>	<b>+5,2%</b>	<b>3,0</b>			

SELECCIÓN ESTABILIDAD PLUS 2018	YTD(1)	Media Ret. 2007/17/1(2)	2017	2016	2015	2014	Vol. 1A(3)	Patrim. ME	Clave RR	ISIN
First Eagle Amundi International	-1,3%	+5,6%	+8,9%	+7,2%	-3,8%	+1,7%	6,0	9.796,7	1316	LU0433182416
Gam Star Credit Opportunities	-2,4%	+8,9%	+13,8%	+7,2%	+3,7%	+10,7%	2,3	6.526,1	4794	IE0085675W70
<b>MEDIA PLUS</b>	<b>-1,9%</b>	<b>+7,3%</b>	<b>+11,4%</b>	<b>+7,2%</b>	<b>-0,0%</b>	<b>+6,2%</b>	<b>4,2</b>			
<b>MEDIA SELECCIÓN ESTABILIDAD PLUS</b>	<b>-1,2%</b>	<b>+4,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>1,1%</b>	<b>5,4%</b>	<b>3,2</b>			

Notes: (1) Hasta el 28.05.2018. (2) Desde 2007 o desde inicio si fuera posterior. (3) Volumen de negocio en millones de euros.

**TOP Selección Fondos**

The screenshot displays the 'TOP SELECCIÓN FONDOS LISTA de CONVICCIÓN de ANÁLISIS' page on the Bankinter website. It features a detailed table of fund performance metrics, including columns for fund names, YTD (1), Media Ret. (2007/17/1), 2017, 2016, 2015, 2014, Vol. (1A), Patrim. ME, Clave RR, and ISIN. The table is organized into sections for different fund categories, such as 'RENTA FIJA', 'RENTA VARIABLE', and 'RENTA MIXTA'.

Carteras Modelo de Acciones Españolas



Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo de Acciones USA

México Propuestas	Comisión Última Cartera (del 30-04-18 al 31-05-18)	Pa. Valor	Dividend	Pa. Final	Var. Abs. (%)	Modificaciones en la selección
Alcatel	Verde	334,30	252,13	32,17	12,1%	Entrada
Bozell	Verde	38,87	35,53	3,34	1,1%	Salida
BNP Financial	BNP Financial Serv	245,53	0,75	144,10	-6,9%	Salida
MasterCard	MasterCard	178,17	0,25	180,37	6,9%	Salida
Microsoft	Microsoft	85,52	0,89	88,89	5,7%	Salida
Morgan Stanley	Morgan Stanley	51,50	0,25	50,59	-1,9%	Salida
Apple	Apple	180,28	0,73	187,60	14,0%	Salida
JP Morgan	JP Morgan	108,18	0,73	107,01	-1,0%	Salida
Facebook	Facebook	172,00	1,01	181,19	11,5%	Salida
Coca-Cola	Coca-Cola	48,21	0,00	48,00	-0,5%	Salida
Yip	Yip	125,99	1,01	131,72	3,0%	Salida
Salesforce	Salesforce	120,39	1,20	120,39	0,0%	Salida
McDonald's	McDonald's	187,44	1,01	183,01	-4,6%	Salida
Netflix	Netflix	312,48	0,00	301,60	-3,2%	Salida
Bank of America	Bank of America	29,50	29,04	29,04	-0,9%	Salida
Cisco	Cisco	44,29	42,71	42,71	-3,6%	Salida
Amazon	Amazon	1188,13	1029,62	4,1%	Salida	
Google	Google	1010,58	1103,00	0,0%	Salida	
Scana	Scana	71,75	61,26	4,5%	Salida	
PH	Empire	68,37	66,69	-2,3%	Salida	

Carteras Modelo de Acciones Dividendo

RENTABILIDAD DE LA CARTERA DESDE EL 22/03/2019 HASTA 18/05/2018

TELECOMUNICACIONES DIVIDENDO	Ret. Div. 2018 (1)	Vol. Div. 2018 (1)	Vol. Div. 2019 (2)	Vol. Div. 2020 (3)	Vol. Div. 2021 (3)	Vol. Div. 2022 (3)	Vol. Div. 2023 (3)	Vol. Div. 2024 (3)	Vol. Div. 2025 (3)	Vol. Div. 2026 (3)	Vol. Div. 2027 (3)	Vol. Div. 2028 (3)	Vol. Div. 2029 (3)	Vol. Div. 2030 (3)	Vol. Div. 2031 (3)	Vol. Div. 2032 (3)	Vol. Div. 2033 (3)	Vol. Div. 2034 (3)	Vol. Div. 2035 (3)	Vol. Div. 2036 (3)	Vol. Div. 2037 (3)	Vol. Div. 2038 (3)	Vol. Div. 2039 (3)	Vol. Div. 2040 (3)	
RTESA SANPAOLO	8,0%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	+0,4%	
BBVA	5,7%	+2,0%	0,10 €	+8,6%	-7,7%	0,10 €	-7,7%	0,10 €	-7,7%	0,10 €	-7,7%	0,10 €	-7,7%	0,10 €	-7,7%	0,10 €	-7,7%	0,10 €	-7,7%	0,10 €	-7,7%	0,10 €	-7,7%	0,10 €	-7,7%
BNP PARIBAS	5,0%	+2,6%	+2,6%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	
ALIBABO	5,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	
ASA	6,0%	+5,5%	3,26 €	+11,2%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	
TELEFONICA	4,0%	+1,7%	+1,7%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	
SZWE	3,0%	+1,2%	+1,2%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	
TOTAL	5,2%	+1,70%	+1,70%	+18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	-18,00%	
SANOFI	4,0%	+2,8%	7,68 €	+7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	
REN	6,0%	+6,1%	+6,1%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	+5,8%	
IBERDROLA	5,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	+11,0%	
ALFA	3,0%	+8,1%	8,50 €	+8,0%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	+1,7%	
TOTAL MEDIA	5,2%	+1,7%	+1,7%	+18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	