

Estrategia 4º trimestre 2019

Polarización e imprevisibilidad. Pérdida de tracción, pero no recesión. Bancos centrales y gobiernos dando soporte. España vulnerable.

Índice

Resumen	4
Síntesis de estimaciones	5
1.- Perspectiva Global	7
2.- España y Portugal	33
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	44
4.- Temática trimestral: Inversión en capital riesgo	61
ANEXO I: España y Portugal, cifras históricas y estimaciones - Detalle.	65
ANEXO II: Links directos a los documentos de Análisis Bankinter.	68

Equipo de Análisis y Asesoramiento

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
<https://www.bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com/

Estrategia de Inversión 4T 2019

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 Eureka 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.

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

Estrategia de Inversión 4T 2019

relativa a la gestión de los conflictos de intereses y el Reglamento interno de conducta están disponibles bajo petición.

Sistema de recomendaciones

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

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

Aviso Legal

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

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

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

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

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

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

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

- *Riesgos al alza, pero neutralizables.-*

Comercio, Brexit, geoestrategia (Irán, petróleo...), demografía adversa e incluso la proximidad de las elecciones americanas de noviembre de 2020. Los riesgos siguen bien vivos e incluso han ganado intensidad. Pero los factores de soporte funcionan: ausencia de inflación, tipos de interés cero o negativos, beneficios empresariales expansivos (más de lo que aparentan) y probables estímulos fiscales y presupuestarios a juzgar por el cambio de actitud de Alemania y Holanda... además de Estados Unidos, que cambió mucho antes. Conviene tener muy presente que Trump aspira a salir reelegido gracias a tipos de interés más bajos (sus presiones sobre la Fed no tienen precedentes), a otra probable bajada de impuestos, a mantener vivas las negociaciones comerciales con China (consiguiendo victorias parciales, pero sin cerrar un acuerdo global) y a un dólar más bien fuerte. Pero para cuadrar el círculo también necesita unas bolsas en positivo, sin las cuales la sensación de riqueza del votante americano se tambalearía... y con ella su propia reelección. Precisamente por eso, este arriesgado equilibrio funcionará.

- *Bancos centrales y gobiernos como valedores del ciclo expansivo, aunque no lo parezca.-*

Y, efectivamente, no lo parece. Pero es así. A diferencia de cualquier otro ciclo expansivo anterior, en este los bancos centrales han cambiado su papel de controladores de la inflación por el de promotores de inflación... y del propio ciclo económico expansivo. Y ya han demostrado que están dispuestos a cualquier cosa con tal de conseguirlo, así que parece aconsejable no dudar de ellos. Nunca se gana el pulso a un banco central. Además, ahora que sus medidas de política monetaria parecen menos efectivas, los gobiernos empiezan a verse presionados para actuar con políticas fiscales y presupuestarias expansivas. Aun no es algo generalizado, pero su actitud empieza a cambiar. Tampoco parece inteligente enfrentarse a los gobiernos, pero menos aún si bancos centrales y gobiernos empiezan a actuar coordinadamente.

- *Todo debería ir más despacio a partir de ahora.-*

Y la principal razón para ello es que el ciclo expansivo ha alcanzado su velocidad de crucero y los beneficios empresariales se han normalizado y estabilizado. Debemos asumir crecimientos económicos más modestos y que la expansión de las cifras corporativas desacelere hacia el dígito simple. El año 2017 fue extraordinariamente bueno en ambos frentes, en 2018 se cuestionó - exageradamente, en nuestra opinión - lo conseguido y ahora en 2019 se ha extendido el temor a que la expansión haya terminado. Sin embargo, lo más probable es que simplemente hayamos dejado atrás el momento de su máxima expansión, a partir del cual es lógico que la pérdida de tracción y que el "ruido de fondo" generado por los múltiples riesgos activos facilite que se propague el escepticismo y que las expectativas se vuelvan más conservadoras. Pero ni eso, ni la simple inversión de la curva de tipos americana - al contrario de lo que muchos piensan - será suficiente para forzar una contracción del ciclo económico global y una caída de los beneficios empresariales. En un entorno absolutamente distinto en términos de inflación, de tipos de interés y demográficos, parece inconsistente concluir que la sola inversión de la curva de tipos americana indica que la recesión llama a la puerta. También un reloj parado marca correctamente la hora dos veces al día... Eso sí, todo irá más despacio: el crecimiento económico, la progresión de los beneficios empresariales y, finalmente también, las bolsas. Pero no olvidemos un aspecto muy importante de este "mundo nuevo" caracterizado por la ausencia de inflación relevante, tipos cero o negativos y crecimiento muy bajo: la "lógica del déficit de alternativas". La enorme liquidez disponible continuará dirigiéndose allá donde los retornos aún son decentes o bien existe la esperanza de que continúen siendo suficientes: las bolsas. Al menos mientras el ciclo no se debilite gravemente y los resultados empresariales sigan expandiéndose de forma decente. Y eso todavía no ha sucedido, ni es probable que suceda.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e
1.- PIB (media anual)							
España	3,8	3,0	2,9	2,4	2,0	1,7	1,6
Eurozona	1,6	1,7	2,5	1,9	1,1	1,1	1,3
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>220</i>	<i>130</i>	<i>40</i>	<i>50</i>	<i>90</i>	<i>60</i>	<i>30</i>
Portugal	1,5	1,4	2,7	2,1	1,8	1,6	1,6
EE.UU.	2,4	1,6	2,3	3,0	2,2	1,8	1,8
R.Unido	2,3	2,1	1,7	1,4	1,1	1,3	1,4
Irlanda	25,2	3,7	8,1	8,2	4,9	4,1	3,7
Suiza	0,8	1,3	1,6	2,5	0,6	0,9	1,2
Japón (año natural)	1,4	1,0	1,9	0,8	0,8	0,8	1,0
China	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2	6,0	5,8
India (año natural)	7,4	8,0	8,2	7,2	6,0	6,4	6,7
Brasil	-3,5	-3,5	1,1	1,1	0,9	1,9	2,5
Rusia	-2,8	-0,3	1,6	2,3	1,0	1,5	1,6
México	3,3	2,9	2,1	2,0	0,3	1,0	1,7
Turquía	6,1	3,2	7,4	2,7	-1,2	2,3	2,5
2.- IPC							
España	0,0	1,6	1,1	1,2	0,8	1,1	1,5
Eurozona	0,2	1,1	1,5	1,8	1,2	1,2	1,4
Portugal	0,4	0,9	1,5	0,7	0,8	1,0	1,2
EE.UU.	0,5	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0
R.Unido	0,2	1,6	3,0	2,3	1,9	2,0	2,0
Irlanda	-0,3	0,0	0,4	0,7	1,0	1,1	1,4
Suiza	-1,3	0,0	0,5	0,9	0,3	0,3	0,6
Japón	0,2	0,3	1,0	0,3	1,0	1,4	1,5
China	1,6	2,1	1,8	1,9	2,3	2,3	2,4
India	4,9	5,0	3,3	2,1	3,3	3,7	4,0
Brasil	10,7	6,3	3,0	3,7	3,8	4,0	4,1
México	2,7	2,8	6,2	4,8	3,3	3,3	3,1
Turquía	7,7	7,8	11,1	16,2	16,0	11,0	9,0
3.- Paro							
España (EPA)	22,1	19,6	17,2	15,3	13,7	12,7	12,1
Eurozona	10,4	9,6	8,7	7,9	7,5	7,4	7,4
Portugal	12,2	10,5	8,1	6,7	6,6	6,5	6,5
EE.UU.	5,0	4,7	4,1	3,9	3,7	3,7	3,7
R.Unido	5,1	4,8	4,5	4,0	3,9	3,9	3,9
Irlanda	9,4	7,9	6,2	5,3	4,7	4,5	4,9
Suiza	3,3	3,3	3,2	2,4	2,4	2,4	2,4
Japón	3,3	3,1	2,7	2,4	2,2	2,3	2,3
China	4,1	4,0	3,9	3,8	4,0	4,2	4,2
Brasil	9,0	12,0	11,8	11,6	11,6	11,2	11,0
México	4,4	3,9	3,3	3,4	3,6	3,5	3,5
Turquía	10,3	10,9	11,4	13,5	12,5	12,0	12,0
4.- Crédito s. privado							
España, empresarial (%)	-4,9	-4,5	-2,8	-6,5	-3,4	-2,6	-1,3
España, hipotecario (%)	-4,7	-3,0	-2,4	-1,2	-1,0	-0,3	0,3
5.- Tipos oficiales (Dic.)							
UEM. Tipo intervención	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM. Tipo depósito	-0,30	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50
UEM. Compra activos (m€ / mes)	60	80	60	15	20	20	20
EE.UU.	0,25/0,5	0,5/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	1,25/1,50	1,25/1,50
R.Unido	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75
Suiza	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,75	-1,00	-1,00
Japón	0/0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,25	4,20	4,20
India	6,75	6,25	6,00	6,50	5,10	5,00	5,00
Brasil	14,25	13,75	7,00	6,50	5,00	5,75	6,50
México	3,37	5,78	7,25	8,25	8,00	7,50	7,25
6.- Bono 10A (Dic.)							
España	1,76	1,36	1,56	1,40	0,1/0,2	0,5/0,7	0,7/0,8
Prima de riesgo España	113	115	114	116	80/60	80/60	80/60
Alemania	0,63	0,21	0,42	0,24	-0,7/-0,4	-0,3/+0,1	-0,1/+0,2
Portugal	2,52	3,76	1,94	1,70	0,00	0,60	0,70
EE.UU.	2,26	2,45	2,35	2,70	1,80	2,00	2,20
R.Unido	1,96	1,24	1,20	1,28	0,75	1,00	1,00
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,10	0,20	0,50
Suiza	-0,40	-0,20	-0,20	-0,30	-0,50	-0,20	0,10
Japón	0,26	0,05	0,04	-0,04	-0,10	0,00	0,10
Turquía	10,46	11,08	11,35	17,26	15,50	15,00	14,50
7.- Divisas							
Eurodólar	1,086	1,052	1,175	1,136	1,08/1,13	1,10/1,15	1,12/1,17
Euroyen	130,6	123,0	135,3	125,8	118/122	122/128	128/135
Dólar yen	120,2	117,0	112,7	113,2	109/108	110/111	114/115
Eurolibra	0,737	0,84	0,88	0,90	0,85/0,93	0,85/0,93	0,85/0,93
Eurosuizo	1,088	1,07	1,16	1,13	1,09/1,11	1,10/1,15	1,12/1,17
8.- Materias primas (Dic.)							
Petróleo (Brent, \$/b.)	37,3	53,6	66,9	56,3	67	60,0	55,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	37,0	53,7	60,4	45,4	61	57,0	53,0
Oro (\$/oz.)	1,061	1,141	1,256	1,282	1,400	1,450	1,500

Fuente: Estimaciones Sept'19 Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 4T 2019

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.

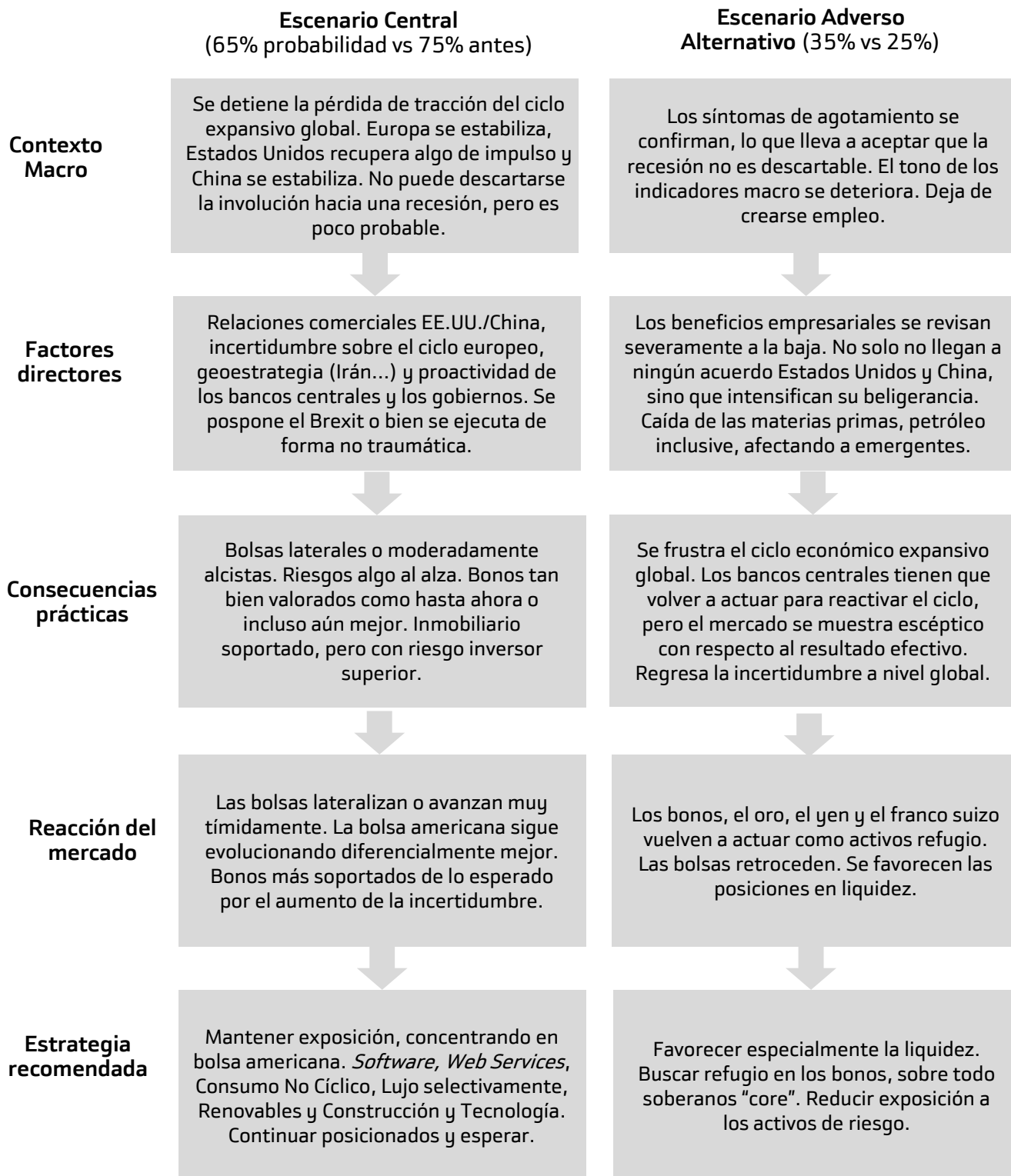
Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2018	1T'19	2T'19	3T'19	4T'19	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021
EE.UU.	3,0	3,1	2,0	1,8	1,8	2,2	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8
ESPAÑA	2,4	2,1	2,1	2,0	1,9	2,0	1,8	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,6
UEM	1,9	1,2	1,2	1,1	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,3
PORTUGAL	2,1	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,6	1,1	1,9	1,8	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
R. UNIDO	1,4	1,8	1,2	0,8	0,8	1,1	1,0	1,2	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4
IRLANDA	8,2	7,4	5,8	4,0	2,5	4,9	4,5	5,5	4,0	2,5	4,1	4,3	5,0	3,5	2,0	3,7
SUIZA	2,5	1,0	0,2	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	1,0	0,9	1,1	1,1	1,1	1,3	1,2
JAPÓN	0,8	2,2	1,3	0,5	-1,0	0,8	0,5	0,8	0,9	1,1	0,8	1,0	0,8	1,0	1,2	1,0
CHINA	6,6	6,4	6,2	6,0	6,0	6,2	6,0	6,0	5,9	5,9	6,0	5,9	5,8	5,8	5,7	5,8
BRASIL	1,1	0,5	1,0	1,0	1,2	0,9	1,5	1,8	2,0	2,2	1,9	2,3	2,4	2,6	2,7	2,5
RUSIA	2,3	0,5	0,9	1,3	1,4	1,0	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
INDIA	7,2	5,8	5,0	6,4	6,6	6,0	6,3	6,3	6,5	6,5	6,4	6,4	6,6	6,7	6,9	6,7
MÉXICO	2,0	1,2	-0,8	0,3	0,6	0,3	0,9	0,9	1,1	1,2	1,0	1,5	1,7	1,8	1,8	1,7
TURQUÍA	2,7	-2,4	-1,5	-1,0	0,0	-1,2	0,2	2,0	3,0	4,0	2,3	3,0	2,7	2,4	2,0	2,5
IPC	2018	1T'19	2T'19	3T'19	4T'19	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021
EE.UU.	1,9	1,9	1,6	1,9	1,9	1,9	1,6	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0
ESPAÑA	1,2	1,3	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5
UEM	1,8	1,4	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4
PORTUGAL	0,7	0,9	0,4	0,2	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2
R. UNIDO	2,3	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	2,1	2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IRLANDA	0,7	1,1	1,1	1,5	1,0	1,0	1,5	1,2	1,8	1,1	1,1	1,6	1,3	1,5	1,4	1,4
SUIZA	0,9	0,7	0,5	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
JAPÓN	0,3	0,5	0,7	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
CHINA	1,9	2,3	2,7	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
BRASIL	3,7	4,6	3,4	3,6	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,1
INDIA	2,1	2,9	3,2	3,1	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,7	3,7	3,8	3,8	4,0	4,0	4,0
MÉXICO	4,8	4,0	4,1	3,5	3,3	3,3	3,3	3,4	3,5	3,3	3,3	3,5	3,4	3,3	3,1	3,1
TURQUÍA	16,2	18,0	17,0	16,0	16,0	16,0	15,0	13,5	12,0	11,0	11,0	10,0	10,0	9,0	9,0	9,0
Paro	2018	1T'19	2T'19	3T'19	4T'19	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021
EE.UU.	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
ESPAÑA	15,3	14,7	14,0	13,5	13,7	13,7	13,4	13,0	12,9	12,7	12,7	12,6	12,4	12,3	12,1	12,1
UEM	7,9	7,7	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
PORTUGAL	6,7	6,8	6,6	6,7	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
R. UNIDO	4,0	3,9	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
IRLANDA	5,3	5,4	4,5	5,3	4,7	4,7	4,8	5,0	4,8	4,5	4,5	4,5	5,2	5,0	4,9	4,9
SUIZA	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
JAPÓN	2,4	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
CHINA	3,8	3,7	3,6	3,8	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
BRASIL	11,6	12,7	12,0	11,6	11,6	11,6	11,5	11,4	11,3	11,2	11,2	11,1	11,0	11,0	11,0	11,0
MÉXICO	3,4	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,5	3,6	3,6	3,5	3,5	3,6	3,5	3,6	3,5	3,5
TURQUÍA	13,5	14,1	13,0	12,7	12,5	12,5	12,3	12,2	12,1	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Tipo Dtor.	2018	1T'19	2T'19	3T'19	4T'19	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021
EE.UU.	2,25/2,5	2,25/2,5	2,25/2,5	1,75/2,0	1,50/1,75	1,50/1,75	1,25/1,50	1,25/1,50	1,25/1,50	1,25/1,50	1,25/1,50	1,25/1,50	1,25/1,50	1,25/1,50	1,25/1,50	1,25/1,50
UEM	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM (Dep.)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
UEM (QE)	15,00	0,00	0,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
R. UNIDO	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
SUIZA	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-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	4,30	4,25	4,25	4,25	4,25	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20
BRASIL	6,50	6,50	6,50	5,50	5,00	5,00	5,00	5,00	5,50	5,75	5,75	5,75	6,00	6,50	6,50	6,50
INDIA	6,50	6,25	5,75	5,40	5,10	5,10	5,10	5,10	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
MÉXICO	8,25	8,25	8,25	8,00	8,00	8,00	7,75	7,75	7,50	7,50	7,50	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25
TURQUÍA	17,26	24,0	24,0	16,8	15,5	15,50	15,5	15,3	15,0	15,0	15,00	14,8	14,6	14,5	14,5	14,50

Fuente: Estimaciones Sept.'19 Análisis Bankinter

(*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

Perspectiva Global: El contexto



Estrategia de Inversión 4T 2019

Informe de Estrategia de Inversión 4T 2019

Septiembre/Diciembre, 2019.

1.- Perspectiva Global.

*"Cuanto gané lo perdí. Lo que presté no lo tengo. Sólo tengo lo que di."**Refrán castellano*

En nuestra anterior Estrategia de Inversión publicada en junio afirmábamos que los tipos de interés ya no iban a subir, ni siquiera en Estados Unidos, sino a bajar. Y así ha sucedido en todo el mundo. La única excepción absolutamente anómala es Noruega, que se desmarca subiendo tipo director por tres veces este año para prevenir un hipotético repunte de su inflación derivado la subida del petróleo... y probablemente esté cometiendo un error. En realidad, estamos digiriendo las bajadas de tipos de los bancos centrales alrededor del mundo: Estados Unidos, Eurozona, Brasil, Dinamarca, Nueva Zelanda, Australia, India, Hong Kong... Incluso Japón profundizará en sus actuales medidas de política monetaria ultra laxa, aunque haya pospuesto cualquier acción a su reunión del 31 oct., una vez se haya aplicado la subida de los impuestos indirectos al consumo. ¿Qué consecuencias prácticas tiene todo esto? Sencillamente, que **las bolsas siguen rebotando casi silenciosamente y sin llamar la atención**, a pesar de las dudas, mientras que tiene lugar una consolidación de los bonos aderezada con alguna toma de beneficios transitoria.

Las incertidumbres abiertas siguen sin ser suficientes como para detener las bolsas.

Tabla 1.1: Estimaciones de PIB actuales y anteriores.-

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

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

e = Estimación propia

(*) Junio 2019. Informe de Estrategia de Inversión 3T 2019.

Los bancos centrales con mayor influencia global han dejado una cierta "sensación de insuficiencia" en septiembre, pero no tenemos duda de que continuarán actuando en los próximos meses. El único síntoma algo preocupante son las inyecciones extraordinarias de liquidez por parte de la Fed (123.000M\$ en la tercera semana de septiembre, más

Las inyecciones de liquidez que ha realizado la Fed en septiembre, de manera absolutamente sobrevenida, no nos dejan del todo tranquilos.

Estrategia de Inversión 4T 2019

90.000M\$ comprometidos para las siguientes 2 semanas, al menos), que indicarían que tiene lugar una retirada de posiciones en activos financieros superior a la habitual por parte de las compañías americanas coincidiendo con el pago de los impuestos. Por eso, entre otras cosas, somos más cautos de cara al último trimestre del año. Recomendamos concentrar más aún la exposición en bolsa americana, retirando tácticamente - que no estratégicamente todavía - nuestras recomendaciones de compra sobre India y Brasil. En Europa pueden surgir oportunidades puntuales por precio, pero antes de lanzarnos a aprovecharlas es preciso esperar a comprobar que la preocupante pérdida de tracción de la economía europea ha terminado y que la situación se estabiliza o incluso rebota un poco. En este sentido, aunque los PMIs europeos publicados en la última semana de septiembre supusieron una grave decepción, simultáneamente el IFO alemán sorprendió positivamente (94,6 vs 94,4 esperado vs 94,3 agosto) y podría representar el primer indicio del punto de inflexión a mejor en Europa.

En el frente doméstico nuestra preocupación es algo superior. Estimamos una pérdida de impulso del crecimiento (PIB) de la **economía española** hacia niveles claramente inferiores al 2% por primera vez en mucho tiempo, lo que llevará a una reducción más lenta de la tasa de paro debido a la menor creación de empleo. Creemos probable que el incremento de los costes laborales haya perjudicado la competitividad exterior, habiendo sucedido esto precisamente en un momento de desaceleración de nuestros principales socios comerciales europeos. El origen del debilitamiento se encuentra, en nuestra opinión, en la pérdida de impulso que el Sector Exterior sufre desde el 4T 2018. Las Importaciones se contrajeron ligeramente tanto en el 1T como en el 2T 2019 (-1,0% y -0,9% respectivamente) y las Exportaciones apenas se expanden en el entorno de +2% en el mejor de los casos (o no se expanden en absoluto, como sucedió en el 1T 2019). Con el Sector Exterior cuestionado, era cuestión de tiempo (y no mucho) que la Inversión Empresarial perdiera tracción, como efectivamente sucedió en el 2T 2019 (tan sólo +0,9%). En esas circunstancias, la expansión del PIB español ha pasado a depender casi exclusivamente de un Consumo Privado que lleva demasiado tiempo presionado por una carga fiscal excesiva. Es preciso acometer las reformas estructurales pendientes, como las pensiones o la dimensión (y el coste) del sector público antes de que su impacto sobre el crecimiento económico y las ratios de endeudamiento agraven la situación, colocando a la economía española en una situación de desventaja competitiva. Por eso hemos revisado a la baja nuestras estimaciones de PIB 2019/21 desde +2,2%, +1,9% y +1,7% hasta +2,0%, +1,7% y +1,6%.

Recomendamos concentrar más aún la exposición en bolsa americana, retirando tácticamente - que no estratégicamente todavía - nuestras recomendaciones de compra sobre India y Brasil.

El origen del debilitamiento del PIB español se encuentra, en nuestra opinión, en la pérdida de impulso del Sector Exterior.

Tabla 1.2: Evolución de los beneficios empresariales, reales y estimados (2017/20).-

	BPA 2017r	BPA 2018r	BPA 2019e		BPA 2020e	
			Antes (1)	Ahora (2)	Antes (1)	Ahora (2)
Ibex-35	+27,3%	+2,3%	+8,7%	+8,6%	+8,8%	+6,7%
EuroStoxx-50	+28,3%	-7,8%	+21,3%	+18,4%	+10,2%	+10,4%
S&P 500	+12,9%	+23,6%	+9,4%	+8,4%	+10,8%	+10,5%
Nikkei 225	+60,5%	-0,3%	+2,8%	+1,5%	+5,0%	+3,3%

Notas: (1) Consenso Bloomberg al 19.09.2019. (2) Ídem al 24.06.2019.

Estrategia de Inversión 4T 2019

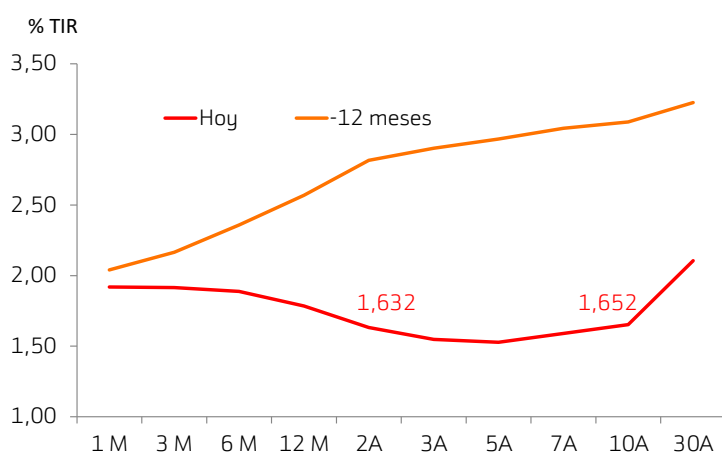
Recuperando una perspectiva global y de mercado, las bolsas reaccionan muy bien ante las dificultades. Dudan, como es natural, pero terminan rebotando... un poco más. Es la **"lógica del déficit de alternativas"**: con un ciclo aún expansivo, aunque debilitado, este contexto de tipos cero o negativos, que parece más estructural que pasajero, fuerza a la enorme liquidez disponible a dirigirse allá donde los retornos son decentes o bien existe la esperanza de que continúen siendo suficientes. Mientras el ciclo no se debilite claramente y los resultados empresariales sigan expandiéndose lo suficiente, el destino principal de la liquidez sólo puede ser las bolsas. A pesar de que las cifras macro en ocasiones sean frustrantes, lo que nos lleva a revisar a la baja de forma generalizada nuestras estimaciones por áreas geográficas (ver Tabla 1.1), las bolsas continúan rebotando poco a poco y los bonos aguantan muy bien en sus actuales zonas de soporte... las cuales podrían volver a ser batidas en el cuarto trimestre si los bancos centrales continúan actuando.

Ante el déficit de alternativas la liquidez se dirige forzosamente hacia bolsas, casi la única clase de activo donde los retornos continúan siendo decentes.

Eso sí, **todo debería ir más despacio a partir de ahora**. La principal razón para ello es que el ciclo expansivo ha alcanzado su velocidad de crucero y los beneficios empresariales se han normalizado y estabilizado. Debemos asumir crecimientos económicos más modestos y que la expansión de los resultados empresariales desacelere hacia el dígito simple, incluso en Estados Unidos donde las compañías tecnológicas tienen un peso superior. Lo más probable es que simplemente hayamos dejado atrás el momento de máxima expansión, a partir del cual es lógico que tenga lugar una pérdida de tracción y que el "ruido de fondo" generado por los múltiples riesgos activos facilite que se propague el escepticismo y que las expectativas se vuelvan más conservadoras. Pero ni eso, ni la simple inversión de la curva de tipos americana - al contrario de lo que muchos piensan - será suficiente para forzar una contracción del ciclo económico global y una caída de los beneficios empresariales.

El "ruido de fondo" generado por los múltiples riesgos activos facilita que se propague el escepticismo y que las expectativas se vuelvan más conservadoras, pero no que revierta el ciclo económico global... ni las bolsas.

Gráfico 1.3: Curva de tipos americana.



Fuente: Bloomberg. Elaboración: Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 4T 2019

En un **entorno absolutamente distinto** en términos de inflación, de tipos de interés y demográficos, parece inconsistente concluir que la sola inversión de la curva de tipos americana indica que la recesión llama a la puerta. También un reloj parado marca correctamente la hora dos veces al día... Eso sí, todo irá más despacio: el crecimiento económico, la progresión de los beneficios empresariales y, finalmente también, las bolsas. Pero no olvidemos un aspecto muy importante de este "mundo nuevo" caracterizado por la ausencia de inflación relevante, tipos cero o negativos y crecimiento muy bajo: la **"lógica del déficit de alternativas"**. La enorme liquidez disponible continuará dirigiéndose allá donde los retornos aún son decentes o bien existe la esperanza de que continúen siendo suficientes: las bolsas. Al menos mientras el ciclo no se debilite gravemente y los resultados empresariales sigan expandiéndose de forma decente. Y eso todavía no ha sucedido, ni es probable que suceda.

Parece inconsistente deducir que la sola inversión de la curva de tipos americana indique, sin atisbo de duda, que la recesión esté llamando a la puerta. Si fuera tan sencillo, todo el mundo en cualquier época anterior habría esquivado la recesión.

Tabla 1.4.- Bolsas. Valoraciones y otras referencias.-

	Var. %	Valoración 12 meses (2)			Potencial (4)	Máximo	Fecha del
	2019 (1)	Anterior(3)	Actual	24/09/19	12 meses	Histórico	máximo
Ibex-35	+6,8%	9.785	9.731	9.118	+6,7%	15.946	08.11.2007
EuroStoxx-50	+17,7%	3.612	3.879	3.532	+9,8%	5.464	06.03.2000
S&P 500	+19,0%	3.369	3.473	2.992	+16,1%	3.026	26.07.2019
Nikkei 225	+10,4%	21.630	22.289	22.099	+0,9%	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2019 hasta 23.09.2019. (2) Valoraciones estimadas para una perspectiva de 12 meses.

(3) Calculado en Junio 2019 para Estrategia de Inversión 3T 2019. (4) Potencial estimado desde el 23.09.2020.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Eurozona: "La Inflación se aleja cada vez más del objetivo del BCE y los tipos de interés seguirán bajos en 2019/2021. La Demanda Interna resiste los envites globales pero las perspectivas de crecimiento son bajas".

La actividad económica pierde tracción y la Inflación se aleja cada vez más del objetivo del BCE. El Consumo se mantiene firme, pero la Inversión pierde ímpetu y el Sector Exterior acusa la debilidad del comercio internacional. Las condiciones de financiación son atractivas y la política fiscal tiende a relajarse (Alemania y Holanda dan los primeros pasos). El proteccionismo, la cercanía del Brexit (¿octubre?) y la situación de algunos emergentes son los principales riesgos. Nuestro escenario central macro es constructivo - crecimiento y creación de empleo, tipos de interés bajos y ausencia de presiones inflacionistas -, aunque los riesgos están sesgados a la baja. Los indicadores de riesgo se mantienen en niveles razonables (Deuda/PIB, Déficit, diferenciales de crédito, volatilidad, etc..) y la probabilidad de recesión a doce meses vista es baja. Alemania, acusa especialmente la debilidad del comercio global, Francia, se reactiva tras la crisis de los chalecos amarillos, Italia flirtea con la recesión, la crisis política se disipa. Holanda pierde inercia, pero planea recortes de impuestos e inversiones en infraestructuras. Irlanda y España lideran el crecimiento, Portugal crece por encima de la media y Grecia avanza en la corrección de los desequilibrios. El BCE mantendrá los tipos bajos en 2019/2021 y reanudará el programa de compra de bonos en noviembre. Además, mejora las condiciones del TLTRO-III (financiación bancaria) y establece un Tiering para mitigar el impacto de los tipos negativos en la banca.

Diagnóstico: La actividad económica pierde tracción y la Inflación se aleja cada vez más del objetivo del BCE. El IPC no alcanza el 2,0% desde noviembre 2018 y la Tasa Subyacente (menos volátil) desde hace siete años.

El Consumo se mantiene firme, pero la Inversión pierde ímpetu y el Sector Exterior acusa la debilidad del comercio internacional. Las condiciones de financiación son atractivas (tipos bajos/negativos) y la política fiscal tiende a relajarse.

La incertidumbre política en Italia se disipa, Alemania parece proclive a políticas fiscales expansivas y el populismo pierde protagonismo. Entre los principales riesgos destacan el proteccionismo, la cercanía del Brexit (¿octubre?) y la situación de algunos emergentes.

Visión & Perspectivas: El PIB crece a un ritmo de apenas +1,2% en 2T19 (vs +1,3% en 1T'19) y se aleja de su potencial de crecimiento a largo plazo. La mejora del mercado laboral - la Tasa de Paro acumula seis años de caídas - y unos tipos de interés bajos sostienen el Consumo.

Las dificultades por las que atraviesan el comercio internacional y la industria pasan factura a la Inversión (+2,8% en 2T19 vs 4,0% en 1T19) y las Exportaciones (+1,1% en 2T19 vs +1,6% en 1T19).

Nuestro escenario central macro para 2019/2021 es constructivo - crecimiento y creación de empleo, tipos de interés bajos y ausencia de presiones inflacionistas -, aunque los riesgos que afectan al crecimiento están sesgados a la baja.

El sector Servicios y la Construcción evolucionan satisfactoriamente, pero continúa la debilidad en la industria. El PMI Manufacturero acumula siete meses en zona de contracción (<50 puntos) y no se atisba un cambio de tendencia en los indicadores más recientes de actividad (Pedidos de Fábrica, Inventarios y Producción Manufacturera).

La actividad económica pierde tracción y la Inflación se aleja cada vez más del objetivo del BCE

El Consumo se mantiene firme, aunque la Inversión pierde ímpetu y el Sector Exterior acusa la debilidad del Comercio

El PIB crece +1,2% en 2T19 y se aleja del potencial estimado a largo plazo

Nuestro escenario central macro para 2019/2021 es constructivo (crecimiento y creación de empleo con inflación y tipos bajos)

Los servicios y la Construcción evolucionan satisfactoriamente, aunque persiste la debilidad en la industria

Estrategia de Inversión 4T 2019

Los indicadores de riesgo para la UEM en su conjunto se mantienen en niveles razonables (Deuda/PIB, Déficit, diferenciales de crédito, volatilidad, etc..) y la probabilidad de recesión para los próximos doce meses es baja.

Alemania, acusa especialmente la debilidad del comercio y el PIB apenas crece +0,4% en 2T19 (-0,1% t/t). La Tasa de Paro se mantiene en mínimos históricos y el Ejecutivo parece dispuesto a relajar la política fiscal. La eliminación del impuesto para la reunificación (5,0% sobre la renta) en 2021 junto con un plan de inversiones en renovables por hasta 50.000 M€ es un buen punto de partida.

Francia, se reactiva tras la crisis de los chalecos amarillos (+1,4% en 2T19 vs +1,3% en 1T19) y los PMIs (incluido el Manufacturero) se mantienen en zona de expansión.

Italia flirtea con la recesión (-0,1% en 2T19; +0,0% t/t) y mantiene un endeudamiento elevado (Deuda Pública/PIB >130%) pero la crisis política se disipa y la prima de riesgo se relaja.

Holanda pierde inercia (+1,8% en 2T19 vs +1,9% en 1T19) pero su Tasa de Paro es de apenas el 3,4% y el Presupuesto para 2020 refleja una bajada de impuestos por hasta 3.000 M€ y la creación de un fondo para invertir en infraestructuras por 50.000 M€ (equivalente a el ~6,0% del PIB).

Irlanda y **España** lideran el crecimiento, **Portugal** crece por encima de la media europea y **Grecia** avanza en la corrección de los desequilibrios (endeudamiento & desempleo) gracias a la reactivación de la Demanda Interna.

La Inflación, actualmente en +1,0% se aleja del objetivo del BCE, a pesar del aumento en los Salarios (+2,7% en 2T19), el incremento de la Masa Monetaria (M3) y la debilidad del Euro.

La Tasa Subyacente (menos volátil) se mantiene dentro de un rango lateral comprendido entre +1,0%/1,4% y las Perspectivas de Inflación a largo plazo se sitúan en niveles históricamente bajos (~1,3%).

Los indicadores de riesgo se mantienen en niveles razonables y la probabilidad de recesión a doce meses vista es baja

Alemania acusa especialmente la debilidad del comercio, pero empieza a dar los primeros pasos para relajar la política fiscal

Italia flirtea con la recesión, pero la crisis política se disipa y la prima de riesgo se relaja

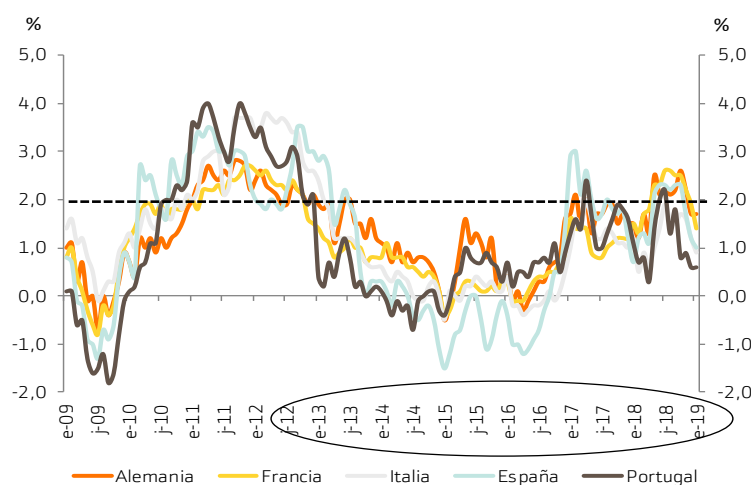
Irlanda y España lideran el crecimiento, Portugal supera la media europea y Grecia corrige los desequilibrios

Holanda prepara una rebaja de impuestos y un plan de inversiones en infraestructuras

La Inflación se aleja del objetivo a pesar del aumento en los salarios, la evolución de la Masa Monetaria y la debilidad del Euro

Las perspectivas de Inflación a largo plazo se sitúan en niveles históricamente bajos

Gráfico 1.5: Evolución del IPC en las principales economías



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 4T 2019

Tipos de Interés & Política Monetaria:

La estrategia del BCE pivota sobre cuatro ejes:

- (i) **Tipos de interés bajos mucho tiempo:** Los tipos de interés (Depósito -0,50%, Referencia +0,0% y Crédito +0,25%) se mantendrán en los niveles actuales o inferiores hasta que la Inflación alcance el objetivo (~2,0%). De manera orientativa, **las estimaciones de Inflación del BCE se mantienen notablemente por debajo del 2,0% en el período 2019/2021.**
- (ii) **Tiering o sistema de cobro por tramos para las reservas de liquidez que la banca deposita en el BCE** (coste actual de -0,50%): De esta manera, una parte queda exenta (6 veces el coeficiente de caja que actualmente es del 1,0%) y se alivia así el impacto de los tipos negativos sobre el sector.
- (iii) **Condiciones de financiación atractivas & liquidez elevada:** El próximo 1 de noviembre se reanuda el programa de compra de bonos (soberanos y corporativos) a un ritmo de 20.000 M€/mes por un tiempo indefinido y
- (iv) **TLTRO- III:** el programa de financiación para la banca facilita la transmisión de la política monetaria (concesión de crédito). **El tipo aplicable podrá ser tan bajo como el tipo de Depósito (actualmente en -0,50% vs -0,40% en el TLTRO-II)** si las entidades consiguen el objetivo de aumentar el volumen de crédito computable.

Los tipos de interés seguirán bajos en 2019/2021

El Tiering o sistema de cobro por tramos al exceso de liquidez bancaria mitiga el impacto de los tipos negativos

El BCE reanuda el programa de compra de bonos (soberanos y corporativos) por hasta 20.000 M€/mes y tiempo indefinido

El TLTRO-III facilita la concesión de crédito (transmisión de la política)

Pensamos que el BCE mantendrá el Tipo de Referencia (0,0%) y el Tipo de Depósito (-0,50%) sin cambios hasta 2021 aunque **la probabilidad de ver un recorte de -10 pb en el tipo de depósito hasta -0,60% ronda el ~30,0%.**

En este entorno, estimamos que **la TIR del Bund alemán a 10 A cotice dentro de un rango (-0,70%/-0,40%) en 2019** para deslizarse progresivamente hacia (-0,30%/+0,10%) en 2020 y (-0,10%/+0,20%) en 2021.

Revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento para 2019 hasta +1,1% (vs +1,2% anterior), +1,1% en 2020 (vs +1,3% anterior) y +1,3% en 2021 (vs +1,4% anterior).

Revisamos ligeramente nuestras previsiones de Inflación para 2019 hasta +1,2% (vs +1,3% anterior), +1,2% en 2020 (vs +1,4% anterior) y +1,4% en 2021 (vs +1,5%).

Pensamos que el BCE mantendrá los tipos de interés de referencia sin cambios en 2019/2021

Revisamos a la baja nuestras previsiones de Crecimiento e Inflación para 2019/2021

Estrategia de Inversión 4T 2019

Suiza: "Se debilita más rápido de lo esperado. El Franco se mantiene apreciado."

Suiza desacelera más de lo esperado. Su PIB del 2T aumentó en +0,2% y se revisó a la baja el 1T hasta +1,0% desde +1,7%. Una menor Inversión Inmobiliaria y el Sector Exterior lastraron a la economía. Y el IPC se alejó aún más del objetivo de +2% (+0,3% en agosto). El Franco Suizo se mantuvo apreciado actuando como valor refugio y encareciendo las Exportaciones. Y **los indicadores adelantados muestran un mayor debilitamiento** tanto en Suiza como en el entorno UEM. El SNB mantuvo su compromiso intervención sobre la divisa y redujo perspectivas de crecimiento e inflación. En este contexto, **revisamos a la baja nuestras estimaciones** con un PIB en 2019 de +0,6% desde +1,5% estimado anterior.

El PIB suizo del 2T se ralentizó más de lo esperado. Aumentó en +0,2% frente a +0,9% esperado y +1,0% en el 1T (revisado a la baja desde +1,7%). Provocado sobre todo por **una desaceleración en Inversión Inmobiliaria** (+0,2% vs +1,4% en el 1T) **y en las Exportaciones** de Bienes (+3,5% vs +4,1% en el 1T). Sin embargo, la Tasa de Desempleo se redujo hasta 2,3% en agosto desde 2,4% mejorando su nivel de pleno empleo. Por el lado de los **precios**, los datos preocupan algo más: el IPC de agosto fue +0,3% y se aleja más del objetivo del 2%. El **Franco Suizo** se mantuvo muy apreciado frente al euro en niveles de 1,095/CHF y fue la causa de unas Exportaciones más débiles de lo deseable. **El SNB** mantuvo su compromiso con la intervención del Franco Suizo y **revisó a la baja sus perspectivas** de crecimiento e inflación.

El PIB suizo del 2T se ralentizó más de lo esperado, lastrado por la Inversión Inmobiliaria y las Exportaciones. El SNB revisó a la baja crecimiento e inflación.

Pero las previsiones son inciertas con tono más negativo que positivo: (i) El indicador adelantado de **Confianza Empresarial (KOF)** mejora y se aproxima a máximos del año (97,0 agosto vs 97,0 en julio y 93,8 en junio vs 97,2 máximo del año en marzo). (ii) El indicador intermedio de **Producción Manufacturera (PMI)** empeora respecto al inicio de año y todavía se sitúa en terreno contractivo desde abril (47,2 en agosto vs 54,3 en enero). (iii) **los indicadores adelantados de la Eurozona empeoran** (IFO y ZEW alemán y Conf. Consumidor europea) y podría apreciar aún más el Franco Suizo como valor refugio. **En resumen**, un ciclo económico debilitado con perspectiva negativa.

Las previsiones son más negativas que positivas. Los indicadores adelantados se debilitan.

En este entorno, el **Banco Nacional de Suiza (SNB)** mantendrá su **política monetaria expansiva**. Pero sobre todo su intervención sobre el Franco Suizo para depreciarlo y abaratar sus Exportaciones. Su Tipo Director se mantendrá en -0,75%. Pero podría modificar de nuevo las condiciones de sus Tipos de Depósito en favor de los bancos. Cosa que ya hizo el pasado 19 de septiembre con un **Tiering** en los depósitos bancarios parecido al del BCE.

El SNB mantendrá su política monetaria expansiva y la intervención de la divisa. Podría volver a modificar el Tiering a la banca.

Estimamos que en el último trimestre de 2019 la evolución económica de Suiza sea: (i) **neutral para el Franco Suizo:** la política monetaria del SNB (tipos de depósito y compra de divisa extranjera) podría neutralizar el efecto apreciatorio del entorno debilitado en la UEM, pero no estimamos que consigan depreciar de forma efectiva el Franco. (ii) **moderadamente positiva para el Sector Exterior:** un Franco al menos estabilizado y el KOF en máximos del año daría cierto soporte a las Exportaciones. (iii) **Negativo para el IPC:** es poco probable que se cumpla el objetivo de +2%. Pero estimamos que los estímulos al menos mantengan el nivel de precios en torno a +0,6%.

Revisamos a la baja las estimaciones del PIB: en 2019 aumentará +0,6%. En 2020 y 2021 mejorará hasta +0,9%.

Como conclusión y en este entorno, revisamos a la baja el crecimiento del PIB de 2019 hasta +0,6% desde +1,5%. Y ajustamos las estimaciones para 2020 y 2021 hasta +0,9% desde +1,6%.

Reino Unido: "La historia interminable del *Brexit* escribe otro capítulo más..."

El Brexit se alarga y se complica cada vez más. El escenario más probable parece ya la prolongación hasta el 31-01-2020 dentro de un nuevo proceso negociador con la UE. Sin embargo, en la economía real sí que se está viendo un claro impacto de la incertidumbre y esperamos que el PIB continúe con el proceso de desaceleración visto en los últimos 3 años. Por otro lado, los últimos indicadores adelantados conocidos (PMI Manufacturero: 47,4 y Confianza del Consumidor: -14) dan también muestras claras de que la pérdida de tracción de la economía va a continuar. Creemos que todo este entorno descarta la posibilidad de subidas de tipos en Reino Unido al menos durante 2019-2020 y que el mercado seguirá en "compás de espera" hasta que se clarifiquen los posibles escenarios. Estimamos que a corto plazo el país seguirá afectado negativamente por la incertidumbre y esperamos ver un PIB 2019 desacelerándose hasta +1,1%, Inflación en el +1,9% y tipo de cambio GBP/€ en el rango 0,85/0,93.

Tras el nombramiento de Boris Johnson como Primer Ministro, el proceso del *Brexit* se ha complicado si cabe aún más de lo que ya estaba. La jugada de Johnson de suspender el parlamento hasta pocos días antes de la salida sin acuerdo el 31 de octubre se encontró con la oposición frontal no solo del partido laborista sino de su propio gobierno que lo frenaron en seco e incluso rechazaron un intento de convocatoria de elecciones anticipadas. Finalmente, el parlamento antes de su disolución, y para no dejar cabos sueltos, logró aprobar una ley que estipula que si para el 19 de octubre no se ha negociado un nuevo acuerdo de salida el Ejecutivo debe solicitar a Bruselas una nueva ampliación de plazos hasta el 31-01-2020. Tras estos acontecimientos las escasas posibilidades que le quedaban a Johnson de ejecutar su plan de un *Brexit* duro prácticamente han desaparecido, abriéndose la puerta a un escenario más positivo para los mercados en el que (siempre que Bruselas se lo permita) se ampliaría el plazo para negociar. En cualquier caso, nuestra opinión de fondo no ha cambiado: seguimos defendiendo que, independientemente del plazo de ejecución, el *Brexit* podrá aplicarse a personas y capitales, pero no alterará el comercio de mercancías físicas, que es lo que realmente afectaría a los mercados. De hecho, Johnson en su última reunión con el PM de Irlanda, Leo Varadkar, ya moderó su mensaje y se mostró dispuesto a aceptar una modificación de la cláusula *backstop* en la que se dejarían de forma permanente dentro de las normas del mercado único de la UE los alimentos y la agricultura.

Entorno macro: Creemos que el actual escenario de desaceleración económica (PIB 2019e: +1,1%) y de indicadores adelantados débiles (PMI Manufacturero: 47,4 y Confianza del Consumidor: -14) elimina la posibilidad de subidas de tipos en Reino Unido al menos durante 2019-2020. El Banco de Inglaterra en su último *Inflation Report* del mes de agosto constató que la economía británica se está debilitando más de lo previsto, (desacelerando por debajo de su potencial de medio plazo) y reiteró los mensajes de informes anteriores indicando que la adaptación de los tipos seguirá dependiendo de la evolución del *Brexit*. De hecho, el BoE revisó a la baja sus previsiones de PIB para 2019 (+1,0% vs. +1,2% anterior) y 2020 (+1,4% vs +1,7% anterior).

Divisa: Por el camino, la gran perjudicada de todo esto ha sido la libra que en los momentos de mayor debilidad ha llegado a tocar mínimos 0,931GBP/€. Dada la escasa visibilidad del escenario a futuro, establecemos el rango (0,85/0,93) para 2019 y 2020 (vs anterior 0,85/0,90), al menos hasta conocer nuevos detalles sobre el desenlace del proceso.

El Brexit se complica cada vez más. El escenario más probable parece la prolongación hasta el 31-01-2020 dentro de un nuevo proceso negociador con la UE.

El PIB continuará desacelerándose en 2019 y en un entorno de incertidumbre como el actual no esperamos que haya movimiento de tipos.

La libra, pese a todo, se sigue mantenido en niveles aceptables. Revisamos el rango a 0,85/0,93

Irlanda: "Crecimientos a la cabeza de la UE, pero debe reducir su endeudamiento".

Irlanda está experimentando **uno de los mayores crecimientos de los países de la Eurozona**. En 2018, el PIB creció +8,2% y en 2019 +5,8% a/a. La demanda interna y las exportaciones son los principales motores del crecimiento. La tasa de desempleo es 5,3% y la inflación +1,1%. En este contexto, el sector privado ha hecho un esfuerzo de desapalancamiento, pero su **endeudamiento** se sitúa en el 238% del PIB y sigue siendo **elevado**. De cara a los próximos años, **esperamos una desaceleración del crecimiento del PIB** aunque elevamos nuestra estimación al +4,9% para 2019e (desde +4,2%) y +4,1% en 2020e (desde +3,6%). Creemos que la Tasa de Desempleo se situará por debajo del 5% junto con una inflación que se incrementará ligeramente. **Las principales incertidumbres** son el impacto negativo de un Brexit desordenado, las incertidumbres sobre el comercio exterior, un deterioro de la balanza por cuenta corriente ante un entorno comercial global menos favorable, la dependencia de las multinacionales, cambios en la fiscalidad internacional, la impredecibilidad de las actividades e inversiones de las grandes multinacionales asentadas en Irlanda y el elevado endeudamiento del sector privado.

La **economía** irlandesa está **creciendo a tasas superiores al resto de los países de la eurozona** apoyada por la fortaleza de la demanda interna y las exportaciones. El crecimiento del empleo y de los salarios unidos al acceso a la financiación y a un menor -aunque todavía elevado- apalancamiento de las familias impulsan el consumo privado, mientras que el sector público, la construcción y el sector inmobiliario refuerzan la pujanza de la demanda interna.

Hemos **revisado al alza nuestras estimaciones para el crecimiento del PIB**. Para 2019e, **estimamos** que el PIB crecerá +4,9% (anterior +4,2%), con Consumo Privado +2,6%, Consumo Público +5,7%, FBKF +7,0%, Exportaciones +5,9%, Importaciones +6,1%, mientras que prevemos que la **Tasa de Paro** se reducirá al 4,7% (anterior 5,4%) desde 5,5% en 2018 y que el **IPC** suba al +1,0% (anterior +0,5%) desde +0,7% en 2018. Para 2020e, estimamos que el PIB crecerá +4,1%.

Los principales **riesgos** para la economía irlandesa son un **Brexit desordenado**, que podría minorar al crecimiento del PIB en 2019e al +4,5% y a tan sólo +0,7% en 2020e y la **dependencia del comercio exterior** en un entorno de tensiones comerciales. **Otros riesgos** son la **dependencia de las multinacionales** y la impredecibilidad de sus decisiones empresariales, el riesgo que los **cambios en la política fiscal** exigidos por Europa detraigan inversión y debiliten las exportaciones y el **elevado endeudamiento del sector privado**. La **Deuda privada**, aunque está influida por las actividades de las multinacionales, es elevada (238% del PIB). La UE sugiere un objetivo de 160% del PIB. La **deuda de los hogares** también es elevada: 120% sobre la renta disponible. La **deuda pública** es el 65% del PIB. Los **precios de la vivienda** han aumentado +20% en los últimos 16 meses, pero la subida se ha ralentizado, los precios están un 21% por debajo del máximo de 2007 y no hay indicios claros de sobrevaloración.

Irlanda se encuentra en el **componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento** y está sujeta a la norma en materia de deuda. El Gobierno prevé que el saldo presupuestario mejore al 0,2 % del PIB en 2019e y al 1,3 % del PIB en 2023e. Se prevé que el objetivo presupuestario a medio plazo, de un déficit estructural del 1 % del PIB, se alcance en 2019e o 2020e y que la deuda pública/PIB disminuya hasta situarse en el 61,1 % en 2019e y en el 51,6 % en 2023e. No debe ignorarse el riesgo que supone el endeudamiento del sector privado ante un eventual cambio de ciclo.

El crecimiento del PIB, empleo y salarios es superior al del resto de Europa. La inflación es moderada y no hay desequilibrios acusados que puedan preocupar en el medio plazo

Prevemos que el crecimiento seguirá siendo impulsado por el gasto privado y la inversión

Los riesgos a tener en cuenta son: Brexit desordenado, tensiones comerciales, dependencia de las multinacionales, cambios en fiscalidad y el elevado endeudamiento

Irlanda está en el componente preventivo del Pacto de Estabilidad y debe seguir reduciendo su endeudamiento

Estrategia de Inversión 4T 2019

EE.UU: "La Fed recorta tipos de manera "preventiva" para prolongar la expansión".

El ritmo de crecimiento de la economía es saludable, pero **desacelera en 2T 19** (+2,0% vs +3,1% en 1T'19) por la inversión empresarial y el sector exterior afectados por la desaceleración global, las disputas comerciales y la fortaleza del dólar. **El consumo lleva todo el peso del crecimiento** gracias a los avances en empleo y salarios. A pesar de que el consumo sigue muy sólido (+4,7%) y de que el paro se encuentra en mínimos (3,7%), **la Fed ha realizado dos recortes de tipos en 2019** (por primera vez en 10 años) hasta el rango 1,75%/2,00%. El banco central califica estos recortes como "preventivos" para apoyar la expansión del ciclo y evitar que se deteriore por el menor crecimiento global y las incertidumbres en el frente comercial. Además, preocupa la reciente ralentización de la creación de empleo, que podría terminar afectando al consumo. En este contexto, **la Fed se encuentra dividida** en cuanto a la necesidad de aplicar nuevos estímulos mientras **que Trump intensifica su presión** demandando "tipos cero o negativos" y señalando a la Fed como principal enemigo de la economía. Nuestro escenario central contempla un **crecimiento del PIB del 2,2% en 2019 y 1,8% en 2020**. En cuanto a tipos, vemos un **recorte adicional en 2019 hasta 1,50%/1,75% y otro en 2020 (1,25%/1,50%)** si el panorama se complica.

La economía americana mantiene un comportamiento positivo, pero el **ritmo de crecimiento se ha desacelerado en 2T'19**. El PIB mostró un avance de +2,0% vs +3,1% en 1T'19. La inversión empresarial y el sector exterior entraron en terreno negativo en 2T'19.

El PIB desacelera en 2T'19 hasta a+2,0%

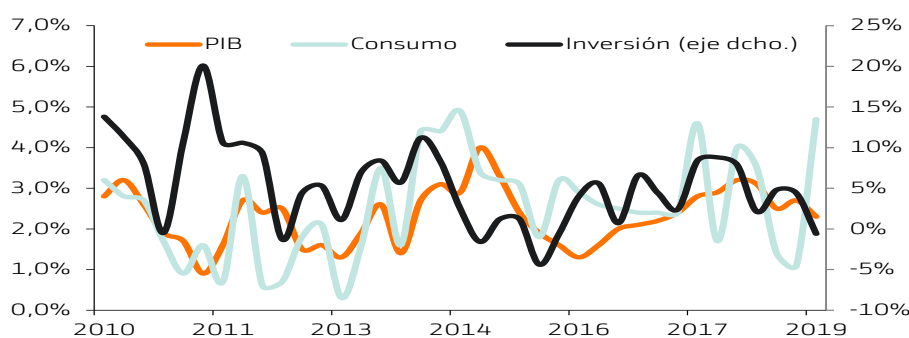
El **sector industrial** se debilita por la desaceleración global y las disputas comerciales. Además, el **ISM Manufacturero de agosto (49,1) entró en terreno de contracción**, alejando la posibilidad un cambio de tendencia.

... por la debilidad de la inversión empresarial ...

El **sector exterior** también se ve negativamente afectado por la actual coyuntura (tarifas y menor crecimiento global) y la fortaleza del dólar.

...y del sector exterior.

Gráfico 1.6: Evolución del PIB por componentes.



Fuente: Bloomberg.

El **consumo mantiene un comportamiento muy sólido (+4,7% en 2T'19)**. Los avances en consumo están siendo soportados por mejoras en empleo y salarios y unas condiciones de financiación más favorables.

El consumo lleva todo el peso del crecimiento.

Los informes del mercado laboral y los indicadores de Confianza del Consumidor son analizados en detalle. En agosto se crearon 130k empleos con el paro en 3,7% y los salarios subiendo al +3,2% a/a. A pesar de que el paro se encuentra en niveles bajos **preocupa la ralentización en creación de empleo**. El dato de agosto estaba soportado por la contratación temporal de 25k trabajadores públicos para elaborar el censo de las elecciones 2020. El sector privado evidencia una pérdida de tracción en los últimos registros (96k en agosto vs 152k de media en el año).

Preocupa la reciente ralentización en creación de empleo en el sector privado....

Estrategia de Inversión 4T 2019

Los indicadores de Confianza del Consumidor se mantienen en niveles elevados, pero se empieza a evidenciar un deterioro en la Componente de Expectativas. Este el caso tanto del indicador del Conference Board como el de Universidad de Michigan.

El panorama internacional sigue generando incertidumbre. Las disputas comerciales, la desaceleración global, el Brexit, las tensiones con Irán (ataque con drones a activos petrolíferos), las vulnerabilidades en algunos emergentes (Argentina) y la guerra la divisas, entre otros, siguen suponiendo riesgos al crecimiento en EE.UU.

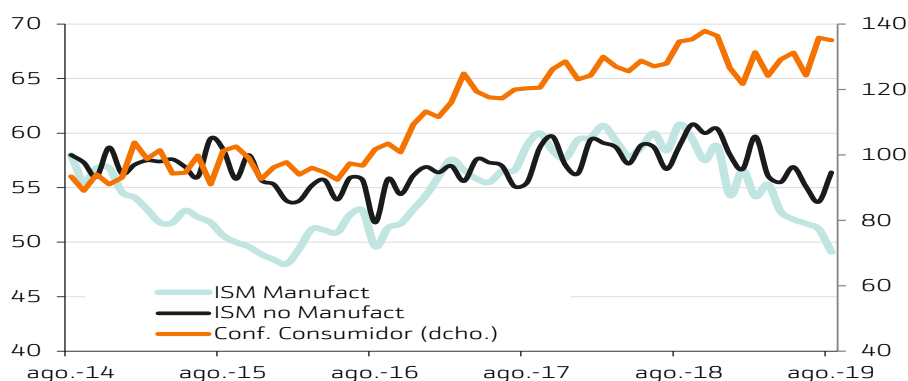
Revisamos ligeramente a la baja las estimaciones de crecimiento de PIB: +2,2% vs +2,3% ant, para 2029 y +1,8% vs +1,9% ant para 2020. En 2021 mantenemos el crecimiento en 1,8%.

... y el deterioro de la Componente de Expectativas en Confianza del Consumidor.

El frente internacional supone un riesgo al crecimiento

Revisión a la baja del PIB 2019-20.

Gráfico 1.7: Indicadores Adelantados.



Fuente: Bloomberg

La inflación persiste por debajo del objetivo de la Fed El PCE subyacente, medida favorita de inflación de la Fed, se encuentra en 1,6%, alejada del objetivo del 2,0%. A pesar de que la tasa de paro se mantiene en niveles históricamente bajos (3,7%), no se aprecian presiones salariales.

La fortaleza del dólar tampoco permite prever un repunte de inflación en próximos meses. Los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo han caído a niveles históricamente bajos en las últimas semanas.

En cuanto a las condiciones financieras, por primera vez desde 2007, la curva de tipos americana (diferencia entre TIR de bono a 2 y el bono a 10 años) ha estado invertida (diferencial negativo). Esta anomalía se produce cuando los inversores adoptan una actitud de cautela sobre el futuro de la economía y puede adelantar un escenario de próxima crisis.

Sin embargo, esta situación se ha producido de una manera puramente coyuntural durante un periodo de tan solo una semana a finales del mes de agosto. En la actualidad la curva ha vuelto al terreno positivo.

En la reunión del 31 de julio, la Fed recortó tipos por primera vez en 10 años: -25 p.b. hasta 2,00%/2,25%. El 18 de Septiembre volvió a recortar tipos hasta situarlos en el rango actual 1,75%/2,0%

Las presiones inflacionistas son inexistentes.

Curva de tipos invertida meramente puntual pero no de forma sostenida.

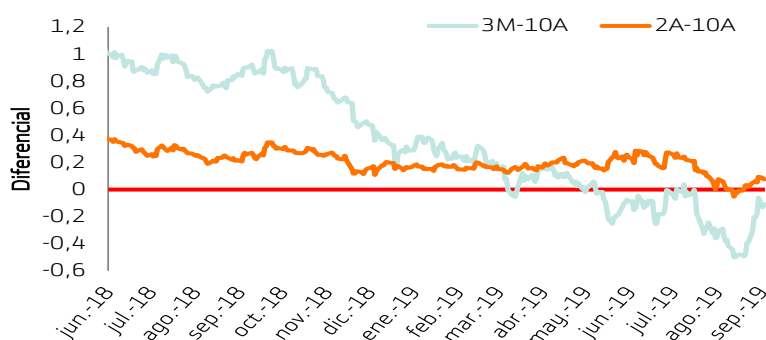
La Fed recorta tipos por primera vez en 10 años

Estrategia de Inversión 4T 2019

La Fed considera que la situación actual de la economía americana es positiva (consumo muy sólido y tasa de paro en mínimos históricos) y que los recortes tienen **carácter "preventivo"** ante el potencial impacto negativo de una **mayor desaceleración global y las incertidumbres en el frente comercial**. Motivos: (i) La inversión empresarial y el sector exterior entraron en terreno negativo en 2T'19; (ii) La creación de empleo en el sector privado se ha ralentizado; (ii) El dólar se ha fortalecido tras la devaluación del yuan, los nuevos estímulos del BCE y las incertidumbres geopolíticas. Este fortalecimiento resta competitividad de la economía americana; (iii) No existen presiones inflacionistas.

Los recortes de tipos tienen un carácter "preventivo".

Gráfico 1.8: Diferencial curva de tipos americana



Fuente: Bloomberg

La Fed se encuentra dividida sobre la necesidad de aplicar nuevos estímulos monetarios. En la reunión del 18 de Septiembre, dos miembros del FOMC votaron a favor de no tocar tipos y un miembro votó a favor de mayores recortes (-50 p.b.). Por otro lado, **Trump ha intensificado la presión** demandando tipos "cero o negativos" y apuntando a la Fed como principal "enemigo" de la economía americana.

Una Fed dividida y fuertes presiones por parte de Trump...

En la última reunión del FOMC (18 Septiembre), Powell declaró que los futuros **ajustes en política monetaria** estarían vinculados a la evolución no solo de los datos de la economía americana, sino también a la evolución de las perspectivas y de **cómo evolucionen los principales riesgos** (economía global y guerra comercial). Los ajustes se decidirán "reunión a reunión". La Fed está preparada y decidida a utilizar todas sus herramientas en la manera que sea necesaria para apoyar la expansión del ciclo americano.

Los estímulos monetarios se decidirán "reunión a reunión" y con el fin de apoyar la expansión del ciclo

Nuestro escenario central apunta a un nuevo recorte de **tipos hasta el rango 1,50%/1,75% para finales de 2019**. Para 2020 podríamos ver un recorte adicional hasta 1,25%/1,50%. El deterioro en el ritmo de crecimiento en la UEM y en China, la ralentización en la creación de empleo doméstica y la aplicación de fuertes estímulos por parte de otros bancos centrales, pondrán **presión a la Fed para seguir recortando tipos**. Además, Trump seguirá presionando, ya que quiere presentarse en la carrera presidencial para ser relegado en 2020 con unos tipos de interés muy bajos -que extiendan la bonanza del ciclo- y con avances en el frente comercial con China - que le encumbre como líder político mundial-

Escenario central: tipos en el rango 1,50%/1,75% para diciembre 2019 .

Estrategia de Inversión 4T 2019

Japón: "A pesar de un buen 1S19, la demanda interna se mantiene frágil y el riesgo crece"

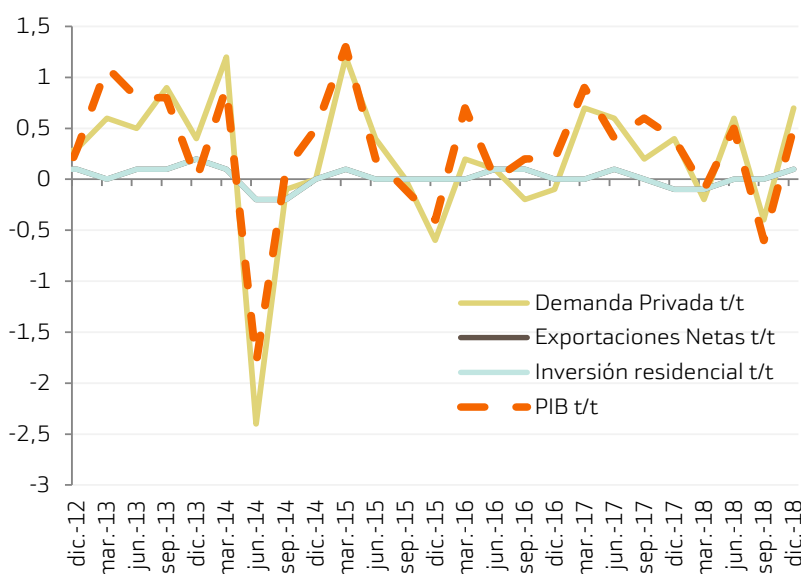
Tras un crecimiento de +2,2% (a/a) en 1T19, el PIB en 2T19 creció +1,3%. La recuperación del consumo privado en anticipación a la prevista subida del IVA y el gasto público compensaron la debilidad en el frente industrial y la contribución negativa del sector exterior. En 2019 la economía crecerá a ritmos en línea con su potencial de medio plazo, pero los riesgos aumentan. La demanda interna acusará el previsto aumento del IVA del 8% al 10% en octubre y la debilidad del sector industrial mientras la fortaleza del yen resta competitividad a las exportaciones. Las presiones inflacionistas siguen ausentes a pesar de la fortaleza del mercado laboral en una cultura reacia a las subidas de sueldos y precios. En este contexto la política monetaria se mantendrá altamente acomodaticia. El BoJ prevé tipos reales negativos hasta 2020 y reaccionará si el contexto global o el impacto de la subida del IVA son más adversos de lo previsto. En un entorno riesgos globales abiertos, depreciación del yuan y políticas monetarias más acomodaticias globalmente, el yen se ha mantenido soportado como divisa refugio. A medio plazo prevemos una tendencia depreciatoria del yen, pero el ritmo será pausado. Según nuestras estimaciones el cruce euro/yen se situará en el rango 118/122 en 2019 y en 122/128 en 2020.

Tras un aumento de +2,2% en 1T19, el crecimiento del PIB mantuvo la senda positiva en 2T19 con un registro anualizado de +1,3%. El Consumo Privado recuperó tracción frente a la caída en el 1T19 (+0,6% vs -0,1% t/t); la Inversión Privada (+0,5% t/t) y el Gasto Público (+1,2% t/t) también mostraron fortaleza de cara a las Olimpiadas de Tokio 2020 y la automatización de procesos industriales. Por el contrario, el sector exterior perdió impulso con una contribución negativa de -0,3 pb.

El consumo privado se mantiene soportado por unos niveles de desempleo mínimos, condiciones financieras acomodaticias y el acopio ante al próximo aumento del IVA. Por el contrario, el sector industrial muestra síntomas de debilidad. La desaceleración global y los conflictos comerciales lastran a un sector muy dependiente de las exportaciones.

En 2T19 el PIB mantuvo la senda positiva con un crecimiento anualizado de +1,3%. En 2019 avanzará en línea con su potencial a largo plazo soportado por el Sector Exterior y el Gasto Público.

Gráfico 1.9: Evolución del PIB (t/t) y principales componentes.-



Fuente: Bloomberg

Estrategia de Inversión 4T 2019

En 2019 el crecimiento económico se apoyará en el gasto público y el sector exterior, 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 moderar el impacto de la subida del IVA. Las exportaciones recuperarán algo de fuelle, una vez disipadas las disrupciones por los desastres naturales, si el crecimiento del comercio mundial no se ralentiza más de lo esperado y el yen modera su fortaleza. Por contra, las importaciones se moderarán en línea con la desaceleración de la demanda interna.

La proyectada subida del IVA del 8% al 10% en octubre, 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 2014¹. 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 a la subida y (ii) una menor renta real de las familias. Creemos que el Gobierno japonés podría plantear estímulos fiscales adicionales en 2020 si el impacto del IVA o el entorno global son más adversos de lo esperado.

El mercado laboral se mantiene fuerte con una **tasa de desempleo en julio del 2,2% 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 negativo con un descenso de -0,9%** en términos anualizados en julio.

El IPC se mantiene extremadamente bajo a pesar de la expansión económica positiva y la fortaleza del mercado laboral. **El IPC se situó en agosto en +0,3% y la tasa subyacente en +0,5%**. 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% en 2020 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 podría relajar más las condiciones si el contexto global o el impacto de la subida del IVA son más adversos de lo previsto. Este enfoque ultraconservador y la disminución de las incertidumbres globales contribuirán a frenar la apreciación del yen. El cruce euro/yen ha bajado -4,9% en 2019 hasta 118,5€/¥, en un entorno de reactivación de riesgos geopolíticos y comerciales y mayor flexibilización monetaria por parte de varios bancos centrales. Por fundamentales, el JPY debería depreciarse, pero el ritmo será pausado y dependiente del entorno de riesgo global. **Prevemos que el cruce euro/yen se situará en el rango 118/122 en 2019 y 122/128 en 2020**.

Mantenemos intactas nuestras estimaciones del PIB en +0,8% para 2019 y 2020. Prevemos un IPC de +1,0% en 2019 (+1,1% anteriormente) y +1,4% en 2020.

¹En abril 2014, el IVA subió del 5% al 8%. Dicho año el PIB se redujo -0,5% y el IPC alcanzó +0,8%.

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.

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 leve, compensado con otras medidas como educación gratuita.

Con una política monetaria extremadamente laxa y menor aversión al riesgo, el yen debería tender a depreciarse suavemente. Según nuestras estimaciones el cruce euro/yen se situará en el rango 118/122 en 2019 y en 122/128 en 2020.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Emergentes: "Desequilibrios internos y entorno internacional incierto. Momento de prudencia"

Adoptamos una visión más cauta respecto a la inversión en países emergentes. El cuadro macro se deteriora de manera generalizada, el comercio global pierde impulso ante la persistente incertidumbre arancelaria y los planes reformistas no avanzan a la velocidad prevista. Todo ello cala progresivamente en la economía hasta deteriorar las estimaciones de generación de beneficios del sector corporativo. Por ello, nuestra recomendación respecto a este bloque geográfico se torna neutral y tan solo mantenemos una visión más constructiva respecto a Brasil.

Un **deterioro macro** mayor al estimado inicialmente, la **persistente tensión comercial** y, sobre todo, la **ausencia de grandes avances en materia de reformas** estructurales aconseja una actitud más cauta respecto a la exposición a países emergentes.

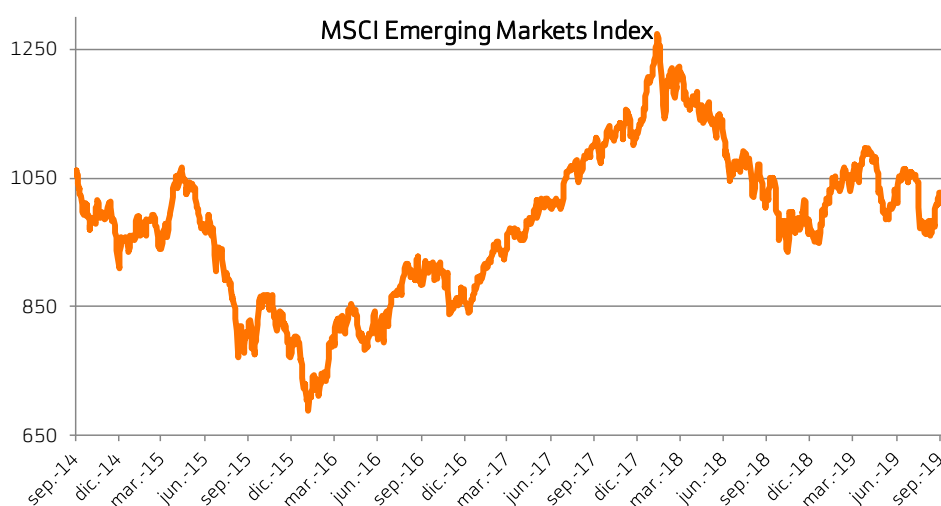
El trimestre pasado nuestras recomendaciones se centraban en India y Brasil. Sin embargo, ahora nuestra **visión se torna neutral**. Entre ambos, mantenemos una **opinión más constructiva respecto a Brasil** mientras que India nos provoca más dudas. Si bien en ambos países la economía muestra síntomas de agotamiento, la agenda reformista toma forma progresivamente en Brasil, pero pierde impulso en India. En China y en Rusia los potenciales beneficios no compensan los riesgos y México se enfrenta a importantes dificultades (ingentes necesidades de inversión en infraestructuras de petróleo y su dependencia en dicha materia prima).

Este escenario (cuadro macro menos atractivo y pocos avances en reformas) impacta directamente en el frente empresarial. Así, las **estimaciones de beneficios para el MSCI Emerging Markets caen a terreno negativo** este ejercicio. El consenso anticipa un avance medio del beneficio por acción de -5,7% para 2019 y +13% en 2020, vs. +8,4% y +10,5% respectivamente en el caso del S&P 500.

Adoptamos una visión más cauta respecto a los países emergentes ante:

- (i) el deterioro del cuadro macro*
- (ii) la persistente tensión comercial*
- (iii) la falta de grandes avances en materia de reformas estructurales*

Gráfico 1.10: Evolución del índice MSCI Emerging Markets.-



Fuente: Bloomberg

Estrategia de Inversión 4T 2019

Los desequilibrios internos y las consecuencias de la guerra comercial siguen siendo las principales razones por las que **no recomendamos tomar exposición a China**.

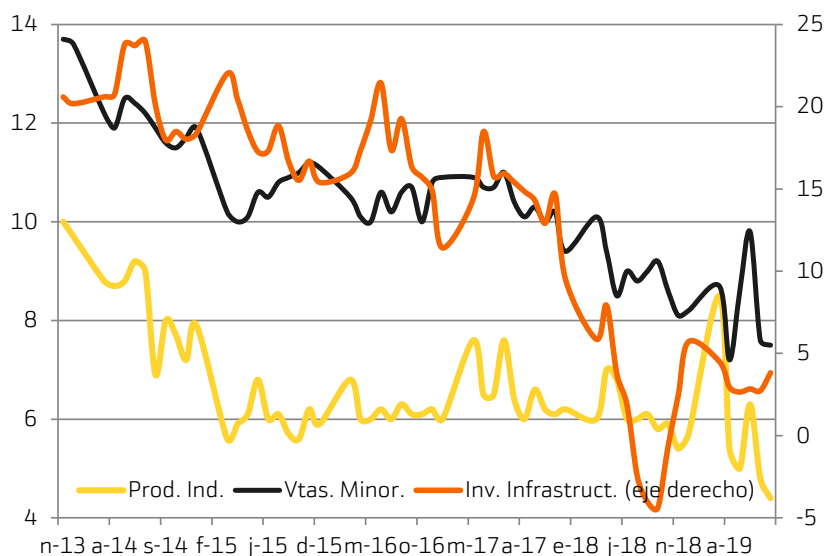
La ralentización de la economía china es más que evidente. El propio objetivo de crecimiento fijado por las autoridades para este año (6,0%/6,5%) es el menor desde que existen registros y el PIB del 2T19 (6,2%) ha tocado la tasa más baja desde que el gobierno comenzó a publicar datos trimestrales en 1992. Por ello, **mantenemos inalteradas nuestras estimaciones de crecimiento a futuro**. El PIB del país seguirá una senda progresiva de desaceleración. De esta manera, crecerá este año +6,2%, +6,0% en 2020 y +5,8% en 2021.

La guerra comercial y los desequilibrios internos nos llevan a mantener nuestra estrategia fuera de China

Tras este comportamiento se sitúa el freno que la guerra comercial supone para la economía. Tanto por su peso sobre el sector exterior como por el lastre que implica para los niveles de confianza e inversión extranjera y doméstica. Seguimos pensando que este asunto tardará en resolverse. En el corto/medio plazo tan sólo prevemos acuerdos parciales. El trasfondo de este conflicto incluye temas muy sensibles y de difícil resolución como el dominio en temas tecnológicos o de propiedad intelectual.

Más allá de los contratiempos a nivel internacional, los desequilibrios internos del país son más que notables. La caída de las importaciones refleja el debilitamiento de la demanda interna, la producción industrial se ralentiza y crece al ritmo más bajo de los últimos 17 años mientras que las ventas minoristas y la inversión siguen una tendencia bajista.

Gráfico 1.11: Evolución de indicadores adelantados en China.-



Fuente: Bloomberg

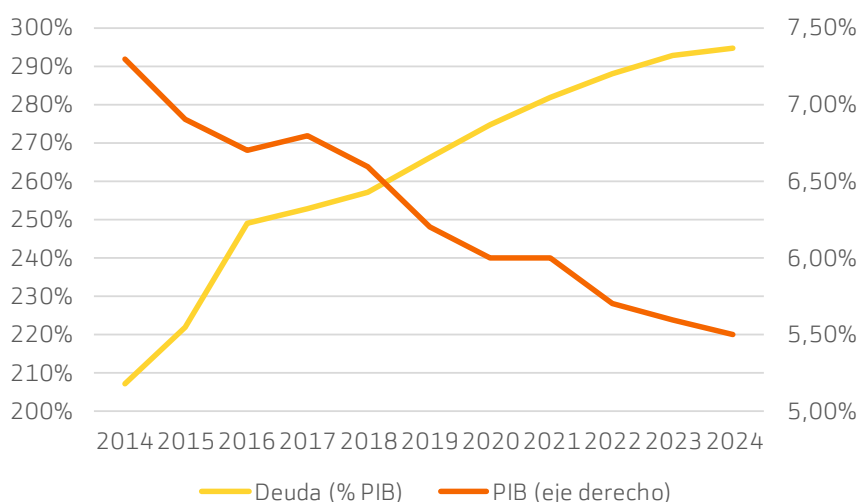
En este escenario la implementación de medidas de estímulo por parte de las autoridades chinas parece lógica. De hecho, ayudará a evitar un aterrizaje forzoso de la economía. No descartamos un aumento de gasto por parte los gobiernos locales, un nuevo recorte del requerimiento de reservas e incluso del tipo de intervención. El problema es que estas

Los estímulos evitarán un aterrizaje forzoso de la economía, pero provocarán un aumento de la deuda incrementando los desequilibrios internos de la economía.

Estrategia de Inversión 4T 2019

medidas podrían implicar un **aumento de la deuda en una economía profundamente apalancada**. La deuda total del país, excluyendo el sector financiero, cerró 2018 en 257% del PIB. Según el FMI, las medidas de estímulo introducidas por el gobierno podrían provocar un repunte del +10% (hasta 266%) este año. Con ello, el escenario de triple burbuja (deuda/bolsas/inmobiliario) no hace sino perpetuarse mientras se pospone la intención del gobierno de apostar por un crecimiento de calidad.

Gráfico 1.12: Endeudamiento total del sector privado (ex sector financiero).-



El Gobierno ha introducido una serie de medidas destinadas a reactivar el crecimiento.

Fuente: FMI

Nuestra visión sobre **India** ha empeorado: es momento de prudencia y paciencia. India continúa liderando el crecimiento económico global, sin embargo, en el primer semestre del año ha registrado una debilidad inesperada. En 2T19 creció +5% y 5,8% en 1T19. Nivel que compara con +8% hace un año. Menor ritmo desde 2013.

¿Qué ha afectado a India? ralentización de la demanda y caída del sector exterior. Todo ello en un entorno de debilidad internacional, lo que le impacta directamente en términos de comercio y de flujos de capitales. Además, la bolsa india ha tenido una evolución ligeramente más débil que otros índices (+8%, YTD), lastrada por tensiones de liquidez en el mercado de renta fija, debilidad de algunos indicadores macro, decepción en los resultados empresariales, tensiones geopolíticas o el simulacro de introducción de un impuesto al colectivo más rico de la población (finalmente retirado).

Para recuperar los niveles de crecimiento y la confianza de los consumidores, el Gobierno ha introducido una serie de medidas. Han ido destinadas a sectores que han sufrido especialmente como el automovilístico, pequeñas y medianas empresas e infraestructuras. Se focalizó además en el sector financiero, anunciando un plan para recapitalizar y consolidar el sector, con el objetivo de hacerlo más eficiente. También realiza una rebaja en el Impuesto de Sociedades que se

Nuestra visión sobre India ha empeorado. Ralentización de la demanda y caída del Sector Exterior en un entorno de debilidad internacional

Estrategia de Inversión 4T 2019

recorta desde 30% al 22% y desde 25% al 15% a empresas manufactureras de nueva creación. Finalmente anuncia la liberalización de sectores como digital, minería o infraestructuras. Por lo tanto, el partido del actual Gobierno (BJP, Bharatiya Janata Party) mantiene la senda reformista en un contexto en el que tras ganar las elecciones cuenta con los apoyos necesarios. No obstante, todavía queda mucho por hacer. Se esperan reformas que abarquen campos como legal, impositivo, laboral o la creación de un entorno empresarial más favorable. En definitiva, reformas que permitan al país evitar la elevada dependencia de su economía a la demanda interna y conseguir un sector exterior más equilibrado y un mayor peso de la industria. India busca volver a niveles de crecimiento elevados y ser una economía de 5Tr\$ en 2025.

En este entorno el banco central ha reducido los tipos de interés en cuatro ocasiones este año. Además, se muestra comprometido con volver a reducirlos si lo considera necesario. La realidad es que puede mantener una política monetaria altamente acomodaticia en un entorno de precios bajos (+3,2% en agosto). Holgadamente por debajo del objetivo del banco central RBI (+4% +/- 2%).

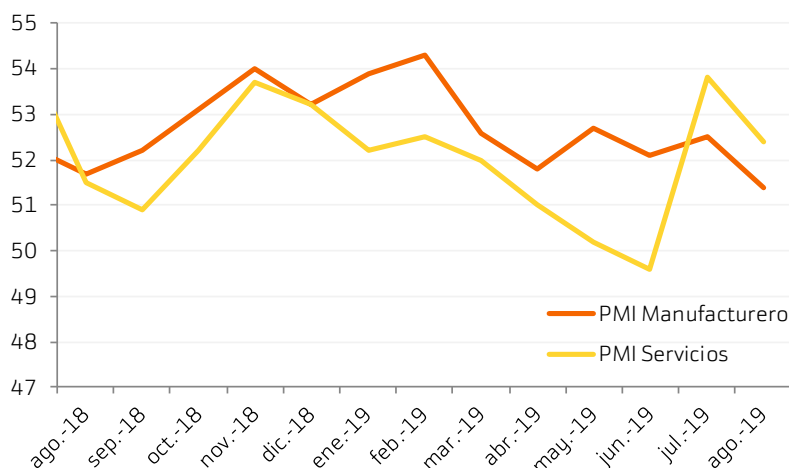
Por lo tanto, por el lado positivo, India cuenta con un Gobierno dispuesto a mantener la senda reformista, un nivel de precios estable que le permite aplicar una política monetaria acomodaticia y una demografía favorable. Sin embargo, son varios los riesgos que identificamos: **(i) Desaceleración global** superior a la esperada, lo que debilitaría su economía. **(ii) Precio del petróleo.** En lo que llevamos de año el precio del crudo ha aumentado con fuerza (Brent +20%). Además, el ataque a dos refinerías en Arabia Saudí ha reducido la oferta global -5%. Hecho que unido a un incremento de las tensiones geopolíticas introduce volatilidad. Aunque no esperamos un ascenso brusco de su precio, de producirse incidiría directamente en su déficit comercial. **(iii) Temporada de monzón.** En el mes de agosto las lluvias han sido superiores a lo habitual, lo que debería favorecer la época de sequías, pero este tema es crucial para su economía.

El Banco Central ha reducido en cuatro ocasiones los tipos este año. Podría volver a reducirlos si se tiene en cuenta el reducido nivel de precios.

Mantenemos la cautela y recomendamos tomar una actitud neutral.

La mayor debilidad de su economía, el alza del petróleo y un contexto internacional menos favorable nos lleva a reducir nuestra estimación de crecimiento

Gráfico 1.13: Evolución PMI Manufacturero y Servicios



Fuente: Bloomberg. Elaboración: Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Por todo ello, **mantenemos una actitud de cautela y recomendamos tomar una actitud neutral**. La mayor debilidad de su economía, la volatilidad del petróleo y un contexto internacional menos favorable nos lleva a reducir nuestra estimación de crecimiento hasta +6% este año (desde +6,8% anterior), +6,4% en 2020 (desde +7,5% anterior) y +6,7% en 2021 (desde +7,6% anterior).

Nuestra opinión es más constructiva respecto a Brasil. Tras un arranque de año débil, **la aceleración del crecimiento en el segundo trimestre (+1,0% vs. +0,5% en el 1T19) podría anticipar cierta estabilización para el resto del ejercicio**. Las grandes asignaturas pendientes siguen siendo los elevados niveles de desempleo y la baja capacidad utilizada. Sin embargo, la reciente mejora en los niveles de confianza en ciertos sectores como el manufacturero resulta esperanzadora. Tras esta mejora, el refuerzo de las expectativas sobre implementación de reformas estructurales. Entre ellas, la reforma del sistema de pensiones, recortes fiscales, privatizaciones o reducción de trámites burocráticos. **La reforma de las pensiones avanza a paso lento pero firme** y la tramitación legal debería producirse en las próximas semanas. Su concreción es clave. Brasil destina un 13% del PIB a los gastos relacionados con su sistema de Seguridad Social, vs. 8% de media en los países del G-20. De ese porcentaje casi el 9% se destina a las pensiones. Los ahorros estimados de la reforma ascenderían en el mejor escenario a 1Bn de reales (220.000M€) en los próximos diez años. Pensamos que el proceso negociador llevará a un ahorro inferior (¿0,7Bn reales?) pero aun así relevante para un país con un déficit primario de -1,4% del PIB.

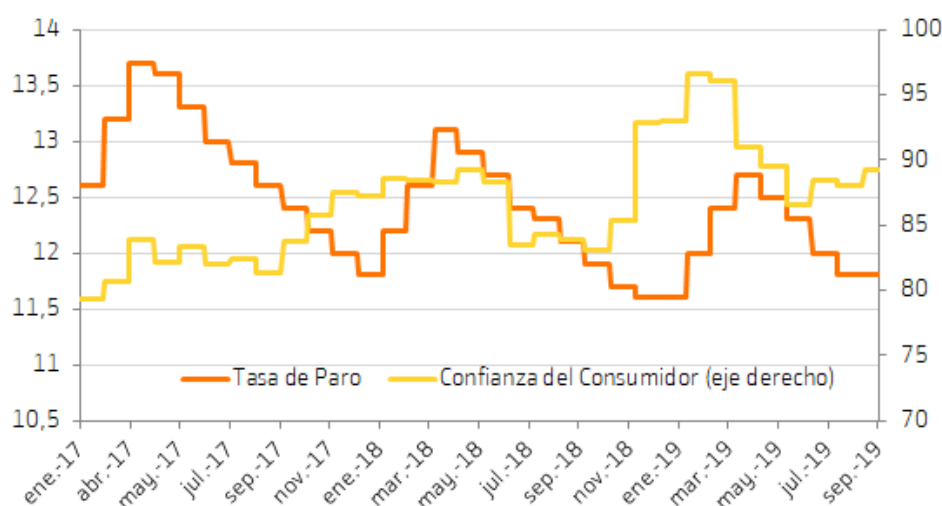
El crecimiento se estabilizará progresivamente y las reformas irán poco a poco concretándose

Además, **la ausencia de tensiones inflacionistas facilita el mantenimiento de una política monetaria expansiva**. Situación que se mantendrá en próximos meses porque la alta capacidad ociosa seguirá pesando sobre el frente precios. La inflación se situará este ejercicio por debajo del objetivo del banco central. Estimamos una tasa de 3,8% vs. el objetivo de 4,25% del Copom para este ejercicio. En 2020 y 2021 anticipamos un repunte ligero que impulse esta variable hacia el nivel de 4,0%. Con ello, no descartamos que la tasa Selic acabe este ejercicio en torno a 5,0% (vs. 5,50% actual).

Además, la ausencia de tensiones inflacionistas facilitará el mantenimiento de una política monetaria expansiva.

En conjunción, las reformas y la política monetaria favorecerán la reactivación de la inversión y la entrada de flujos hacia el país. Especialmente en un momento en que el crecimiento de beneficios medio para el Bovespa estimado para este año excede +36% y alcanza +14% en 2020, en gran parte gracias a la esperada reforma fiscal.

Gráfico 1.14: Tasa de paro y Confianza del Consumidor.-



Estrategia de Inversión 4T 2019

En cuanto a **Rusia**, mantenemos nuestra recomendación de no tomar posiciones en el país. Reducimos nuestra estimación de crecimiento este año hasta +1,0% en 2019 (desde +1,2% anterior), y estimamos tasas inferiores al +2,0% en 2020 y 2021. Crecimiento decepcionante para tratarse de un país emergente.

La economía rusa se ha visto afectada por la subida del IVA realizada en 2018, por las sanciones internacionales y por un sector exterior que se ha debilitado. Rusia es uno de los principales exportadores de materias primas, por lo que la ralentización económica global le impacta directamente. Esto afecta además a la demanda interna y a las salidas de capitales.

En este contexto el Gobierno intenta reactivar el crecimiento introduciendo una serie de medidas que incluyen un mayor gasto público destinado principalmente a infraestructuras, salud y educación. Por otra parte, el banco central ha mantenido una política monetaria altamente acomodaticia. De hecho, ha reducido los tipos de interés este año hasta 7% desde 7,75%. Puede hacerlo en un entorno de precios moderados. En el último registro disponible, la inflación se situó en 4,3%. No descartamos ver nuevas reducciones de tipos este año.

Entre los principales riesgos que destacamos, se encuentran: **(i) Petróleo.** La reducción de -5% en el suministro mundial tras los ataques a las refinerías saudíes impactan en el precio. No obstante, pensamos que es algo puntual porque esta oferta será suplida por otros productores en el mercado hasta que las refinerías de Saudí Aramco estén de nuevo operativas. Por otro lado, pensamos que este conflicto tendrá repercusiones previsiblemente económicas, lo que no debería propiciar un incremento fuerte de su precio. **(ii) Sanciones internacionales** que puedan agudizarse por tensión geopolítica. También puede verse afectada por proteccionismo. **(iii) No introducción de reformas estructurales.** Rusia enfrenta serios problemas relacionados con la regulación, infraestructuras deficitarias, corrupción, elevada influencia del Estado o elevadas barreras de entrada a los negocios internacionales.

Por todo ello, pensamos que no compensa el binomio rentabilidad/riesgo y **seguimos recomendando no tomar posiciones en el país.**

El PIB de México entró en contracción en el 2T de este año y su economía se debilita más de lo esperado. Por eso mantenemos nuestra recomendación de reducir exposición. En concreto, el PIB se contrajo en -0,8% (a/a) por primera vez desde 2009. Lastrado principalmente por la reducción en las exportaciones de petróleo en -14,1% y los aranceles aplicados por parte de EE.UU. El Peso Mexicano se apreció frente al Dólar, encareciendo los productos que exporta. En cuanto al Mercado Laboral, su Tasa de Desempleo empeoró respecto a enero, hasta 3,71% en julio desde 3,57%. La nota positiva fue el nivel de precios. El IPC de agosto fue +3,16% (+4,37% en enero) aproximándose a +3% objetivo.

En Rusia mantenemos nuestra recomendación de no tomar posiciones en el país. Reducimos nuestra estimación de crecimiento este año hasta +1,0% en 2019 (desde +1,2% anterior), y estimamos tasas inferiores al +2,0% en 2020 y 2021.

El PIB de México del 2T entró en contracción y la economía se debilita más de lo esperado.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Pero los indicadores adelantados anticipan un deterioro superior. El PMI Manufacturero de agosto se mantuvo en zona de contracción (49,0 en agosto frente a 49,8 en julio y máximo de 52,6 en febrero). Y la Confianza del Consumidor también empeoró hasta 105,1 en julio desde 106,1 en junio y 111,9 en enero.

Estimamos que el cuarto trimestre del año mantenga la debilidad reflejada durante el año. Revisamos a la baja el PIB de 2019 hasta +0,5% desde +1,4%. En 2020 y 2021 estimamos un PIB de +0,9%.

Las estimaciones están fundamentadas en los siguientes retos y riesgos que identificamos:

- **Paquete Económico 2020:** Entre las medidas aprobadas destacan: (i) Un objetivo de superávit primario de 0,7%. (ii) Combatir el fraude fiscal (iii) Aumento del gasto público de +9% en Pemex para impulsar la producción petrolera (iv) Reducción del gasto público en infraestructuras de -21%. (v) Impulso a programas sociales y de seguridad.

Los riesgos observados son: (a) desconocimiento sobre la aportación del fraude fiscal a los ingresos públicos. Su proyección de presupuestos cuenta con una cifra (no publicada) que realmente se desconoce. (b) Dependencia muy elevada de la producción de petróleo. (c) Deterioro de las infraestructuras del país. En muchos casos, como en la industria petrolera, la productividad se reduce por las limitaciones en infraestructura y equipos.

- **Pacto de Oaxaca:** se trata de un proyecto de inversión, principalmente privada, destinado a pequeñas empresas e infraestructuras. Los objetivos del pacto son (i) incentivo en la creación de Pymes (ii) estímulos sobre el Sector Exterior (ii) atracción de capital extranjero (iii) mejora de infraestructuras (carreteras, ferrocarril e instalaciones petrolíferas) con inversión privada.

El riesgo observado es la incertidumbre tanto política como económica. La guerra comercial y de inmigración entre EE.UU. y México y las dudas sobre su capacidad económica hacen complicado la consecución de estos objetivos.

- **Producción de petróleo:** los presupuestos presentados en el Paquete Económico 2020 se apoyan en un incremento de la producción de petróleo de +15%. Por la que obtendrían gran parte del capital público necesario para las inversiones propuestas.

El riesgo observado es una gran dependencia de la industria petrolera, como comentamos anteriormente. Las proyecciones son demasiado optimistas porque las infraestructuras actuales dificultan la producción y, en un entorno económico más débil, la demanda de crudo se verá reducida.

En definitiva, la economía mexicana se debilita y las probabilidades de empeoramiento aumentan. Pensamos que las proyecciones del Gobierno en materia de Inversión Privada y producción de petróleo son demasiado optimistas. Y el impacto en el PIB del último trimestre del año y de 2020 podría ser negativo.

Los indicadores adelantados anticipan un mayor deterioro.

Revisamos el PIB de 2019 a la baja: aumentará en +0,5% desde +1,4% estimado anterior.

Los presupuestos públicos de 2020 dependen mucho de ingresos estimados difíciles de aproximar.

La inversión privada necesaria podría reducirse por una mayor incertidumbre política y económica

La economía tiene una gran dependencia de la producción de petróleo. Las estimaciones de producción de 2020 son muy ambiciosas.

En definitiva, la economía mexicana se debilita y las probabilidades de empeoramiento aumentan.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Tras la entrada en recesión en la segunda parte de 2018, Turquía ha conseguido moderar la contracción de su crecimiento a lo largo de este ejercicio. **Los estímulos fiscales y una política monetaria expansiva han sido la clave para reconducir el difícil cuadro macro del país.** A futuro estas medidas ayudarán a restablecer los niveles de confianza de los consumidores e inversores, tanto domésticos como internacionales, y permitirán que el crecimiento registre de nuevo tasas positivas. En concreto, este año anticipamos una contracción del PIB de -1,2% mientras que en 2020 la tasa mejorará hasta +2,3% y en 2021 hasta +2,5%. Se trata de una mejora sustancial, aunque aún alejada del ritmo de crecimiento del país en años previos (2017 +7,4%, como referencia).

El crecimiento se enderezará progresivamente hasta registrar de nuevo tasas positivas...

Tabla 1.15: Turquía, principales magnitudes. Cifras reales y estimaciones.

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e		2020e		2021e	
							Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual
PIB	+8,5%	+5,2%	+6,1%	+3,2%	+7,4%	+2,7%	-1,5%	-1,2%	+2,5%	+2,3%	+2,5%	+2,5%
Inflación	+7,5%	+8,9%	+7,7%	+7,8%	+11,1%	+16,2%	+17,0%	+16,0%	+12,0%	+11,0%	+9,0%	+9,0%
Tasa de Paro	9,6%	10,9%	10,8%	12,7%	10,4%	13,5%	15,0%	12,5%	12,0%	12,0%	10,0%	12,0%
Bono 10 años	10,15%	7,86%	10,46%	11,08%	11,35%	17,26%	n/a	15,50%	n/a	15,00%	n/a	14,50%

e = Estimación propia

(*) Junio 2019. Informe de Estrategia de Inversión 3T 2019.

El principal punto de apoyo a esta trayectoria continuará siendo el consumo. La mejora del mercado laboral ha sido notable y continuará a lo largo de los próximos años, las condiciones financieras mejorarán progresivamente, los estímulos fiscales funcionan y la mejora en los niveles de confianza del consumidor sigue una tendencia clara de recuperación, salvo algún contratiempo puntual.

... el consumo será clave para este desenlace...

Además, contribuirá de manera determinante la moderación de la inflación. Pese a continuar claramente por encima del objetivo del banco central (+5,0%), estimamos una tendencia bajista que lleve al IPC a situarse alrededor de +11,0% en 2020 y +9,0% en 2021 (vs. aprox. +16% en 2018 y 2019). Con ello, aumentará en términos reales el poder adquisitivo de los hogares y el banco central podrá continuar con su política monetaria expansiva. Lo que a su vez debilitará la divisa favoreciendo el atractivo de las exportaciones del país y aumentando, por tanto, la contribución del sector exterior al crecimiento.

Gráfico 1.17: Evolución de la lira turca vs. euro.-



Fuente: Bloomberg





Estrategia de Inversión 4T 2019

Presenta más retos la inversión. La implementación de un plan de reformas estructurales sería determinante para revitalizar esta partida, que retrocedió en el último trimestre -22,8%. Y es que **los riesgos continúan siendo elevados**. Entre ellos, la incertidumbre política, la excesiva dependencia de la financiación exterior y el alto porcentaje de deuda en divisa extranjera. **Por todo ello, pese a las ligeras mejoras observadas y estimadas para los próximos ejercicios, seguimos manteniendo nuestra estrategia de inversión fuera del país.**

*... pero los
desequilibrios siguen
siendo elevados y
aconsejan mantenerse
fuera del país*

Estrategia de Inversión 4T 2019

Perspectivas para las principales divisas

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic. 2019)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,08/1,13	La Fed recorta tipos de manera "preventiva" para apoyar la expansión del ciclo americano y evitar que la desaceleración global y las disputas comerciales terminen pasando factura al consumidor americana. Esperamos un recorte adicional en 2019 hasta el rango 1,50%1,75%. El deterioro en el ritmo de crecimiento en la UEM y en China, la ralentización en la creación de empleo doméstica y la aplicación de fuertes estímulos por parte de otros bancos centrales, pondrán presión a la Fed para seguir recortando tipos. Para 2020 podríamos ver un recorte adicional hasta 1,25%1,50%. Si el panorama se complica. Además, Trump seguirá presionando, ya que quiere presentarse en la carrera presidencial para ser reelegido en 2020 con unos tipos de interés más bajos y un dólar más debilitado que extiendan la bonanza del ciclo. Sin embargo, esperamos que esta debilidad de dólar no sea muy acusada. El menor crecimiento en la UEM y la actitud <i>dovish</i> del BCE restarán atractivo al euro. Estimamos un rango EUSUSD para finales de 2019 en 1,08/1,13 y 1,10/1,15 para 2020.	Lateral/ Depreciatoria 
Yen	122/128	La depreciación del yen será más lenta de lo esperado. La economía japonesa muestra resiliencia a pesar de las tensiones comerciales, el BoJ mantendrá su política ultra-expansiva pero otros bancos centrales también se tornan más acomodaticios y el diferencial de tipos favorable a otras economías se reduce. Los riesgos abiertos también favorecen al yen. Estimamos el cruce euro/yen en el rango 118/122 en 2019 y en 122/128 para 2020.	Depreciatoria 
Franco Suizo	1,09/1,12	El entorno económico en la UEM se debilita y las perspectivas no son mejores. Por eso el Franco Suizo seguirá actuando como valor refugio. Pero el SNB ha reiterado su compromiso de intervención de la divisa. No creemos que sea capaz de depreciarla significativamente, pero sí neutralizará el efecto apreciatorio que genera la incertidumbre del entorno. En este contexto, estimamos un rango lateral €/CHF de 1,09/1,12.	Lateral 
Libra	0,85/0,93	La gran perjudicada de la incertidumbre en torno al <i>Brexit</i> ha sido la libra que en los momentos de mayor debilidad ha llegado a tocar mínimos 0,931GBP/€. Dada la escasa visibilidad del escenario a futuro, establecemos el rango (0,85/0,93) para 2019 y 2020 (vs anterior 0,85/0,90), al menos hasta conocer nuevos detalles sobre el desenlace final del proceso (lo cual no esperamos hasta probablemente comienzos del año 2020).	Lateral 

Estrategia de Inversión 4T 2019

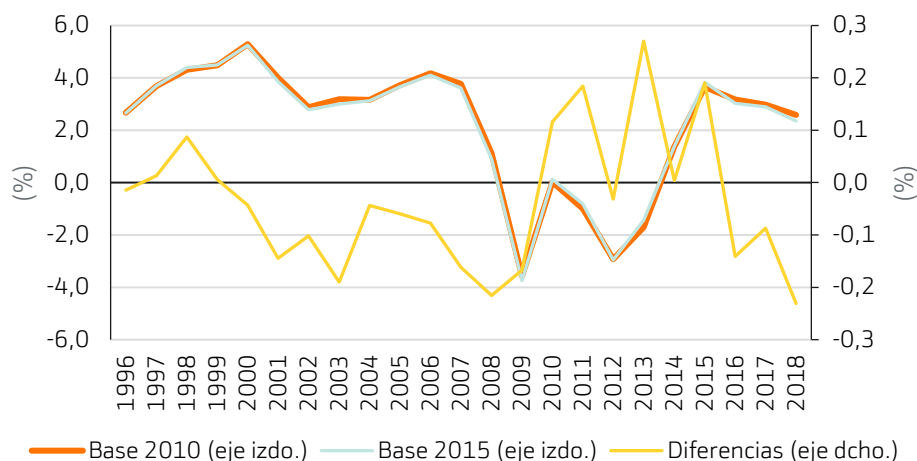
2. España y Portugal.

2.1. España: "Pérdida de tracción y patrón vulnerable."

España sigue creciendo por encima de los países de su entorno, pero esta inercia diferencialmente positiva está perdiendo impulso. Crecimientos próximos a +2% o incluso inferiores serán la nueva normalidad. Revisamos a la baja nuestras estimaciones de PIB 2019/21 hasta +2,0%, +1,7% y +1,6% desde +2,2%, +1,9% y +1,7%. El incremento de los costes laborales (+2,4% en 2T y +2,1% en 1T vs +0,9% en 4T 2018), la creciente presión fiscal, el debilitamiento del Sector Exterior (Importaciones -0,9% y Exportaciones apenas +2,1% en el 2T) y las reformas estructurales pendientes (pensiones y dimensión del sector público, fundamentalmente) son los principales factores responsables de una vulnerabilidad creciente sobre el crecimiento potencial de la economía. El impacto colateral e indirecto del Brexit sobre las ventas de casas y el turismo, así como el compás de espera político son otros factores secundarios, pero también relevantes. A pesar de todo ello, la parcial corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos (Balanza Por Cuenta Corriente y limitación de la ratio Deuda Pública/PIB) conseguida a lo largo de la década pasada es el mejor aval para hacer frente a la desaceleración.

La expansión del PIB ha perdido prácticamente un tercio de su vigor desde 2016 al situarse actualmente en el entorno de +2% vs +3% hace 3 años. Y el propio INE revisó a la baja en septiembre la serie histórica de crecimiento, cuya profundidad se aprecia claramente en el Gráfico 2.1 que se ofrece bajo estas líneas.

Gráfico 2.1. Evolución del PIB: Base 2015 vs. Base 2010



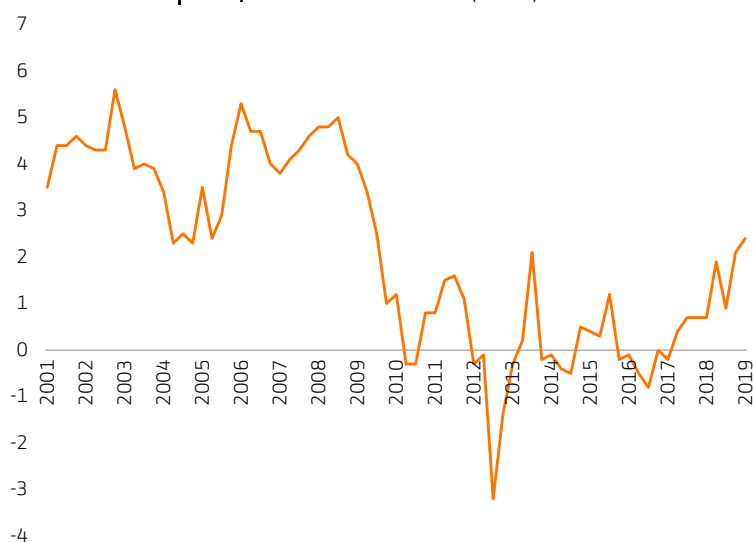
Fuente: INE y Análisis Bankinter

La **Demanda Nacional** perdió inercia en el 2T 2019: +1,1% vs +3,2% en 2T 2018. El Consumo Privado (+0,8% vs +1,9%) y la **Formación Bruta de Capital Fijo** (+0,9% vs +7,7%) mostraron la evolución más débil. Por el contrario, el Gasto Público se mantiene como la partida que reflejó una mejor evolución (+2,0% vs +1,7% en 2T18), lo cual no deja de ser preocupante puesto que España dispone de una muy reducida capacidad de maniobra en este frente.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Para no perdernos en una interminable alusión a números, desde un punto de vista conceptual diríamos que el origen de la desaceleración se encuentra en la **pérdida de vigor del Sector Exterior** a partir, sobre todo, del 4T 2018 probablemente debido a la desaceleración del resto de economías europeas. Pero se ha pronunciado a partir del 1T 2019 coincidiendo con la brusca elevación de +22,3% del Salario Mínimo Interprofesional (desde 735,9€/mes hasta 900€/mes), que probablemente haya tenido un impacto directo en la competitividad exterior relativa que aún resulta imposible medir con precisión debido al corto tiempo transcurrido y la escasez de indicadores disponibles que recojan este cambio.

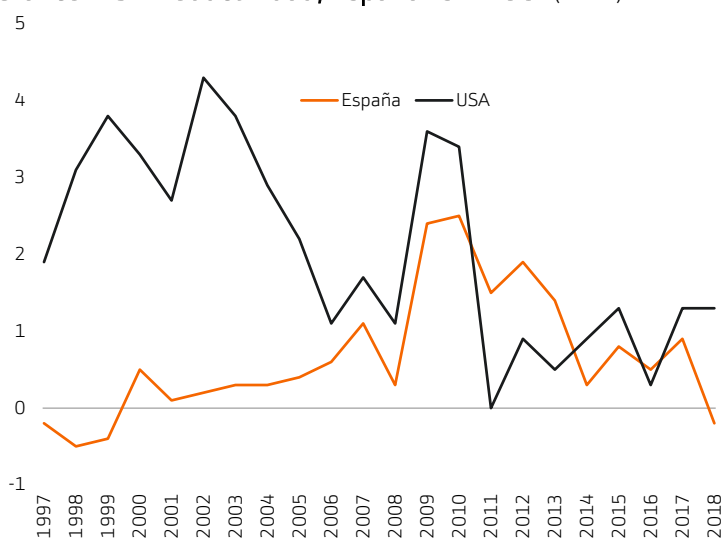
Gráfico 2.2: España, Costes Laborales (% a/a).



El origen de la desaceleración se encuentra en la pérdida de vigor del Sector Exterior a partir, sobre todo, del 4T 2018

Fuente: Eurostat. Elaboración: Análisis Bankinter.

Gráfico 2.3: Productividad, España vs EE.UU. (% a/a).



Fuentes: Eurostat y Conference Board. Elaboración: Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 4T 2019

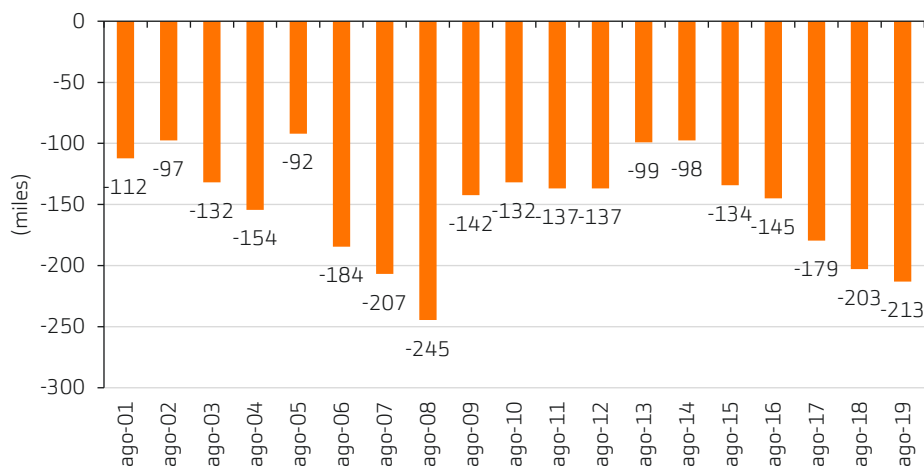
Las Importaciones se contrajeron ligeramente tanto en el 1T como en el 2T 2019 (-1,0% y -0,9% respectivamente) y las Exportaciones apenas se expanden en el entorno de +2% en el mejor de los casos (o no se expanden en absoluto, como sucedió en el 1T 2019). **Con el Sector Exterior cuestionado, era cuestión de tiempo (y no mucho) que la Inversión Empresarial perdiera tracción**, como efectivamente sucedió en el 2T 2019 (tan sólo +0,9%). En esas circunstancias, la expansión del PIB español ha pasado a depender casi exclusivamente de un Consumo Privado que lleva demasiado tiempo presionado por una carga fiscal excesiva. Es preciso acometer las reformas estructurales pendientes, como las pensiones o la dimensión (y el coste) del sector público antes de que su impacto sobre el crecimiento económico y las ratios de endeudamiento agraven la situación, colocando a la economía española en una situación de desventaja competitiva.

La posible entrada en recesión de Alemania tras un PIB 3T 2019 en negativo (-0,1% t/t, aunque +0,4% a/a) ha aumentado la presión indirecta sobre la economía española. La inesperadamente débil creación de empleo en agosto en España ha elevado la incertidumbre sobre la sostenibilidad del crecimiento económico.

El número medio de cotizantes a la Seguridad Social descendió en 213.000 en agosto, hasta 19,3M desde 19,5M en julio. Este es el dato más alarmante observado hasta el momento. Un indicador que se ha visto afectado por la desaceleración de la economía, la mayor debilidad del Sector Exterior y un alza de los costes laborales.

El PIB español ha pasado a depender casi exclusivamente de un Consumo Privado que lleva demasiado tiempo presionado por una carga fiscal excesiva

Gráfico 2.4. Variación del número de cotizantes en agosto



Fuente: Seguridad Social y Análisis Bankinter

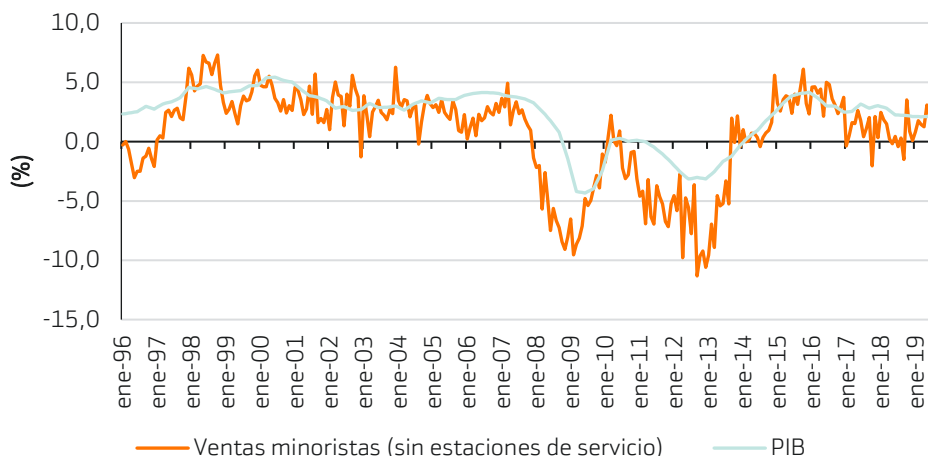
Sin embargo, la resiliencia del Consumo Privado parece superior a lo que intuitivamente cabe pensar. Las Ventas Minoristas aceleraron hasta +3,2% en julio vs +2,1% junio vs +0,3% julio 2018. Esto sugiere que, siempre que la creación de empleo no pierda más impulso, la desaceleración del PIB se estabilizaría en el rango +1,5%/+1,8% y, en ese caso, el alcance del ajuste sería asumible sin consecuencias realmente graves. Precisamente por la importancia que cobra en este delicado contexto la sostenibilidad del

Siempre que la creación de empleo no pierda más impulso, la desaceleración del PIB se estabilizaría en el rango +1,5%/+1,8%.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Consumo Privado, resulta determinante la presión fiscal. Entendemos que ha llegado el momento en que la Política Fiscal (es decir, bajadas de impuestos) y la Política Económica (es decir, reformas estructurales dirigidas a mejorar la competitividad) tomen el relevo a la ya casi exhausta Política Monetaria.

Gráfico 2.5. PIB vs Ventas Minoristas



Las Ventas Minoristas ofrecen una resiliencia inesperada, pero...

...salvo la introducción de medidas específicas entramos en una etapa en que niveles de crecimiento inferiores a 2% serán la nueva normalidad.

Fuente: INE y Análisis Bankinter

En definitiva, ciertos indicadores reflejan indicios de agotamiento y el patrón de la economía española se ha vuelto vulnerable. Salvo la introducción de medidas específicas entramos en una etapa en que niveles de crecimiento inferiores a 2% serán la *nueva normalidad*.

Perspectiva sobre España

Factores directores

La economía desacelera, situándose por debajo de su potencial de largo plazo. La creación de empleo se debilita. Reformas estructurales pendientes.

Consecuencias prácticas

El patrón de crecimiento se vuelve vulnerable. El proceso reconstructivo Sector Exterior – Inversión Empresarial – Consumo Privado entra en riesgo.

Reacción del mercado

Se continúa valorando positivamente la ausencia de fuerzas "antieuropeístas" y el reducido margen de actuación para incrementar el gasto público debido a la prórroga presupuestaria. Pero el mercado no permanecerá mucho más tiempo indiferente ante la pérdida de vigor del crecimiento económico.

Estrategia recomendada

Las mejoras de *rating* son menos probables, lo que limitará el recorrido de los bonos españoles. La bolsa pierde atractivo relativo. Infraponderar España.

España: cifras clave (%)	2016r	2017r	2018r	2019e			2020e			2021e		
				Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	3,0	2,9	2,4	1,7	2,0	2,4	1,4	1,7	2,0	1,3	1,6	1,9
Consumo privado	2,6	3,0	1,8	1,2	1,5	1,8	0,6	0,9	1,2	0,6	0,9	1,2
Consumo público	1,0	1,0	1,9	2,3	2,6	2,9	2,3	2,6	2,9	2,1	2,4	2,7
Formación bruta de capital fijo	2,4	5,9	5,3	3,2	3,5	3,8	2,5	2,8	3,1	2,1	2,4	2,7
Demanda interna (aportación)	2,1	3,1	2,7	1,2	1,4	1,6	1,0	1,2	1,3	0,8	1,0	1,2
Exportaciones	5,4	5,6	2,2	1,0	1,2	1,4	0,6	0,8	1,0	0,9	1,1	1,3
Importaciones	2,7	6,6	3,3	-1,2	-1,0	-0,7	-0,6	-0,4	0,0	0,3	0,6	0,9
Demanda externa (aportación)	0,9	-0,2	-0,4	0,5	0,6	0,8	0,4	0,5	0,7	0,5	0,6	0,7
						2,4	1,4					
Déficit público/PIB	-4,5	-3,1	-2,5	-2,4	-2,2	-2,0	-2,1	-1,8	-1,5	-1,7	-1,5	-1,3
Deuda pública/PIB	99,0	98,1	97,1	96,4	96,0	95,6	95,2	94,4	93,1	93,0	92,8	92,6
Tasa de paro (EPA)	19,6	17,2	15,3	15,5	13,7	12,5	13,4	12,7	12,1	13,9	12,1	10,9
IPC	1,6	1,1	1,2	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,3	1,3	1,5	1,7

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

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

Estrategia de Inversión 4T 2019

2.2. Portugal: "Crecimiento robusto, a pesar de la incertidumbre sobre las Exportaciones. Nuevas subidas de *rating* a la vista tras las elecciones."

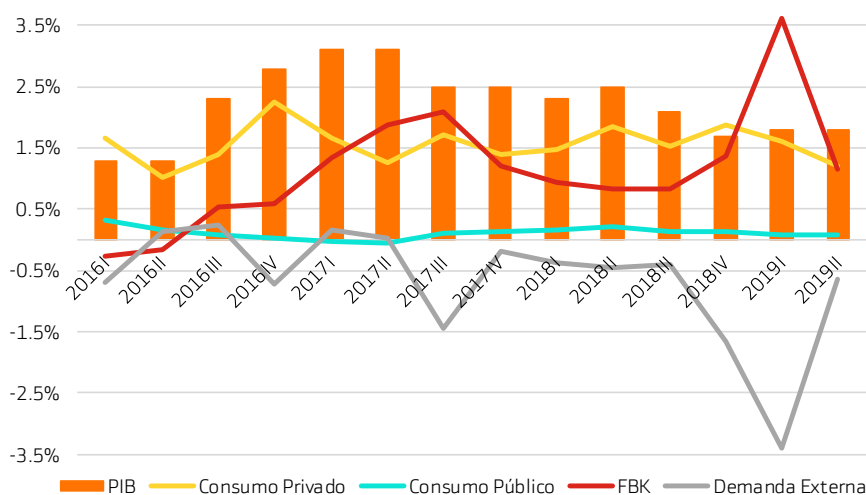
La economía portuguesa deberá crecer +1,8 % este año y +1,6 % en 2020 y 2021, un ritmo superior a la media de la zona euro y respaldado fundamentalmente por la Demanda Interna. Sin embargo, advertimos sobre el aumento de incertidumbre en cuanto a las Exportaciones y sobre el riesgo de deterioro de la Balanza Comercial. Este factor es, probablemente, el mayor reto al que se enfrentará Portugal a lo largo de los próximos años, teniendo en cuenta el preocupante desajuste que todavía persiste en la componente de Inversión Internacional (la deuda externa supera el 100 % del PIB). No obstante, fruto sobre todo de una mejora en su endeudamiento público (vencimientos más largos y menor coste) y de la posible continuidad del rigor presupuestario tras las elecciones legislativas, opinamos que Portugal se beneficiará de nuevas subidas de *rating* a finales de 2019 y principios de 2020, lo que podrá llevar a una nueva reducción de la Prima de Riesgo.

Mantenemos nuestras estimaciones sobre la economía portuguesa, que crecerá un **+1,8 %** en 2019. Una perspectiva que se ha visto reforzada por los datos de PIB del 1T y 2T, que coincidieron plenamente con nuestras estimaciones. Este nivel de crecimiento, aunque represente una desaceleración en comparación con 2017 (+2,8 %) y 2018 (+2,2 %), **compara favorablemente con la media de la zona euro** (+1,1 % en el 2T).

No obstante, la **composición de este crecimiento se ha deteriorado**. Tanto las Importaciones como las Exportaciones se ralentizaron sustancialmente (signo de un menor dinamismo de la actividad económica) y el Consumo Privado aumentó por debajo de +2% por primera vez desde 2016. La razón por la cual el crecimiento del PIB se mantuvo en +1,8% es que las Importaciones se han debilitado más que las Exportaciones.

EL PIB de Portugal aumenta por encima de la media de la Eurozona, aunque su composición se haya deteriorado.

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



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 4T 2019

De aquí en adelante, prevemos que la **Demanda Interna** mantendrá el crecimiento del PIB por encima de la media de la zona euro, lo que permitirá que Portugal acorte distancias con los demás países europeos en términos de riqueza *per cápita*.

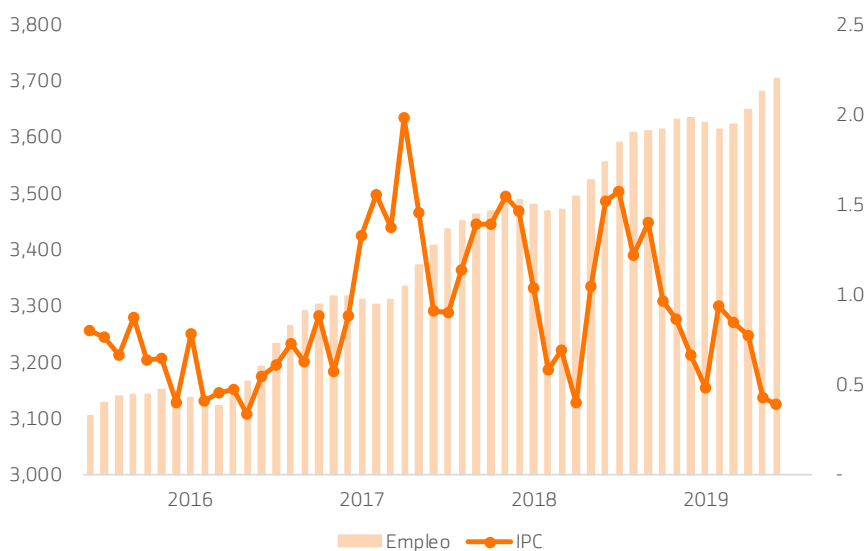
Estimamos que el crecimiento del **Consumo Privado** se consolidará en +2,2% este año y se moderará en +1,8% y +1,7% en 2020 y 2021, respectivamente. Esta desaceleración se producirá a medida que se diluya el efecto positivo de la rápida creación de empleo de los últimos años, y del aumento de la Renta Disponible de los hogares. Que fue el resultado de la reversión de las medidas de austeridad. De hecho, la Tasa de Desempleo parece haber alcanzado un punto de equilibrio en 6,5% (nivel en el que se encuentra desde septiembre del año pasado). En el aspecto fiscal no se espera ningún cambio material en los próximos ejercicios. Por el aparente rigor presupuestario del Gobierno actual y el resultado esperado de las próximas elecciones legislativas, en las que creemos no habrá grandes cambios.

Aun así, se espera que esta moderación en el Consumo de los hogares se vea contrarrestado por los bajos precios del consumo. De hecho, en los meses de julio y agosto, el IPC cayó -0,1% y -0,3% respectivamente, lo que debería haber impulsado el Consumo durante el verano. Sin embargo, a medio plazo se espera una inversión de esta tendencia en los precios debido a: (i) el efecto de las políticas expansivas del BCE; (ii) la presión alcista sobre los salarios, derivada de la escasez de mano de obra; y (iii) al posible aumento de los precios de los combustibles. Dicho esto, prevemos un aumento gradual de la **Inflación**, desde +0,8% en 2019 hasta +1,0% en 2020 y +1,2% en 2021.

Estimamos que el Consumo Privado se moderará en los próximos trimestres.

IPC debería recuperar una inercia alcista, por (i) política expansiva del BCE; (ii) aumento de los salarios (iii) aumento del precio del combustible.

Gráfico 2.2.2 – Inflación y Empleo. –



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Sin embargo, el principal motor de la Demanda Interna en los próximos 2 años debería ser la **Inversión**. Estimamos un crecimiento bruto de la Formación de Capital Fijo de +7,0% este año y de +3,1% en 2020, impulsado por: (i) una **tasa de Capacidad de Producción** en el Sector Industrial por encima del 80% (81,4% en el 2T19 frente al mínimo del 71,3% en 2009), nivel a partir del cual las empresas se ven normalmente "obligadas" a invertir en nueva capacidad; y (ii)

Estrategia de Inversión 4T 2019

unas condiciones de financiación atractivas y mayor oferta de crédito. No sólo por la mejora en la posición financiera de las empresas privadas, sino también por las nuevas medidas expansivas sobre el crédito del BCE (*tiering*, TLTRO, etc.)

Asimismo, se espera que el **Sector Inmobiliario** residencial continúe siendo la inversión principal en Portugal (actualmente la construcción representa aproximadamente la mitad de la Formación Bruta de Capital Fijo). Estas estimaciones se basan en la escasez de alternativas rentables al Sector Inmobiliario (B10A portugués: 0,15% vs. rentabilidad bruta por alquiler: ~ 5,0%), y la brecha que persiste entre la demanda y la oferta de inmuebles nuevos para la venta. Además, este aumento en la inversión inmobiliaria tendrá dos consecuencias prácticas: **(i) un aumento en el número de transacciones**, en las que la nueva oferta satisfaga una demanda que hasta ahora no ha sido satisfecha; y **(ii) desaceleración del aumento de precios de la vivienda**: esperamos un aumento de +5% este año y + 1,5% a partir de 2020.

Si, por un lado, las perspectivas siguen siendo favorables para la Demanda Interna, no se puede decir lo mismo del **Sector Exterior**. Consideramos que existe una elevada probabilidad de que se deteriore la Balanza Comercial en los próximos trimestres. En consecuencia, tendrá impacto negativo en la Deuda Externa. Entre los principales motivos que explican las estimaciones sobre el Sector Exterior, destacamos:

- (i) Perspectiva de crecimiento elevado de la **Inversión**, especialmente en la industria transformadora, con el consiguiente aumento de las importaciones de nueva maquinaria y equipos.
- (ii) Fuerte **desaceleración** del crecimiento de las principales economías de la **zona euro** (principal destino de los bienes y servicios portugueses).
- (iii) Empeoramiento del **Déficit Energético** asociado al aumento del precio del petróleo (tensiones en Arabia Saudita/Irán).
- (iv) Posible impacto en el comercio internacional de la **guerra comercial** iniciada por Estados Unidos.
- (v) **Depreciación del yuan** y pérdida de competitividad en el mercado chino.

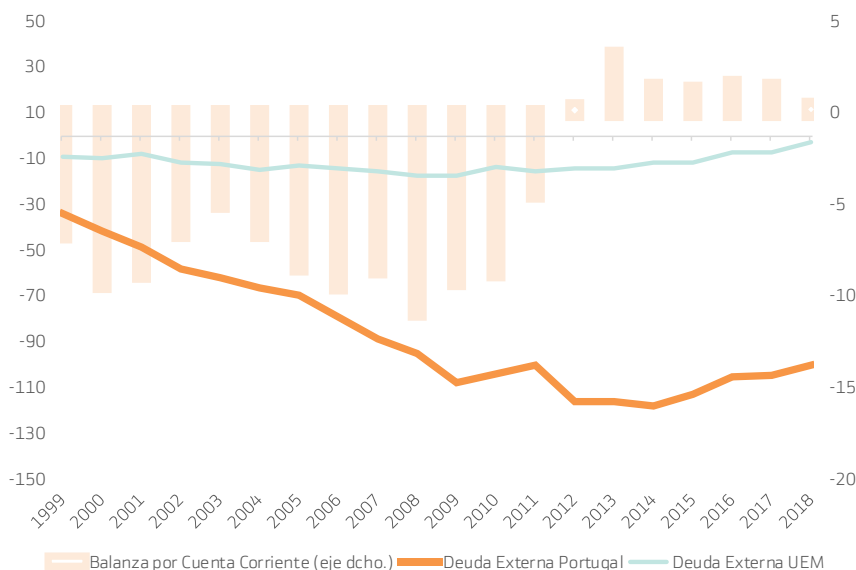
Teniendo en cuenta la incertidumbre sobre las Exportaciones, es de esperar que la Demanda Interna vaya adquiriendo más importancia en el PIB portugués, en detrimento del Sector Exterior. **Este patrón es, probablemente, el mayor reto al que se enfrentará Portugal a lo largo de los próximos años**, teniendo en cuenta el preocupante desajuste que todavía persiste en la posición de inversión internacional (muy deficitaria y que al cierre de 2018 todavía representa más del 100% del PIB).

Como se puede ver en el siguiente gráfico, el superávit por Cuenta Corriente y de Capital desde 2012 ha sido claramente insuficiente para compensar los déficits registrados entre 2000 y 2010. En consecuencia, el **nivel de endeudamiento externo sigue siendo considerablemente alto**. Recordamos que este desequilibrio en la Inversión Internacional fue uno de los principales factores que llevó a Portugal a la crisis financiera de 2011 y, por tanto, es un punto que merece la máxima atención.

La incertidumbre sobre el Sector Exterior incrementa el riesgo de deterioro de la Balanza Comercial.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Gráficos 2.2.3 – Posición de Inversión Internacional Neta (Deuda Externa). –

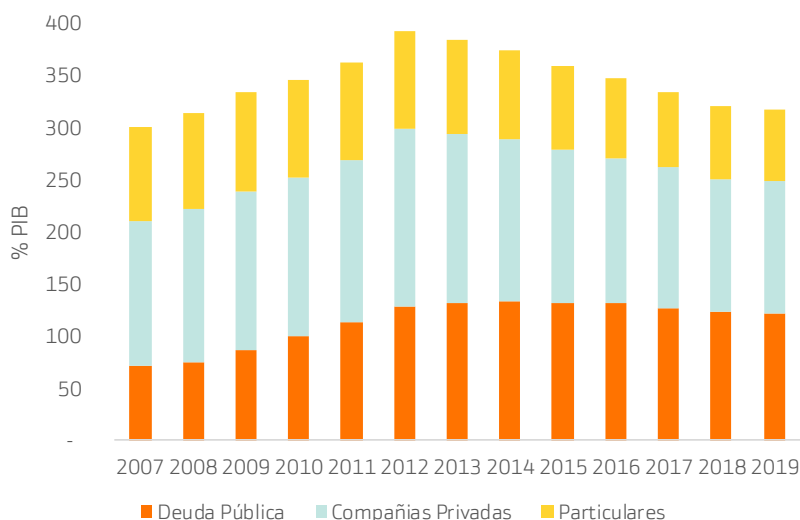


La Deuda Externa es la mayor debilidad de la economía portuguesa.

Fuente: BdP. Elaboración Análisis Bankinter.

En este contexto, resulta crucial que los niveles de Deuda Privada permanezcan bajo control, especialmente en un momento en que los incentivos para obtener nuevos préstamos son altos: tipos de interés en mínimos históricos y una mayor probabilidad de aprobación de préstamos, fruto de la mejora en las condiciones financieras de las empresas y de las familias. Aun así, cabe señalar que Portugal ha hecho un buen trabajo en este campo. Desde 2012, el peso de la deuda total sobre el PIB ha disminuido en aproximadamente -76 p.p., desde 393% a 317%. Es importante destacar el desapalancamiento de las empresas privadas (-45 p.p. para 126 % del PIB).

Gráficos 2.2.4 – Evolución Deuda Pública y Privada.



La economía portuguesa mantiene el desapalancamiento. La deuda total sobre el PIB ha disminuido alrededor de -77 p.p. desde 2012.

Fuente: BdP. Elaboración Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 4T 2019

La **Deuda Pública** también ha mostrado una tendencia a la baja, aunque a un ritmo más lento que la Deuda Privada. Actualmente se encuentra en el 122 % del PIB y esperamos que alcance el 115 % en 2020, fruto del sólido crecimiento del PIB, del estricto control de las cuentas públicas y, sobre todo, de una disminución en el coste por intereses.

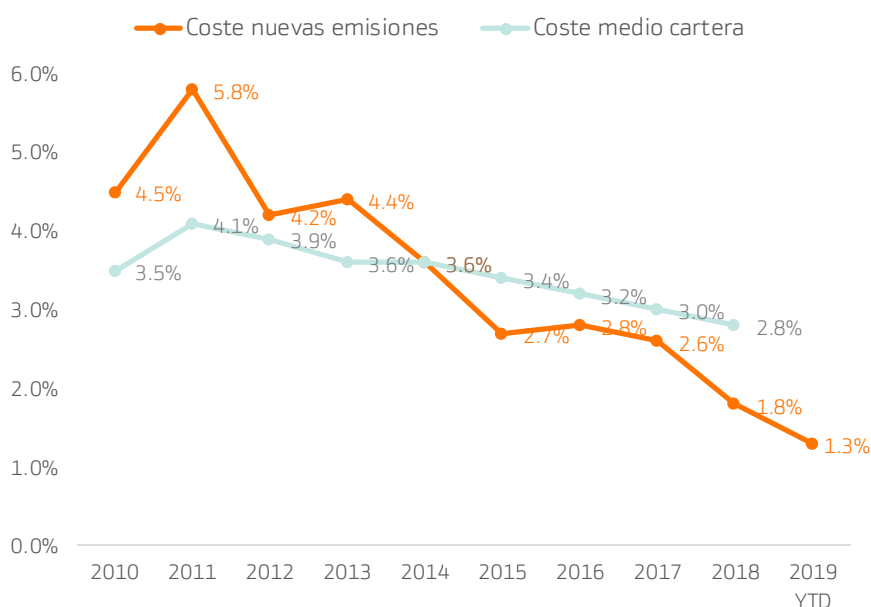
Como se puede ver en el siguiente gráfico, **Portugal ha aprovechado la fuerte caída de los tipos de interés para refinanciar su deuda**, reduciendo sustancialmente su coste (coste de nuevas emisiones en 2019: +1,3%), a la vez que prolonga su vencimiento medio. Como referencia, en septiembre, Portugal emitió bonos a 10 años con un cupón del 0,26%, el tipo más bajo de la historia en este tipo de emisión. Esta disminución de los tipos de interés es el resultado de: **(i) una disminución de la prima de riesgo exigida por los inversores**, gracias a la mejora de los fundamentales de la economía (PIB, deuda, déficit, etc.); **(ii) las políticas monetarias ultralaxas del BCE**, reforzadas en la última reunión del Consejo; y **(iii) las revisiones al alza de las calificaciones** de Portugal por parte de las principales agencias.

Creemos que todos los factores mencionados seguirán presionando a la baja los tipos de interés del país, con especial impacto en la **posibilidad de nuevas revisiones al alza de la calificación** a lo largo del 4T de este año o principios de 2020, una vez que pasen las elecciones legislativas. Según las últimas encuestas, es muy probable que el Partido Socialista, el actual líder del Gobierno, gane las elecciones del 6 de octubre con un margen suficiente como para no necesitar el apoyo de otros partidos. Esto permitiría al Gobierno seguir con o, incluso, ahondar en las políticas de consolidación presupuestaria de los últimos años, una realidad que contrasta con la vivida en otros países periféricos y que las agencias de calificación deben valorar en futuras evaluaciones de Portugal.

Mejora del perfil de la Deuda Pública (coste y duración), aprovechando el entorno de tipos de interés.

Estimamos que habrá nuevas revisiones al alza del rating, una vez superadas las elecciones legislativas.

Gráficos 2.2.5 – Coste de la deuda pública portuguesa. –



Fuente: IGCP. Elaboración Análisis Bankinter.

Perspectiva sobre Portugal

Escenario Central

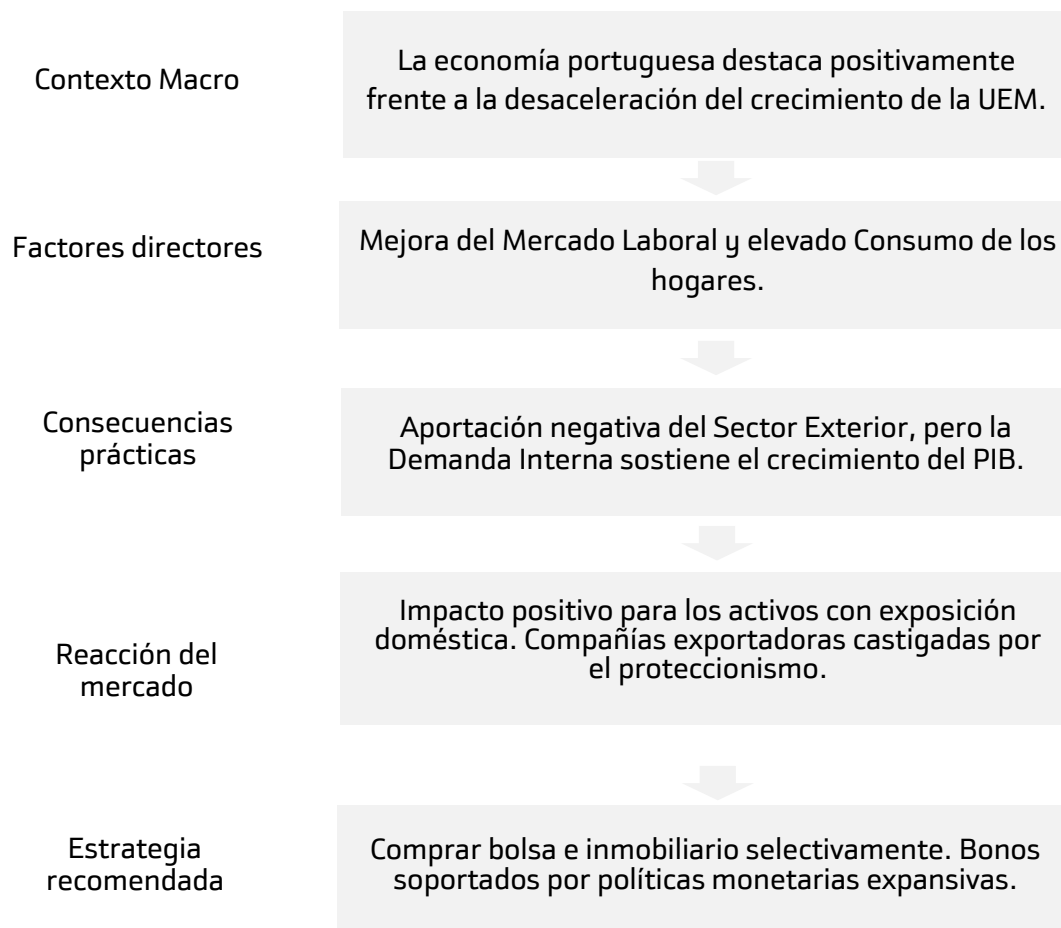


Tabla de previsiones macro (*):

Portugal: cifras clave	2018r			2019e			2020e			2021e	
		Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	
PIB	2.1%	0.9%	1.8%	2.5%	0.8%	1.6%	2.6%	0.6%	1.6%	2.6%	
Consumo privado	2.6%	2.0%	2.2%	2.4%	1.3%	1.8%	2.2%	1.2%	1.7%	2.2%	
Consumo público	0.9%	0.5%	0.7%	1.0%	0.5%	0.8%	1.2%	0.5%	0.8%	1.2%	
Formación bruta de capital fijo	5.5%	5.0%	7.3%	8.0%	2.0%	3.1%	4.0%	1.8%	2.5%	3.5%	
Demanda interna	2.8%	2.2%	2.7%	3.0%	1.3%	1.8%	2.3%	1.2%	1.7%	2.2%	
Demanda externa (aportación)	-0.7%	-1.3%	-0.9%	-0.5%	-0.5%	-0.1%	0.3%	-0.6%	-0.2%	0.4%	
Déficit público/PIB	-0.5%	-0.6%	0.0%	0.3%	-0.6%	0.0%	0.5%	-0.6%	0.0%	0.5%	
Deuda pública/PIB	122%	120%	118%	116%	120%	115%	113%	118%	112%	110%	
Tipos a largo (Bono 10A)	1.7%	0.5%	0.0%	-0.2%	1.0%	0.6%	0.0%	1.2%	0.7%	0.2%	
Tasa de paro	6.7%	7.0%	6.6%	6.4%	7.0%	6.5%	6.0%	7.0%	6.5%	6.0%	
IPC	0.7%	0.2%	0.8%	1.2%	0.8%	1.0%	1.4%	0.8%	1.2%	1.5%	

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

(* En la página 67 de este informe se ofrece un desglose trimestral de estas proyecciones.

Estrategia de Inversión 4T 2019

3. Ideas de inversión: Asignación de activos

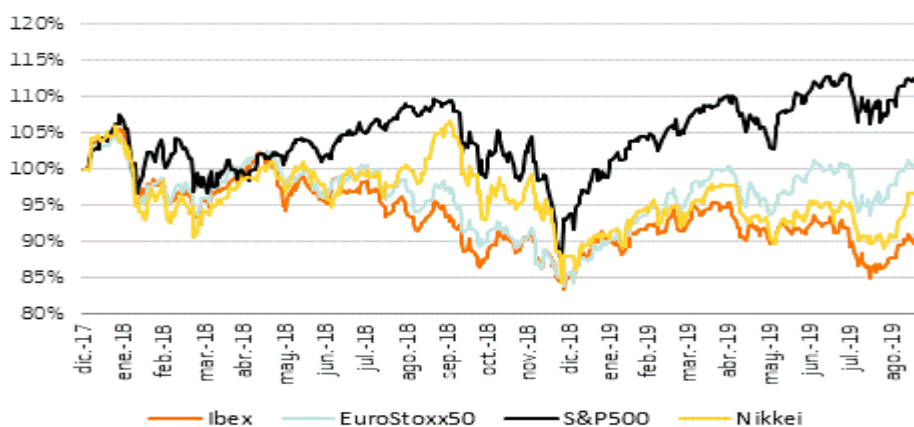
Los estímulos monetarios han vuelto a ser los protagonistas del último trimestre, durante el cual el escenario macro se ha deteriorado más rápido de lo esperado. En este contexto, los bonos soberanos registraban mínimos en rentabilidad, mientras las bolsas recibían el soporte de las nuevas medidas de los Bancos Centrales.

En los próximos meses esperamos un entorno de bajos crecimientos, inflación contenida y expansión en beneficios, aunque en su mayoría en Europa, a un ritmo más moderado que en años anteriores. Los riesgos se han elevado (el deterioro macro en la Zona Euro, la extensión de la incertidumbre sobre el Brexit y la guerra comercial, así como las nuevas tensiones en Oriente Medio). Sin embargo, esperamos que los mercados y las principales economías continúen soportados fundamentalmente por: (i) la extensión y/o ampliación de las políticas monetarias expansivas; y (ii) la posibilidad de estímulos fiscales en países hasta ahora más reacios a las mismas, como Alemania.

En este entorno, mantenemos nuestras exposiciones hacia Renta Variable (desde 70% en el perfil agresivo, hasta 10% en el defensivo), aunque cualitativamente más moderados. Reducimos la exposición a Emergentes (de Compra Selectiva a Neutral) y seguimos priorizando el mercado americano. En Europa mantenemos la recomendación Neutral, mientras que seguimos viendo menos potencial en Japón (Vender). Sectorialmente, también mantenemos un enfoque conservador, favoreciendo sectores y compañías con elevada capacidad y recurrencia en la generación de caja (eléctricas, inmobiliarias o infraestructuras). Por el lado de Renta Fija, seguimos recomendando bonos de EE.UU. y subimos la recomendación hacia Bonos Corporativos europeos (a Comprar desde Mantener) y para perfiles más defensivos, Cédulas Hipotecarias. Seguimos neutrales hacia activos Inmobiliarios (con preferencia hacia activos logístico y oficinas prime).

El escenario macro se ha deteriorado más rápido de lo inicialmente esperado, sobre todo en Europa, si bien, los estímulos monetarios han sido capaces de soportar a los mercados. La Fed ha bajado tipos tanto en la reunión de julio como en la de septiembre (50p.b. en total) y el BCE ha vuelto a rebajar tipos (el Tipo Depo hasta -0,50%) y ha lanzado un nuevo QE (programa de compra de activos) de hasta 20.000 M€ al mes. Como resultado, las bolsas no han registrado cambios importantes en el 3T19⁽¹⁾: S&P +1,7%, DJ EuroStoxx50 +1,8%, Ibex -1,1% y Nikkei +3,8%.

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



Fuente: Bloomberg, con elaboración propia

⁽¹⁾ Datos del 3T19 cerrados al 23 de septiembre

Estrategia de Inversión 4T 2019

En este entorno, **los bonos soberanos** han protagonizado nuevos *rallies* (en precios), que los ha situado **en mínimos de rentabilidad**. El T-Note americano ha visto reducida su rentabilidad por debajo del 2% (hasta el 1,78%), el Bund alemán continúa profundizando en terreno negativo (-0,51%) y **los spreads de los periféricos se reducen**, sobre todo los de Italia y Portugal. La prima de riesgo del bono español se mantiene prácticamente sin cambios en 75,6 pb.

Los bonos continuaron con su rally y el Euro se depreció contra Dólar y Yen.

Los nuevos estímulos monetarios del BCE han llevado al **Euro a depreciarse** en 3T19⁽¹⁾ frente al Dólar (-3,4% hasta 1,099/€) y Yen (-3,7% hasta 118,22/€).

Mercados más vulnerables y con rentabilidades reducidas en lo que queda de año.

Nuestro **escenario central contempla** una situación marcada por **crecimientos bajos**, inflación contenida y **expansiones de los beneficios empresariales a ritmo más moderado** especialmente en Europa. Esto debería dar lugar a un **mercado más vulnerable y con rentabilidades reducidas (+0%/+5%) para los índices en lo que queda de año**. Si bien, el crecimiento de beneficios esperado (entre 3% / 10%) dará potencial adicional a los mercados de cara a 2020 (ver sección de Valoración).

Indices	Rango probable de cierre de 2019E		
Ibex 35	9,110	/	9,320
EuroStoxx 50	3,550	/	3,660
S&P500	3,030	/	3,140
Nikkei	22,070	/	22,180

Fuente: Análisis Bankinter

Los riesgos son crecientes para el ciclo económico global:

- 1. Frenazo de la economía europea.** Se ha producido un importante deterioro en los datos macro de los principales países de la Zona Euro. Cabe destacar Alemania, cuyo PIB se contrajo en un -0,1% en 2T19. Países como España e Italia cuentan con menor margen de maniobra para llevar a cabo estímulos por la limitación del déficit fiscal y endeudamiento público.
- 2. La incertidumbre del Brexit se extenderá probablemente hasta la primera mitad de 2020.** Según la ley aprobada por el parlamento británico, antes de su suspensión, Boris Johnson tiene hasta el 31 de octubre para renegociar el acuerdo con Bruselas. De lo contrario se verá obligado a pedir una prórroga hasta enero de 2020.
- 3. Vaivén de noticias en el frente comercial.** Cuando parecían estar cerca de alcanzar un acuerdo comercial entre EEUU y China, Trump decidió de forma unilateral imponer nuevos aranceles a China, y esta última mostró sus cartas a través de su divisa (Yuan). En las últimas semanas, parecen suavizarse las posturas de cara al próximo encuentro entre los dirigentes de ambos países, previsto para octubre.
- 4. Escalada de tensión en el mar de Ormuz.** Recientemente han sido atacadas dos refinerías saudíes, afectando en torno al 5% de la producción mundial de petróleo. EE.UU. acusa a Irán de estar detrás de los ataques, mientras que Irán desmiente cualquier implicación. Esto a su vez, ha producido un incremento en los precios del petróleo que perjudica a economías con dependencia energética, como la europea.

Los riesgos son al alza...

... Aunque continuarán soportados por políticas monetarias acomodaticias y estímulos fiscales.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Si bien, esperamos que los **mercados y las principales economías continúen soportados** por:

- 1) **Políticas monetarias acomodaticias.** Los bancos centrales seguirán dando soporte a la economía. De hecho, esperamos que la Fed lleve a cabo un recorte de tipos adicional antes de final de año, sumando un recorte total de 75p.b. en 2019. Por su parte, el BCE ha anunciado en su última reunión nuevos estímulos monetarios: (i) bajada del tipo Depo hasta -0,50%, (ii) Nuevo programa de *QE (Quantitative Easing)* para la compra de bonos por hasta 20.000 M€ mensuales, pudiendo comprar también bonos corporativos con rentabilidades negativas de hasta -0,50%; y (iii) eliminación del diferencial de 10p.b. sobre el tipo de intervención en el coste de los TLTROs; y (iv) *Tiering sobre los depósitos*, que suaviza el impacto sobre la banca.
- 2) **Estímulos fiscales.** En la UE, algunos países tradicionalmente más ortodoxos en sus políticas de gasto público están comenzando a plantear públicamente la posibilidad de medidas de expansión fiscal (bajada de impuestos o planes extraordinarios de inversión). Entre ellos, destaca **Alemania** con un superávit fiscal del 1,7% del PIB en 2018 y una deuda pública del 60% sobre el PIB. El Ministro de Finanzas alemán ya ha mencionado la posibilidad de implementar medidas adicionales a la eliminación del impuesto de la reunificación. **EE.UU.** es otro de los países en los que podemos esperar estímulos fiscales que dinamicen la economía del país de cara a las elecciones que tendrán lugar en 2020. **China** ha puesto ya en marcha medidas expansivas para contrarrestar el efecto de la guerra comercial.

Mantenemos nuestras exposiciones a renta variable para el próximo trimestre. Sin embargo, venimos matizando la composición de nuestras carteras **siendo cualitativamente más defensivos**. En caso de continuar deteriorándose el ciclo, sin que los estímulos fiscales y monetarios consigan revertir la tendencia, el siguiente paso sería una reducción en los niveles de exposición a renta variable, aunque no es nuestro escenario central actualmente. En la tabla inferior mostramos los niveles de exposición recomendados por cada perfil de riesgo del inversor.

Mantenemos nuestra exposición a Renta Variable, cualitativamente más defensivos.

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.

Estrategia de Inversión 4T 2019

En este entorno, mantenemos nuestras principales ideas de inversión, con dos matices: en Renta Variable reducimos exposición a Emergentes y en Renta Fija, mejoramos la recomendación sobre Bonos Corporativos europeos.

En Renta Variable, nuestros escenarios y valoraciones a 2020 arrojan potenciales de revalorización del +16,1% para S&P 500, +9,7% Eurostoxx 50, +0,9% Nikkei y +7% Ibex 35. **Consideramos EE.UU. como primera opción de inversión**; seguida de Europa, donde mantenemos opinión Neutral ya que el mercado podría haber descontado ya gran parte de la desaceleración. En Japón mantenemos recomendación de Venta, ante las menores expectativas de crecimiento de beneficios y la incertidumbre generada por la anunciada subida del IVA. Por último, **reducimos la exposición hacia mercados Emergentes**, pasando de Compra Selectiva, en Brasil e India, a Neutral.

Desde un punto de vista sectorial, preferimos un enfoque conservador hacia sectores con elevada capacidad de generación de caja y remuneración al accionista (ya sea vía dividendos o recompras de acciones), como selectivamente **eléctricas, inmobiliarias e infraestructuras**.

En el lado de la Renta fija, los mercados deberían verse soportados, por: (i) unas **expectativas de inflación a la baja**, (ii) la **elevada liquidez** en busca de activos refugio y; (iii) la **extensión de las políticas monetarias acomodaticias**.

En **Bonos soberanos** seguimos recomendando la **Compra de bonos estadounidenses**. Aunque los factores mencionados anteriormente han llevado las rentabilidades a niveles inferiores al 2%, éstas siguen siendo superiores a la inflación (en términos de PCE se encuentra en torno al 1,5%), además de la posibilidad de algún recorte más de tipos por parte de la Fed. Mantenemos en **Neutral los Bonos Soberanos Europeos**, aunque el atractivo de los bonos *core* es escaso, con rentabilidades en mínimos históricos (incluso negativas en muchos de ellos). Ganan atractivo los periféricos, España, Portugal e Italia, ante el nuevo QE lanzado por el BCE.

Subimos recomendación de **Bonos Corporativos europeos a Comprar** desde Mantener debido sobre todo al nuevo QE anunciado por el BCE, el cual podrá comprar bonos tanto gubernamentales como corporativos por valor de hasta 20.000 M€ con rentabilidades negativas de hasta -0,50%. Los bonos corporativos americanos continuarán soportados por las bajadas de tipos de la Fed, que esperamos que realice una más antes de final de año. Para **perfiles más defensivos**, somos más positivos en **Cédulas Hipotecarias** que, si bien ofrecen una rentabilidad limitada, cuentan con importantes garantías reales.

Finalmente, mantenemos nuestra **recomendación Neutral en activos Inmobiliarios**. Preferencia hacia activos Logísticos y Oficinas Prime. Evitaríamos Centros Comerciales sobre todo en EE. UU. y RU. En estos momentos del ciclo, consideramos más atractiva la inversión a través de inmobiliarias cotizadas que vía activos reales dado que ofrecen una rentabilidad superior con mayor liquidez y menor riesgo.

En renta fija, favorecemos bonos soberanos americanos.

Neutrales en soberanos europeos, con preferencia a periféricos.

Comprar Bonos Corporativos Europeos. Son los principales beneficiados del nuevo programa QE del BCE.

Activos inmobiliarios portados por el entorno de tipos bajos. Preferimos logístico y evitaríamos centros comerciales.

Estrategia de Inversión 4T 2019

En este entorno, gana importancia para implementar la estrategia productos con perfiles de riesgo más defensivos como:

1. **Selección Estabilidad**, en la que recientemente incluimos 3 fondos con perfil de deuda corporativa (Robeco Euro Credit Bond), pero también por extensión a las cédulas hipotecarias (Nordea European Covered Bond) y los soberanos americanos (Pictet USD Government Bond).
2. **Selección Acciones Dividendo 2019**, compuesta por 15 valores europeos con una rentabilidad por dividendo media estimada para 2019 en torno al 5%.
3. Por último, recordar que **para los perfiles** que buscan **generación de rentas**, hemos creado un apartado en el [Top Selección de fondos](#) con varios fondos cuya filosofía tiene entre sus objetivos el Pago de Rentas (tanto entre los domésticos, pero fundamentalmente entre los Globales).

Ideas para implementar la estrategia, además de Carteras Modelo, destacamos:

-Selección Estabilidad

-Selección Acciones Dividendo

-Top Selección: nuevo "apartado" con filosofía de pago de rentas.

Estrategia de Inversión 4T 2019

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 y Mercados Bankinter. Desde este trimestre, nuestras valoraciones consideran un horizonte dic-2020E (vs dic-19 ant.), debido a que en este último trimestre el mercado comienza a descontar BPA 2020e.

Aplicamos tres escenarios para nuestras valoraciones: el central, el favorable y el desfavorable. Las principales diferencias entre ellos son:

1. Niveles de revisiones sobre BPA esperado por el consenso de mercado. Aplicamos un -5% en el escenario central, sin ajustes al BPA esperado en el escenario favorable y -10% en el escenario desfavorable. En el caso del S&P500, que viene sufriendo menos revisiones de estimaciones de beneficios, consideramos un -2,5% en el escenario central, -7,5% en el desfavorable, e igualmente sin cambios en el favorable.
2. Rango del bono a 10 años. Empleamos los tipos de mercado 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.

Igualmente, en el caso de la valoración *Bottom Up* para el Ibex35 aplicamos 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.

Mantenemos nuestra preferencia por el S&P500, seguido de Europa (EuroStoxx50) que podría haber descontado parte del escenario de desaceleración; y del Ibex35, donde en parte pesa su mayor exposición al sector financiero (26,5%). Por último, somos menos favorables hacia el Nikkei, con el crecimiento de BpA 2019E y 2020E más modesto que los mencionados anteriormente. Los soportes de la valoración son básicamente: (i) el descenso de la rentabilidad de los bonos soberanos y (ii) el crecimiento de beneficios. En este trimestre comenzamos a considerar el horizonte de BpA 2020E (vs. 2019 anterior). Sin embargo, el aumento de los riesgos sobre el ciclo económico se traslada a la valoración con un incremento de la prima de riesgo.

Nuestras valoraciones mantienen el criterio conservador de partir de un nivel de BpA 2020E para el escenario central que ya considera un descenso entre -2,5% y -5% sobre la estimación actual.

IBEX 35

Mantenemos la recomendación Neutral, con una valoración que se sitúa en 9.731 puntos, lo que supone un potencial del 7% a dic-20 (vs 9.785 puntos anterior, -0,6%). Los principales apoyos de la valoración siguen siendo el descenso del bono soberano (-32pb en el período) y el crecimiento esperado en los beneficios empresariales (+8,6% a/a 2019e +6,7% a/a estimado para 2020e). Sin embargo, cabe recordar que la tendencia de las

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

Este trimestre pasamos a considerar el BpAs 2020E

Y tres escenarios para cada Valoración

El soporte a las valoraciones viene de la mano del descenso de las rentabilidades libres de riesgo y el crecimiento de beneficios esperados para 2020E, a pesar de las revisiones a la baja

Valoración mantiene un sesgo conservador.

Valoración de 9.731 puntos, en el escenario central

Potencial +7% dic-20. Neutral

Estrategia de Inversión 4T 2019

revisiones de beneficios en el último trimestre ha sido a la baja (-0,5% para 2019e y -2,4% 2020e). Tal y como comentábamos anteriormente los riesgos son al alza (frente comercial, desaceleración de ciclo, Brexit, el petróleo, así como la incertidumbre electoral), lo que nos ha llevado a elevar la prima de riesgo en un 0,9%. Por su parte, la valoración *Bottom Up* sobre nuestras valoraciones, se reduce en un -3,3% en el período (hasta 10.156 puntos, a la que aplicamos en el escenario central el mismo 5% de descuento que en *Top Down*).

Nuestra valoración supone un Per Implícito de 12,7x 2020e en el escenario central, frente a una media histórica de 17,3x y 13,8x en 2018. Aplicamos el RoE medio de los últimos años del 9,27% y un crecimiento nominal del 0,5%. La rentabilidad por dividendo estimada del índice se sitúa en un 4,7% (vs media histórica de 4,8%).

EUROSTOXX 50

Nuestra valoración se sitúa en 3.879 puntos dic-20 (desde 3.612 puntos a junio, +7,4%), lo que supone un potencial de revalorización del +9,7% e implica un PER implícito de 15,3x (vs media histórica 17,9x y 16,5x en 2018). La rentabilidad por dividendo estimada para el mercado se encuentra en el 3,6% (vs media de 3,9%).

Valoración 3.879 puntos, escenario central

Potencial +9,7% dic-20. Neutral

La revisión se ve apoyada por el crecimiento esperado para el BpA de consenso 2020E del +10,4% vs 2019e y un descenso de la rentabilidad de los bonos europeos. Sin embargo, las expectativas de BpAs en el último trimestre se han revisado a la baja un -2,6%. Los factores de riesgo al alza nos llevan a revisar al alza en 41pb la prima de riesgo al 6,9%. Aplicamos el RoE medio de los últimos años del 8,4% y un crecimiento nominal del 0,5%.

S&P 500

Nuestra valoración en el escenario central apunta a 3.473 puntos dic-20, lo que implica un potencial de revalorización del 16,1% (+3,1% vs 3.369 puntos anterior). Hemos revisado fundamentalmente: (i) BpAs 2020e que muestra un incremento del +10,5% vs 2019e, aunque las estimaciones de ambos años se han revisado a la baja en el trimestre (-1,5% y -1,3% respectivamente); (ii) Bono 10 Años -32pb y (iii) prima de riesgo se amplía en 52pb, fundamentalmente por el incremento de riesgo de desaceleración. Aplicamos el RoE medio de los últimos años del 14% y un crecimiento nominal del 1%.

Valoración 3.473 puntos, en el escenario central.

Potencial +16,1% dic-20. Comprar.

El S&P500 sigue siendo nuestra preferencia de inversión entre los principales índices. La valoración en el escenario central supondría un PER implícito de 19,6x en el escenario central (vs en los últimos siete años de 17,5x y 18,1x en 2018).

NIKKEI

La valoración en el **escenario central apunta a 22.289 puntos dic-20, lo que supone un potencial de revalorización del +0,9%**. Mantenemos recomendación **Vender**.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Nuestra valoración supone un +3,0% vs la anterior (dic-19). Hemos revisado ligeramente al alza la prima de riesgo (+20pb), mientras que, por el contrario, el bono se ha ampliado ligeramente su rentabilidad negativa (en -7pb). El **crecimiento de beneficios estimado sigue siendo el más limitado** entre los principales índices, con un **+3,3% a/a esperado en 2020**, tras el +1,5% a/a para 2019e. Además, en el último trimestre ambos se han visto revisados a la baja (-1,3% para 2019e y -2,9% el estimado 2020e). Aplicamos el RoE medio de los últimos años del 8% y un crecimiento nominal del 0,25%.

La valoración supondría un PER implícito de 16,4x dic-20 (vs una media de 18,1x y 16,4x en 2018). La rentabilidad por dividendo estimada es del 2,1%.

Valoración 22.289 puntos en el escenario central.

Potencial +0,9% dic-20.

Vender

Cuadro 3.3: Tabla resumen de valoraciones bolsas (dic-20)

Valoración Escenario Central		
	Valoración	Rentabilidad por dividendo
IBEX-35	9,731	4.70%
Potencial	7.0%	
EUROSTOXX-50	3,879	3.48%
Potencial	9.7%	
S&P 500	3,473	1.91%
Potencial	16.1%	
NIKKEI	22,289	2.13%
Potencial	0.9%	

Notas: Cálculos con cierre 23 de septiembre de 2019

Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

Estrategia de Inversión 4T 2019

Cuadro 3.4: Tabla extendida de valoraciones para bolsas en 2020.-

IBEX-35		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0.26%	0.24%	0.74%	
2.- Incremento (a/a) BPA:	15.9%	10.1%	4.3%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	10,617	9,731	8,924	
Precio Objetivo Anterior (2)		9,785		
Cotización 23/09/2019		9,094		
Potencial (%)	16.8%	7.0%	-1.9%	
PER Implícito	13.2x	12.7x	12.3x	
EUROSTOXX-50		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A (3)	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0.47%	-0.22%	0.03%	
2.- Incremento (a/a) BPA:	30.2%	23.7%	17.2%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	4,257	3,879	3,531	
Precio Objetivo Anterior (2)		3,612		
Cotización 23/09/2019		3,537		
Potencial (%)	20.4%	9.7%	-0.2%	
PER Implícito	16.0x	15.3x	14.7x	
S&P 500		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	1.28%	1.78%	2.28%	
2.- Incremento (a/a) BPA:	19.4%	16.4%	10.4%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	3,984	3,473	2,980	
Precio Objetivo Anterior (2)		3,369		
Cotización 23/09/2019		2,992		
Potencial (%)	33.1%	16.1%	-0.4%	
PER Implícito	22.0x	19.6x	17.8x	
NIKKEI		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0.35%	-0.20%	-0.05%	
2.- Incremento (a/a) BPA:	4.8%	-0.4%	-5.7%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	24,075	22,289	20,591	
Precio Objetivo Anterior (2)		21,630		
Cotización 23/09/2019		22,079		
Potencial (%)	9.0%	0.9%	-6.7%	
PER Implícito	16.9x	16.4x	16.0x	

Notas:

(1) Cálculos con cierre 23 de septiembre de 2019. Precio objetivo según método PER Objetivo. En Ibex media entre Bottom Up / PER Objetivo

(2) Cálculos a 20 de junio de 2019.

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

Estrategia de Inversión 4T 2019

Cuadro 3.5: Variaciones beneficios empresariales y PER entre 2012/2020e.-

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e
IBEX-35									
Var. BPA	-46.2%	58.5%	-8.9%	-12.9%	12.4%	27.3%	2.3%	8.6%	6.7%
PER (x)	20.1x	14.5x	19.1x	22.4x	16.3x	15.1x	13.8x	12.0x	11.3x
EUROSTOXX-50									
Var. BPA	-6.4%	-9.2%	13.0%	-8.7%	14.1%	28.3%	-7.8%	17.9%	10.4%
PER (x)	14.9x	19.0x	18.9x	22.7x	17.4x	15.7x	16.5x	14.7x	13.3x
S&P 500									
Var. BPA	3.8%	6.0%	4.8%	-3.4%	0.4%	12.9%	23.6%	8.0%	10.5%
PER (x)	13.6x	15.3x	17.2x	19.0x	19.2x	19.9x	18.1x	18.2x	16.5x
NIKKEI									
Var. BPA	30.6%	47.4%	19.7%	2.1%	-5.2%	60.5%	-0.3%	1.5%	3.3%
PER (x)	18.3x	18.5x	17.6x	21.4x	19.9x	14.8x	16.4x	16.0x	15.5x

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 23/09/2019

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	807 €	6.7%	-2.4%	BPA'20e	266 €	10.4%	-2.6%
BPA'19e	756 €	8.6%	-0.5%	BPA'19e	241 €	17.9%	-2.8%
BPA'18r	697 €	2.3%	0.0%	BPA'18r	205 €	-7.8%	-0.1%
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	181 \$	10.5%	-1.5%	BPA'20e	1,426 JPY	3.3%	-2.9%
BPA'19e	164 \$	8.0%	-1.3%	BPA'19e	1,381 JPY	1.5%	-1.3%
BPA'18r	152 \$	23.6%	0.3%	BPA'18r	1,361 JPY	-0.3%	0.5%
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 marzo 2019

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg

Datos a 23/09/2019

Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

1. Asignación de activos

Activo	Recomendación	Racional
Bolsa España	Neutral	El BpA esperado para 2020e sigue contribuyendo a soportar la valoración (+6,7% a/a 2020e), aunque la tendencia de las revisiones en el último trimestre sigue siendo a la baja (-2,5% para 2020e). El nivel y <i>spread</i> del bono se han reducido (TIR actual de 0,24% vs 0,56% en junio). Mayor prima de riesgo para reflejar los riesgos al alza sobre el ciclo.
Bolsa Europa	Neutral	El crecimiento del BpA 2020e es +10,4%, superior al del Ibex35, aunque la tendencia de las revisiones es igualmente a la baja. Aumentan los riesgos sobre el ciclo económico, si bien se han moderado las incertidumbres respecto a Italia. Neutrales ante el mayor apoyo de medidas del BCE y las expectativas de nuevas medidas de política fiscal en países como Alemania.
Bolsa EE.UU.	Comprar	Mantenemos nuestra preferencia por el mercado americano, donde las estimaciones de beneficios siguen mostrando un crecimiento sólido (en torno al 10%) si bien, comienza a observarse cierta revisión a la baja. Las bajadas de tipos deberían contribuir a sostener el crecimiento, en un entorno en el que se mantiene la fortaleza del mercado laboral.
Bolsa Japón	Vender	El Nikkei presenta las expectativas de crecimiento de beneficios más modestas entre sus comparables (+3,3% esperado para 2020E) y además su economía afronta este trimestre la anunciada subida de IVA.
Bolsas Emergentes	Neutral (desde Compra selectiva)	Rebajamos nuestra exposición a bolsas emergentes a Neutral desde Compra Selectiva (India y Brasil), ante el aumento de los riesgos al crecimiento global y el retraso en las reformas estructurales. Seguimos siendo más positivos economías con menores desequilibrios macroeconómicos y que potencien las reformas estructurales (más constructivos hacia Brasil).
Bonos Soberanos España	Comprar (desde Neutral)	El programa de compra de bonos (soberanos y corporativos) del BCE por hasta 20.000 M€/mes desde noviembre y por tiempo indefinido, facilita la mejora de los fundamentales (Deuda/PIB, Déficit/PIB...), especialmente en la periferia.
Bonos Soberanos Europa	Neutral	La política monetaria de los bancos centrales (tipos bajos mucho tiempo), y unas perspectivas de Inflación bajas, soportan la valoración de los bonos.
Bonos Soberanos EE.UU.	Comprar	La rentabilidad (TIR) de los bonos en EE. UU se sitúa en niveles atractivos en términos relativos. El binomio rentabilidad-riesgo, es especialmente interesante en los tramos medios de la curva (2/5 Años).
Bonos Soberanos Japón	Vender	El BoJ ha reiterado su objetivo de bono a 10 años de 0% (con desviaciones de +/-0,2%) y su programa de compra por importe máximo de 80 billones ¥/año. El BoJ aportará nuevos estímulos monetarios si las condiciones financieras y/o una apreciación no deseada del yen lo requieren.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Activo	Recomendación	Racional
Bonos Corporativos Europa	Comprar (desde Neutral)	Subimos recomendación a Comprar desde Neutral. El nuevo programa de compras de bonos (QE/APP) por hasta 20.000M€/mes incorpora la posibilidad de invertir en bonos corporativos con una rentabilidad (TIR) de hasta el -0,50%. En este entorno, la renta fija privada gana atractivo, especialmente en las emisiones con grado de inversión (IG).
Bonos Corporativos EE.UU.	Neutral	Mantenemos la recomendación de Neutral, ante el cambio de tono por parte de la Fed (algo más <i>hawkish</i> o duro de lo esperado). El riesgo de recesión es reducido, pero los fundamentales de las compañías (Deuda/EBITDA, cobertura de intereses...) no son tan sólidos como en la UEM.
Bonos <i>High Yield</i> Europa	Neutral (desde Vender)	Subimos recomendación a Neutral desde Vender. Aunque no se verá directamente beneficiado por el programa de compra de activos del BCE, se verán arrastrados por la subida de los bonos corporativos con grado de inversión (IG).
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 impago (<i>default</i>). Los niveles de deuda privada sobre PIB se encuentran en niveles elevados.
Inmobiliario España	Neutral	Esperamos que el ciclo residencial se extienda hasta 2021, aunque los precios de la vivienda entran en fase de estancamiento. La compresión de rentabilidades exigidas a los activos patrimonialistas ha finalizado, ahora las valoraciones de activos dependerán de la evolución de las rentas. Nuestro activo favorito es el logístico, por mayor demanda del creciente comercio electrónico y capacidad de subida de rentas.
Inmobiliario Europa	Neutral	El mensaje " <i>super dovish</i> " del BCE extenderá en el tiempo el gran momento del sector con <i>yields</i> comprimidas, rentas moderadamente al alza e inmejorables condiciones de financiación. Recomendamos exposición a Francia y Portugal, y evitaríamos: 1) Reino Unido por los riesgos derivados del Brexit; 2) Alemania por la posible congelación de los alquileres en Berlín; y 3) <i>retail</i> por el efecto que podría tener el creciente comercio electrónico.
Inmobiliario EE.UU.	Comprar	Esperamos una bajada de tipos adicional por parte de la Fed antes de final de año, por lo que vemos margen en cuanto a compresión de <i>yields</i> . Esto, unido al potencial de crecimiento en rentas por expansión económica y fortaleza del mercado laboral, nos lleva a esperar revisiones al alza en valoraciones de activos. Al igual que en Europa, recomendamos activos logísticos y evitaríamos activos <i>retail</i> .

2. Posicionamiento Geográfico

Región	Recomendación	Racional
EE.UU.	Comprar	Seguimos favoreciendo la inversión en bolsa americana. (i) El crecimiento en beneficios (+8,0% en 2019 y +10,5% en 2020E); (ii) La Fed dispuesta a utilizar sus herramientas para prolongar el ciclo, lo que incluye recortes de tipos de interés (-50pb en el año). (iii) Esperamos que las negociaciones comerciales con China retomen un tono más constructivo en los próximos meses, lo que favorecerá la reducción de la prima de riesgo . Trump ha intensificado la presión sobre la Fed para que baje tipos hasta niveles "cero o negativos". Quiere presentarse en la carrera presidencial para ser reelegido en 2020 con unos tipos de interés más bajos y un nuevo aliciente a nivel fiscal -que prolonguen la bonanza del ciclo- y con avances en el frente comercial con China - que le encumbre como líder político mundial.
Eurozona	Neutral	La actividad económica pierde tracción y la Inflación se aleja cada vez más del objetivo del BCE. El Consumo se mantiene firme, pero la Inversión pierde ímpetu y el Sector Exterior acusa la debilidad del comercio internacional . Las condiciones de financiación son atractivas y la política fiscal tiende a relajarse (Alemania y Holanda de momento). El proteccionismo, la cercanía del Brexit y la situación de los emergentes son los principales riesgos. Nuestro escenario central macro es constructivo - crecimiento y creación de empleo, tipos de interés bajos y ausencia de presiones inflacionistas - , aunque los riesgos están sesgados a la baja.
Reino Unido	Vender	El Brexit se alarga y se complica. El escenario más probable parece ya la prolongación hasta el 31-01-2020 dentro de un nuevo proceso negociador con la UE. Sin embargo, en la economía real sí que se está viendo un claro impacto de la incertidumbre y esperamos que el PIB continúe en 2019 con el proceso de desaceleración visto en los últimos 3 años .
Japón	Vender	Las tensiones comerciales impactan sobre compañías con un alto componente exportador. Una mayor fortaleza del yen en un entorno de políticas monetarias ultra acomodaticias por parte de la Fed y el BCE resta competitividad a la economía japonesa . Con perspectivas inferiores de crecimiento de beneficios vs otras áreas geográficas (BPA +3,3% 2019E y +1,5% 2020E), la fiabilidad de las estimaciones sobre los resultados empresariales es reducida y menores estándares de <i>corporate governance</i> representan hándicaps importantes.
Economías Emergentes	Neutral	Un deterioro macro mayor al estimado inicialmente, la persistente tensión comercial y, sobre todo, la ausencia de grandes avances en materia de reformas estructurales, aconsejan una actitud más cauta. Por ello, nuestra recomendación se torna neutral y tan sólo mantenemos una visión más constructiva respecto a Brasil. En India nos preocupa la pérdida de impulso de la agenda reformista, en China y en Rusia los potenciales beneficios no compensan los riesgos y México se enfrenta a importantes dificultades (ingentes necesidades de inversión en infraestructuras de petróleo y su dependencia en dicha materia prima).

Estrategia de Inversión 4T 2019

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. Demanda creciente de mercados emergentes.
Consumo No Cíclico	Comprar	Nestlé, Danone	Es un sector defensivo y compuesto por compañías con crecimiento sostenido. Su desacoplamiento respecto a la evolución económica y la diversificación geográfica y de productos de las compañías que lo componen hacen de este un sector donde reducir riesgo de cartera.
Distribución (<i>Retailers</i>)	Vender	---	Sector altamente competitivo: sus márgenes seguirán presionados. Los factores que más influyen (negativamente) son: (i) coste de adaptación a nuevas tendencias de consumo (alimentación saludable y nutrición) (ii) elevada necesidad de inversión tecnológica y regulatoria (iii) encarecimiento de materias primas (iv) aumento de la competencia
Eléctricas	Comprar	Iberdrola, Acciona, Endesa	La desaceleración del crecimiento y un tono más <i>dovish</i> en la política monetaria de los bancos centrales configuran un entorno marginalmente más favorable para las <i>utilities</i> . Favorecemos a aquellas con más presencia en renovables y menos afectadas por los recortes en ingresos regulados propuestos por el regulador (CNMC) para los próximos periodos regulados de transporte y distribución de gas y electricidad en España.
Bancos	Neutral	JP Morgan, Citigroup & Bank of America (EE.UU.) Intesa, SAN e ING (UEM)	En EE.UU, la Banca Comercial atraviesa un buen momento en términos de actividad, eficiencia y rentabilidad. Los fundamentales son sólidos y los múltiplos atractivos (RoTE ~17,0% & P/V~1,1x). Los Bancos de Inversión cotizan a múltiplos históricamente bajos pero el entorno dificulta la mejora de ingresos (<i>trading</i>) y rentabilidad. Nuestros favoritos son: 1º JP Morgan (+22,0% en el año), 2º Citigroup (33,0%) y 3º Bank of America (+21,0%). En la UEM, la expectativa de tipos de interés bajos durante mucho tiempo: (i) dificultan la capacidad del sector para alcanzar las exigencias regulatorias (Basilea IV) y (ii) generan dudas sobre la sostenibilidad de la rentabilidad por dividendo - actualmente entre el 5,0%/8,0% -. Las medidas de política monetaria del BCE (<i>Tiering</i>, TLTRO-III principalmente) mitigan los impactos de la última bajada de tipos (Depósito en -0,50% desde -0,40%) pero dificultan sobremanera la generación de ingresos (negocio típico y la cartera de bonos). Nuestra estrategia de inversión en bancos no ha cambiado. Seguimos positivos sobre la banca en EE.UU. y evitamos tomar posiciones en bancos europeos , salvo en entidades concretas, en momentos puntuales.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Activo	Recomendación	Favoritos	Racional
Seguros	Neutral	Allianz	Al igual que ocurre con los bancos, el entorno de tipos bajos es perjudicial para los márgenes de su negocio tradicional . De ahí que las aseguradoras hayan aumentado su inversión en negocios más descorrelacionados como el de gestión de activos. En este punto las aseguradoras españolas (Mapfre, Catalana Occidente) están muy por detrás de europeas como Axa o Allianz. Mientras no veamos un impacto positivo de esta política de diversificación, preferimos estar fuera del sector.
Software/Web Services	Comprar	Amazon, Microsoft, Salesforce, Amadeus, SAP	Visión positiva sobre el sector . Creemos que su potencial de crecimiento sigue siendo muy superior a la media de la economía y que sobre todo en el caso de las grandes compañías del sector tienen una serie de ventajas competitivas (modelo de éxito probado y muy difícil de replicar), que le permite crear barreras de entrada a los competidores. Los múltiplos a los que cotiza pueden parecer elevados, pero si los vemos ajustados por crecimiento no lo son tanto.
Concesiones	Comprar	Ferrovial, Aena	Aunque las valoraciones de activos concesionales son exigentes, continuarán soportados por un entorno de tipos de interés bajos y de exceso de liquidez . Por otra parte, la generación de caja del sector debería seguir beneficiándose de unas condiciones de financiación extremadamente buenas.
Construcción	Neutral	ACS	Reiteramos recomendación sectorial de Neutral, ya que la desaceleración del crecimiento global puede afectar a las compañías vinculadas al ciclo . No obstante, creemos que el riesgo es limitado por la diversificación geográfica y el desapalancamiento acometido por el sector. En España, jugaríamos el sector a través de ACS que además de presentar sólidos fundamentales y buena retribución al accionista, creemos que la futura salida a bolsa de su negocio de renovables podría servir de catalizador.
Inmobiliario	Comprar	Merlin Properties, Lar España	En este momento del ciclo tiene más sentido invertir en inmobiliarias cotizadas que en activos reales , debido a: 1) Ofrecen descuentos significativos sobre NAV; 2) Mayor rentabilidad; 3) Mayor liquidez; y 4) Menor riesgo.
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 competitivos este tipo de tecnologías, haciendo innecesario primar su instalación vía subvenciones o retornos regulados.
Telecos	Neutral	---	El sector teleco se enfrenta a importantes retos : (i) el 5G conllevará importantes inversiones que no se sabe qué rentabilidad generarán, y (ii) la fragmentación del mercado europeo conlleva una competencia feroz vía precios (para 2020 esperamos guerra de precios en España).

Estrategia de Inversión 4T 2019

Activo	Recomendación	Favoritos	Racional
Farma/Salud	Comprar	Sanofi, Almirall	La buena evolución las carteras de fármacos en desarrollo otorgan a nuestra selección de farmacéuticas europeas mayor atractivo que a las compañías. No consideramos a Bayer por el riesgo que suponen los litigios derivados de las ventas de glisofato. Las bolsas han recogido una parte de estas expectativas, pero seguimos viendo potencial. Dentro de las compañías españolas, destacamos el atractivo de Almirall por los buenos resultados de su reenfoque hacia dermatología y la probabilidad que supere las guías de beneficios tras la buena evolución en 1S 2019.
Industriales	Neutral	CAF	El riesgo de ralentización afecta especialmente a un sector expuesto al ciclo económico , con escasa capacidad de fijación de precios y presión en márgenes. Favoreceríamos aquellas compañías con un sólido crecimiento en adjudicaciones y con posición financiera sólida. La resolución de la guerra comercial contribuiría a reducir la prima de riesgo del sector.
Autos	Vender	CIE Automotive	El escenario para el sector es realmente complicado. La actividad se resiente ante la ralentización de la economía global, la tensión en el frente comercial no cesa, la incertidumbre normativa persiste y la necesidad de invertir en nuevas tendencias es acuciante. En compañías de componentes nos mantenemos Neutrales por menor impacto del proteccionismo y mayor externalización de los fabricantes.
Químicas	Vender	---	Es uno de los sectores más sensibles al debilitamiento del ciclo global, con especial vínculo en algunos casos (BASF) con China y el sector autos. Márgenes poco atractivos. Air Liquide es la excepción por la visibilidad de su negocio, con el sector Salud representando más de un 20% de su beneficio operativo.
Media	Vender	---	El cambio estructural al que se enfrenta el sector favorece el aumento de ingresos publicitarios en compañías de contenidos por Internet. Al contrario, el segmento de media tradicional es el gran perjudicado con caídas en ingresos y márgenes que continuarán en próximos trimestres.
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 llegue a frenar la guerra comercial. Además, la incorporación de Huawei a las sanciones por parte de EE.UU. y las posibles represalias de China hace que todo el sector pueda terminar por verse afectado. La excepción a este escenario podríamos encontrarla en ASML ya que su exposición al negocio de móviles/PCs es mucho menor que en el resto de sus comparables.

Activo	Recomendación	Favoritos	Racional
Aerolíneas	Neutral (desde Vender)	---	Continúa la elevada competencia y los márgenes presionados, pero el precio del petróleo ya está dando un respiro. Ya no tenemos una postura bajista, pero preferimos esperar a la resolución del Brexit para poder tener algo más de visibilidad sobre flujos de pasajeros
Petróleo	Neutral	Repsol	La caída de -5% en el suministro global tendrá impacto en el precio a corto plazo. Sin embargo, el auge del <i>fracking</i> en EE.UU. y la menor demanda por desaceleración económica global frenará el avance. En este contexto, la compañía del sector más beneficiada será Repsol.
Hoteles	Neutral	NH Hotel Group	La desaceleración del consumo y las menores llegadas de turistas son incertidumbres abiertas. Reducción de la visibilidad para el sector. NH es un caso aislado ya que su baja liquidez (free-float del 6%) ha creado una ineficiencia que es una oportunidad de inversión.

Estrategia de Inversión 4T 2019

4.- Temática trimestral

Inversión en capital de riesgo: una clase de activo que puede añadir valor a la cartera de los inversores.

La inversión en capital de riesgo se enmarca en la clase de inversiones alternativas, comúnmente definida como cualquier inversión que no pertenece a las clases de inversiones convencionales: acciones, bonos o liquidez.

El caso de la inversión en capital de riesgo, en particular, constituye un concepto amplio que abarca varios tipos de segmentos, estrategias, inversores y empresas objetivo. Y aunque todavía está lejos de atraer tanta inversión como las clases de bonos y de acciones cotizadas, los altos rendimientos históricos registrados han atraído progresivamente a más inversores y capital a este tipo de inversiones.

¿Qué es la inversión en capital riesgo?

Podemos definir la inversión en capital de riesgo como la compra de participaciones en empresas privadas o la compra de participaciones en empresas que cotizan en bolsa con el fin de retirarlas del mercado de valores, haciéndolas privadas. Sin embargo, las características de esta inversión son muy diferentes según la empresa en cuestión. Por esta razón, podemos dividir las inversiones de esta clase en dos segmentos: capital de riesgo y capital privado, que se distinguen por la etapa de vida en la que se encuentra la empresa objetivo.

Venture Capital

- Por lo general, está vinculado a las primeras etapas de la vida de las empresas, antes de que comiencen a comercializar sus productos o poco después de hacerlo.
- El riesgo en esta etapa es bastante alto y el porcentaje de empresas que alcanza una gran escala con éxito es bajo.

Capital Privado

- En el segmento de capital privado, las empresas suelen ser más maduras que en el anterior, por lo que las inversiones son menos arriesgadas que en el segmento de capital de riesgo.
- La mayoría de las veces, las empresas objetivo tienen una administración poco calificada o pasan por problemas financieros. Las gestoras de CP las compran porque creen que pueden añadirles valor y venderlas en el futuro a un precio más alto.

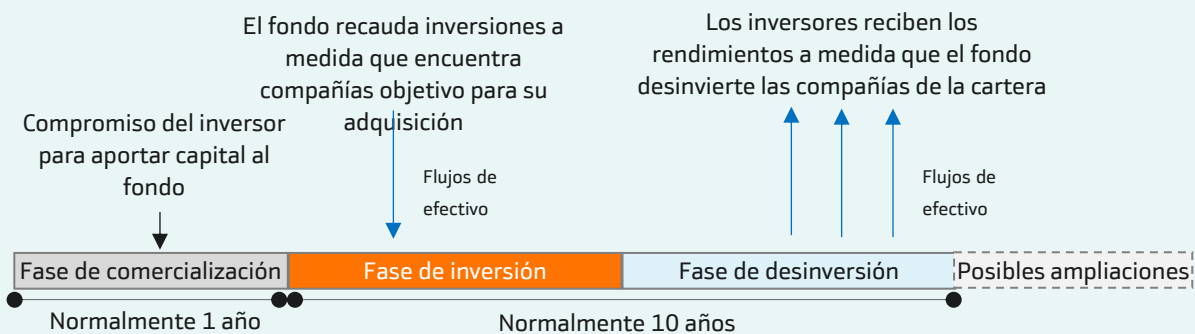
Dos segmentos clave de inversión en capital de riesgo y estrategias subyacentes

Fuente: Análisis Bankinter Research

A lo largo de esta nota nos centraremos especialmente en el segmento de capital privado debido a su mayor escala, facilidad de acceso y relevancia para el análisis.

Estrategia de Inversión 4T 2019

¿Cómo se realiza la inversión en capital privado?



Ciclo de vida de un fondo de capital privado

Fuente: Yves Courtois, CFA, Tim Jenkinson, PhD

Como se muestra anteriormente, el objetivo de las gestoras de PE es obtener fondos para invertir en un pequeño grupo de empresas. Después de 10 años (por norma general) venden estas participaciones, generando un rendimiento para los participantes en el fondo.

Actualmente se puede aumentar exposición a los rendimientos generados por las actividades de capital privado de las siguientes maneras:

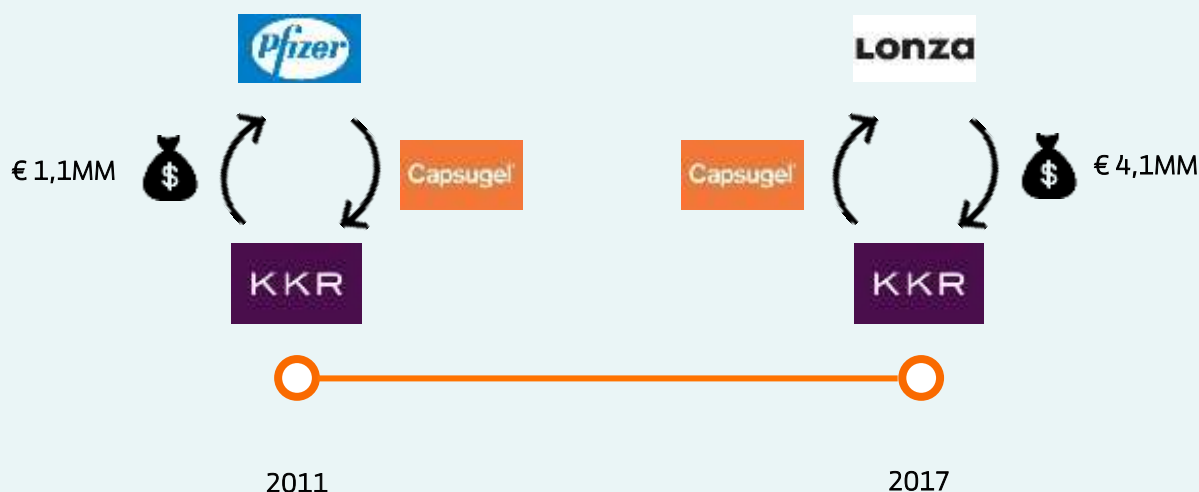
- Contribución de capital directamente al fondo.
- Inversión indirecta en fondos y ETF, que invierten en gestoras de capital privado que cotizan en bolsa.

¿Y por qué la inversión en capital privado difiere de las inversiones tradicionales desde la perspectiva del inversor?

El rendimiento de las empresas privadas depende de muchos de los mismos factores de los cuales dependen las empresas que cotizan en bolsa (consumo interno y externo, tipos de interés, etc.). Sin embargo, existen factores específicos que hacen que este tipo de inversión tenga un rendimiento diferente:

- **Distinta capacidad para crear valor:** las gestoras de capital privado pueden lograr mayores rendimientos por tener una gestión altamente especializada, una mejor alineación de intereses con los inversores o por conseguir adquisiciones a precios más atractivos, por ejemplo.
- **Riesgos asociados:** Los fondos de CP tienen perfiles de riesgo diferentes a los de las inversiones negociadas en bolsa. Ejemplos de riesgos característicos del CP son una menor liquidez, una menor diversificación en comparación con otros fondos de inversión y una mayor dificultad para poder valorar los activos del fondo, ya que no se encuentran cotizados por el mercado.
- **Costes a los que están sujetos:** Los fondos de CP pueden tener costes más altos que las clases de fondos tradicionales. Además de unos costes de transacción más elevados, derivados de las adquisiciones de las compañías, estas inversiones implican comisiones anuales en torno al 2% y la gestora, normalmente, tiene derecho a casi el 20 % de los rendimientos generados por el fondo.

Ejemplo de una operación de capital privado



Una de las más grandes inversoras en Capital Privado - KKR - adquirió la totalidad de Capsugel. La compañía era hasta el momento detenida por Pfizer y producía cápsulas para medicamentos.

La administradora KKR vende su participación de 100% en Capsugel al Grupo Lonza, un productor de medicamentos y químicos

Fuente: Reuters

La operación anterior muestra la capacidad de los administradores de capital privado para generar rendimientos muy atractivos. En esta operación, KKR invirtió alrededor de 1100 millones en Capsugel, inversión de la que recibió 4.100 millones seis años después, tras contabilizar la deuda y los dividendos distribuidos. ¡Esto equivale a un rendimiento acumulado del 273 % y a un rendimiento anualizado del 18,2 %!

¿Y cómo se comportan históricamente las inversiones en capital privado?

La capacidad particular para generar ingresos de las inversiones en *capital privado* queda demostrada por los rendimientos históricos asociados a estas inversiones. Históricamente, **el segmento del capital de riesgo ha registrado mayores rendimientos que los principales índices de acciones y bonos comparables**. También es cierto que la volatilidad registrada en los rendimientos de estas inversiones tiende a ser mayor. Sin embargo, el **índice de Sharpe** (medida del rendimiento generado en función del riesgo de inversión) **demuestra los buenos resultados de la clase de capital privado**.

	Años			
	5	10	15	20
Burgiss Private Equity Composite (%)	13,8	8,9	13,3	13,1
MSCI World (%)	11,6	4,8	9,6	6,1
Premium	2,2	4,1	3,7	7,0
MSCI World (%)	14,2	7,4	10,0	7,0
Premium	-0,4	1,5	3,3	6,1

Rentabilidad histórica de las inversiones en Capital Privado. Datos relativos a 30 de septiembre de 2017

Fuente: Burgiss, Factset

Estrategia de Inversión 4T 2019

Índice	Rentabilidad (%)	Desviación estándar (%)	Sharpe ratio
Bonos globales	7,2	6,0	0,5
Acciones globales	6,2	16,8	0,12
Hedge funds	8,2	6,4	0,62
Commodities	4,5	23,4	0,01
Inmobiliario	9,4	18,5	0,28
Capital Privado	10,8	19,4	0,34
Venture Capital	12,4	25,9	0,32

Rentabilidad histórica de las inversiones en Capital Privado vs otras clases de activos, entre 1990 y 2009

Fuente: Terri Duhon, George Spentzos, CFA, FSIP, and Scott D. Stewart, CFA

Otro factor muy importante es la correlación entre los rendimientos de capital privado y las clases tradicionales. En un reciente estudio de Morningstar, se pudo concluir lo siguiente:

- La correlación entre los retornos se sitúa entre el 0,75 y el 0,85. El hecho de que sea inferior a 1 demuestra que la **asignación parcial de una cartera al capital de riesgo puede resultar beneficiosa para transmitir ganancias de diversificación** a los inversores si incluyen CP en sus carteras.
- Las inversiones en capital privado parecen tener un comportamiento superior al de los mercados cuando estos se deprecian. Esto sucedió en 19 de los 20 trimestres en que los mercados registraron pérdidas, entre 2001 y finales de 2018. **Esta característica puede brindar cierta protección a los inversores contra el riesgo a la baja al que están expuestos en el mercado.**

Conclusiones y recomendaciones

El capital de riesgo como clase de inversión ofrece, por término medio, **un mayor rendimiento para los inversores, junto con un mayor riesgo asumido**, en comparación con otras clases. Por esta razón, puede resultar una clase atractiva para un determinado perfil de riesgo de inversor. Pero, sobre todo, **puede resultar útil pensar en esta clase como un tipo de activo que produce ganancias de diversificación cuando se incluye en una cartera**. Esta inclusión añadirá valor en términos de diversificación de la cartera y ofrecerá una mayor protección a los inversores en períodos de mercado negativos.

En consecuencia, creemos que **puede resultar beneficioso para los inversores tener una pequeña porción de su cartera asignada a este tipo de activos**. Sin embargo, se deben tener en cuenta los siguientes factores:

- Debido a la alta volatilidad, a la baja liquidez y al bajo nivel de diversificación característicos de esta clase, **creemos que el porcentaje de la cartera asignada a esta clase debería ser pequeño**.
- Debido a los reducidos diferenciales que se practican en el mercado actual, **puede que no sea el mejor momento para estar demasiado expuesto al mercado de capital privado. ¿Por qué? Porque un posible crecimiento de los diferenciales puede aumentar el coste de la deuda de estas empresas, que utilizan altos niveles de deuda. Esto, a su vez, puede conducir a peores resultados en esta clase y a un mayor número de empresas insolventes en las carteras de gestión.**

Estrategia de Inversión 4T 2019

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

España: cifras clave (%)	2016r	2017r	2018r	2019e			2020e			2021e		
				Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	3,0	2,9	2,4	1,7	2,0	2,4	1,4	1,7	2,0	1,3	1,6	1,9
Consumo privado	2,6	3,0	1,8	1,2	1,5	1,8	0,6	0,9	1,2	0,6	0,9	1,2
Consumo público	1,0	1,0	1,9	2,3	2,6	2,9	2,3	2,6	2,9	2,1	2,4	2,7
Formación bruta de capital fijo	2,4	5,9	5,3	3,2	3,5	3,8	2,5	2,8	3,1	2,1	2,4	2,7
Demanda interna (aportación)	2,1	3,1	2,7	1,2	1,4	1,6	1,0	1,2	1,3	0,8	1,0	1,2
Exportaciones	5,4	5,6	2,2	1,0	1,2	1,4	0,6	0,8	1,0	0,9	1,1	1,3
Importaciones	2,7	6,6	3,3	-1,2	-1,0	-0,7	-0,6	-0,4	0,0	0,3	0,6	0,9
Demanda externa (aportación)	0,9	-0,2	-0,4	0,5	0,6	0,8	0,4	0,5	0,7	0,5	0,6	0,7
						2,4	1,4					
Déficit público/PIB	-4,5	-3,1	-2,5	-2,4	-2,2	-2,0	-2,1	-1,8	-1,5	-1,7	-1,5	-1,3
Deuda pública/PIB	99,0	98,1	97,1	96,4	96,0	95,6	95,2	94,4	93,1	93,0	92,8	92,6
Tasa de paro (EPA)	19,6	17,2	15,3	15,5	13,7	12,5	13,4	12,7	12,1	13,9	12,1	10,9
IPC	1,6	1,1	1,2	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,3	1,3	1,5	1,7
Tipo intervención BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,10	0,00	0,10	-0,10	0,00	0,10
Euribor 1m	-0,37	-0,37	-0,37	-0,50	-0,45	-0,40	-0,40	-0,35	-0,30	-0,30	-0,25	-0,20
Euribor 3m	-0,32	-0,33	-0,31	-0,45	-0,40	-0,35	-0,35	-0,30	-0,25	-0,25	-0,20	-0,15
Euribor 12m	-0,11	-0,19	-0,12	-0,35	-0,30	-0,25	-0,15	-0,10	-0,05	-0,10	-0,05	0,00
Tipos a largo (Bund 10A)	0,21	0,42	0,24	-0,70	-0,55	-0,40	-0,30	-0,10	0,10	-0,10	0,05	0,20
Prima de riesgo España (p.b.)	115	114	116	80	70	60	80	70	60	80	70	60
Tipos a largo España (10A)	1,36	1,56	1,40	0,10	0,15	0,20	0,50	0,60	0,70	0,70	0,75	0,80
Crédito empresarial (cartera acumulada)	-4,5	-2,8	-6,5	-3,5	-3,4	-3,4	-2,9	-2,6	-2,6	-2,2	-1,3	-1,3
Crédito hipotecario (cartera acumulada)	-3,0	-2,4	-1,2	-2,0	-1,0	0,0	-1,0	-0,3	0,4	0,0	0,3	0,3

Estrategia de Inversión 4T 2019

España: cifras clave (%)	2016r	2017r	2018r	2019e			2020e			2021e		
				Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	3,0	2,9	2,4	1,7	2,0	2,4	1,4	1,7	2,0	1,3	1,6	1,9
Consumo privado	2,6	3,0	1,8	1,2	1,5	1,8	0,6	0,9	1,2	0,6	0,9	1,2
Consumo público	1,0	1,0	1,9	2,3	2,6	2,9	2,3	2,6	2,9	2,1	2,4	2,7
Formación bruta de capital fijo	2,4	5,9	5,3	3,2	3,5	3,8	2,5	2,8	3,1	2,1	2,4	2,7
Demanda interna (aportación)	2,1	3,1	2,7	1,2	1,4	1,6	1,0	1,2	1,3	0,8	1,0	1,2
Exportaciones	5,4	5,6	2,2	1,0	1,2	1,4	0,6	0,8	1,0	0,9	1,1	1,3
Importaciones	2,7	6,6	3,3	-1,2	-1,0	-0,7	-0,6	-0,4	0,0	0,3	0,6	0,9
Demanda externa (aportación)	0,9	-0,2	-0,4	0,5	0,6	0,8	0,4	0,5	0,7	0,5	0,6	0,7
						2,4	1,4					
Déficit público/PIB	-4,5	-3,1	-2,5	-2,4	-2,2	-2,0	-2,1	-1,8	-1,5	-1,7	-1,5	-1,3
Deuda pública/PIB	99,0	98,1	97,1	96,4	96,0	95,6	95,2	94,4	93,1	93,0	92,8	92,6
Tasa de paro (EPA)	19,6	17,2	15,3	15,5	13,7	12,5	13,4	12,7	12,1	13,9	12,1	10,9
IPC	1,6	1,1	1,2	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,3	1,3	1,5	1,7

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.

Estrategia de Inversión 4T 2019

Portugal, cifras clave	2018r	2019e				Central	2020e				Central	2021e				
		1T19e	2T19e	3T19e	4T19e		1T20e	2T20e	3T20e	4T20e		1T21e	2T21e	3T21e	4T21e	Central
PIB	2,1%	1,8%	1,9%	1,9%	1,7%	1,8%	1,7%	1,5%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Consumo Privado	2,6%	2,5%	2,1%	2,3%	2,2%	2,3%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,9%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Gasto Público	0,9%	0,4%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Inversion	5,5%	17,8%	5,6%	4,9%	4,2%	8,1%	3,5%	3,1%	3,0%	2,6%	3,0%	2,8%	2,5%	2,4%	2,4%	2,5%
Demanda Interna	2,8%	4,7%	2,5%	2,5%	2,3%	3,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,9%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Aport. Sector Exterior	-0,7%	-3,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-1,1%	0,0%	-0,5%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,2%
Déficit Público/PIB	-0,5%					0,0%					0,0%					0,0%
Deuda/PIB	122%					118%					115%					112%
Bono 10 años (TIR, Dic)	1,7%	1,3%	0,6%	0,6%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%
Tasa de Paro	6,7%	6,8%	6,8%	6,7%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
IPC	0,7%	0,9%	0,5%	0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%

Estrategia de Inversión 4T 2019

ANEXO II: Link directo al documento sobre la imagen

Carteras Modelo de Fondos

ANÁLISIS Y MERCADOS
Carteras Modelo de Fondos
último día: 4 de septiembre de 2019

1. Evolución de la inversión en cada categoría.
2. Evolución de la inversión en cada subcategoría.
3. Evolución de la inversión en cada fondo.
4. Evolución de la inversión en cada activo.
5. Evolución de la inversión en cada activo de riesgo.
6. Evolución de la inversión en cada activo de riesgo de alta volatilidad.

1. Evolución de la inversión en cada categoría

Porcentaje de inversión en cada categoría	2019	2018	2017	2016	2015
Acciones	70%	65%	60%	55%	50%
Enlaces	20%	25%	30%	35%	40%
Alternativos	10%	10%	10%	10%	10%

2. Evolución de la inversión en cada subcategoría

Porcentaje de inversión en cada subcategoría	2019	2018	2017	2016	2015
Acciones	70%	65%	60%	55%	50%
Enlaces	20%	25%	30%	35%	40%
Alternativos	10%	10%	10%	10%	10%

3. Evolución de la inversión en cada fondo

Porcentaje de inversión en cada fondo	2019	2018	2017	2016	2015
Acciones	70%	65%	60%	55%	50%
Enlaces	20%	25%	30%	35%	40%
Alternativos	10%	10%	10%	10%	10%

4. Evolución de la inversión en cada activo

Porcentaje de inversión en cada activo	2019	2018	2017	2016	2015
Acciones	70%	65%	60%	55%	50%
Enlaces	20%	25%	30%	35%	40%
Alternativos	10%	10%	10%	10%	10%

Selección Estabilidad

ANÁLISIS Y MERCADOS
Cartera de Fondos: Selección Estabilidad
último día: 21 de septiembre de 2019

Cuadro resumen de la evolución

SELECCIÓN ESTABILIDAD 2019	YTD(1)	RENT. Relat. 2007/19	2019	2017	2018	2015	Vol. (M)	Repte. (M)	Clase (M)	ISIN
Mutufin Enhanced Yield Short Term	+3,1%	+2,1%	2,2%	+2,0%	+3,1%	+0,0%	11.333	1840	ES000519A23	
Canjados Securiz	+2,0%	+2,5%	-3,0%	+0,0%	+2,1%	+1,1%	8.614	1247	FR001118123	
Nordea European Covered Bond	+0,0%	+4,3%	+0,8%	+1,4%	+1,1%	+0,5%	3.389	1779	LU007811455	
WACD Income USD	+0,0%	+4,2%	-0,7%	+6,4%	+7,0%	+2,0%	34.844	5842	US000161108	
Nordea Euro Credit Bond 04	+0,0%	+3,1%	-0,0%	+2,0%	+4,0%	+0,4%	1.8	819	LU021345171	
Fidelity Global Multi Asset Income	+7,0%	+2,4%	-0,0%	+5,4%	+6,2%	+0,0%	3.3	8033	US000148730	
Robeco US Alternative Strategies (EU)	+6,0%	+1,2%	-2,9%	+5,0%	+3,0%	-0,6%	1.8	2.264	LU039174618	
Rocky US Government Bond	+7,4%	+3,0%	+0,3%	+7,2%	+0,5%	1.8	142	LU012908183		
Nordea Stable Return	+7,0%	+1,4%	-1,8%	+2,0%	+1,0%	-2,9%	4.3	30.116	LU021738623	
PROMEDIO SELECCIÓN ESTABILIDAD	+6,2%	+2,9%	-2,3%	+3,2%	+3,8%	+0,5%				

Notas: (1) 1 de septiembre al día siguiente al día de publicación de este informe.
(2) Estabilidad: fondos con un 200% o más de los activos en renta fija.

TOP Selección Fondos

ANÁLISIS Y MERCADOS
Top Selección Fondos: Lista de Clasificación de Fondos
último día: 4 de septiembre de 2019

CRÍTICOS

CATEGORÍA	FONDO	RENT. YTD(1)	RENT. Relat. 2007/19	2019	2017	2018	2015	Vol. (M)	Repte. (M)	Clase (M)	ISIN
Acciones	Mutufin Enhanced Yield Short Term	+3,1%	+2,1%	2,2%	+2,0%	+3,1%	+0,0%	11.333	1840	ES000519A23	
	Canjados Securiz	+2,0%	+2,5%	-3,0%	+0,0%	+2,1%	+1,1%	8.614	1247	FR001118123	
	Nordea European Covered Bond	+0,0%	+4,3%	+0,8%	+1,4%	+1,1%	+0,5%	3.389	1779	LU007811455	
	WACD Income USD	+0,0%	+4,2%	-0,7%	+6,4%	+7,0%	+2,0%	34.844	5842	US000161108	
	Nordea Euro Credit Bond 04	+0,0%	+3,1%	-0,0%	+2,0%	+4,0%	+0,4%	1.8	819	LU021345171	
	Fidelity Global Multi Asset Income	+7,0%	+2,4%	-0,0%	+5,4%	+6,2%	+0,0%	3.3	8033	US000148730	
	Robeco US Alternative Strategies (EU)	+6,0%	+1,2%	-2,9%	+5,0%	+3,0%	-0,6%	1.8	2.264	LU039174618	
	Rocky US Government Bond	+7,4%	+3,0%	+0,3%	+7,2%	+0,5%	1.8	142	LU012908183		
	Nordea Stable Return	+7,0%	+1,4%	-1,8%	+2,0%	+1,0%	-2,9%	4.3	30.116	LU021738623	
	PROMEDIO SELECCIÓN ESTABILIDAD	+6,2%	+2,9%	-2,3%	+3,2%	+3,8%	+0,5%				

Carteras Modelo de Acciones Españolas



Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo de Acciones USA

Top USA selección
Viernes, 6 de septiembre de 2019

La siguiente tabla ofrece la evolución de las carteras modelo comparadas con el **S&P 500** del 31-jul-19 al 30-ago-19.

Número Cartera	Cartera Antigua	Px Inicial	Dividendo	Px Final	Variación	Emisor	Sector
1	PepsiCo	70,00	1,10	71,20	1,61%	Campbell Soup	Alimentación
2	Walmart	110,00	0,10	110,30	-0,10%	Intuitus Surgical	Tecnología
3	Netflix	30,00	0,00	31,10	3,33%	PepsiCo	Alimentación
4	MasterCard	260,00	0,00	271,20	4,31%		
5	Microsoft	130,00	0,00	136,20	4,77%		
6	Alibab	80,00	0,00	87,00	8,75%		
7	Facebook	180,00	0,00	194,20	7,89%		
8	Home Depot	200,00	0,00	213,00	6,50%		
9	Procter & Gamble	110,00	0,00	118,00	7,27%		
10	Coca-Cola	50,00	0,40	52,00	4,00%		
11	Visa	170,00	0,00	178,00	4,71%		
12	Target	80,00	0,00	84,00	5,00%		
13	McDonald's	110,00	0,00	113,00	2,73%		
14	Carnegie Group	90,00	0,00	82,00	-8,89%		
15	Walt Disney	120,00	0,00	126,00	5,00%		
16	Intuitive Surgical	50,00	0,00	52,00	4,00%		
17	Amazon	180,00	0,00	186,00	3,33%		
18	Google	100,00	0,00	105,00	5,00%		
19	Apple	150,00	0,00	155,00	3,33%		
20	Colgate Palmolive Co.	70,00	0,00	71,00	1,43%		

Carteras Modelo de Acciones Dividendo

Carteras Acciones Dividendo: Actualización Extraordinaria
Viernes, 6 de septiembre de 2019

La siguiente tabla ofrece un mayor detalle de la evolución de la Cartera desde el 1 de junio de 2019 hasta el 6 de julio de 2019, así como las principales ratios de las compañías que la integran.

Identificador Cartera	Identificador Cartera Antigua	Px Inicial	Dividendo	Px Final	Variación	Emisor	Sector
1	Amgen	200,00	0,00	205,00	2,50%	Amgen	Farmacia
2	Pfizer	40,00	0,00	41,00	2,50%	Pfizer	Farmacia
3	Johnson & Johnson	150,00	0,00	155,00	3,33%	Johnson & Johnson	Farmacia
4	Merck	100,00	0,00	105,00	5,00%	Merck	Farmacia
5	Novartis	120,00	0,00	126,00	5,00%	Novartis	Farmacia
6	Roche	180,00	0,00	186,00	3,33%	Roche	Farmacia
7	Abbott	90,00	0,00	95,00	5,56%	Abbott	Farmacia
8	Novo Nordisk	110,00	0,00	115,00	4,55%	Novo Nordisk	Farmacia
9	Sanofi	130,00	0,00	135,00	3,85%	Sanofi	Farmacia
10	GlaxoSmithKline	140,00	0,00	145,00	3,57%	GlaxoSmithKline	Farmacia
11	Novartis	120,00	0,00	126,00	5,00%	Novartis	Farmacia
12	Roche	180,00	0,00	186,00	3,33%	Roche	Farmacia
13	Novartis	120,00	0,00	126,00	5,00%	Novartis	Farmacia
14	Roche	180,00	0,00	186,00	3,33%	Roche	Farmacia
15	Novartis	120,00	0,00	126,00	5,00%	Novartis	Farmacia
16	Roche	180,00	0,00	186,00	3,33%	Roche	Farmacia
17	Novartis	120,00	0,00	126,00	5,00%	Novartis	Farmacia
18	Roche	180,00	0,00	186,00	3,33%	Roche	Farmacia
19	Novartis	120,00	0,00	126,00	5,00%	Novartis	Farmacia
20	Roche	180,00	0,00	186,00	3,33%	Roche	Farmacia