

Estrategia 3^{er} trimestre 2019

Ciclo y valoraciones sostenibles. Riesgos aceptables o a la baja. Euforia de bancos centrales.

Índice

Resumen	4
Síntesis de estimaciones	5
1.- Perspectiva Global	7
2.- España y Portugal	31
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	45
4.- Temática trimestral: ¿Es diferencial la inversión Socialmente Responsable (ESG)?	60
ANEXO I: España y Portugal, cifras históricas y estimaciones - Detalle.	63
ANEXO II: Links directos a los documentos de Análisis Bankinter.	66

Equipo de Análisis y Asesoramiento

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

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 3T 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 3T 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

- ***El actual ciclo expansivo y las valoraciones de los activos parecen sostenibles.-***

El ciclo económico continúa siendo expansivo, aunque pierda vigor. Es natural. Pero insistimos que no se dan las circunstancias, ni afloran los detonantes, que indican una reversión del ciclo. Esto es así porque el nivel de la deuda privada no es excesivo, sino incluso algo inferior al existente antes de la crisis. Y todos los cambios de ciclo vienen provocados por una deuda excesiva. Es cierto que la deuda pública se ha incrementado significativamente en casi todas las economías, pero también lo es que tenderá a estabilizarse en torno a los niveles actuales. Y se refinanciará sin dificultades en un contexto de tipos como el actual, de manera que no afectará al ciclo económico. Precisamente estos niveles de tipos extremadamente bajos favorecen las valoraciones de las bolsas. Con beneficios empresariales modestamente al alza y tipos de interés bajos y a la baja, las valoraciones ofrecen un riesgo reducido.

- ***Los riesgos son aceptables e incluso puede que estén moviéndose a la baja.-***

El S&P500 marcó un nuevo máximo histórico (2.954,2) el 20 de junio, gracias a la **Fed** y a pesar de las tensiones con **Irán**, de los indicios de **debilitamiento** de la propia economía americana - no ya solo de la europea - y de la incertidumbre ante las **negociaciones con China** en el G-20. El **Brexit** ya carece de capacidad para hacer daño al mercado, aunque es un asunto que podría introducir cierta tensión en octubre, cuando deberá ejecutarse. Eso indica que la solidez del fondo del ciclo (economía, beneficios empresariales, bancos centrales, etc) se valora más que los obstáculos y las incertidumbres; más que las dudas sobre los niveles alcanzados, tanto por las bolsas como por los bonos. El USD ha pasado a la defensiva (1,139/\$ el 24 de junio), perdiendo terreno, tras el reenfoque "dovish" de la Fed. Eso reequilibra algo el actual "juego de divisas", lo cual ofrece el efecto benéfico de vuelta de reducir la percepción del riesgo. La mejor prueba de ello es que el yen se apreció (aprox. 121/€) por la tensión con Irán en la penúltima semana de junio, al igual que el oro (>1.400\$/oz.), pero enseguida se depreció con cierta energía (122,3/\$) al moverse el Gobierno americano desde la intervención militar hacia las sanciones económicas. Este es otro indicio de que los riesgos podrían estar deslizándose a la baja.

- ***El contexto favorece que todos los activos estén bien valorados: bolsas, bonos e inmobiliario.-***

Y esto no tiene por qué cambiar. Cuando el ciclo económico pierde vigor, los bancos centrales salen al rescate. Su capacidad para gestionar el denominado "guidance" o credibilidad para dirigir al mercado en base a expectativas sin que sean precisas acciones concretas es enorme y continúa siendo infravalorada, en general. Creemos que esta es la clave de bóveda para la sostenibilidad del actual ciclo económico expansivo. Los bancos centrales han sufrido (¿o disfrutado?) una metamorfosis silenciosa muy útil para los precios de los activos: si antes de la crisis financiera su misión era identificar a tiempo la inflación y combatirla con política monetaria restrictiva (básicamente subiendo tipos), ahora lo es promover una inflación suficiente que contrarreste riesgos deflacionistas y favorezca tanto la creación de empleo como el crecimiento económico. Con este respaldo los precios de los activos quedan, en términos generales, más protegidos que nunca. Puede interpretarse como una intervención del mercado en toda regla pero, desde la perspectiva eminentemente pragmática que a nosotros nos corresponde adoptar, esto tiene más ventajas que inconvenientes. Al menos por ahora. Así, *todo el mundo está contento aunque nadie esté del tranquilo del todo*. Los nervios y un aumento de la volatilidad podrían aumentar durante el tercer trimestre, pero creemos que la lateralidad sería el peor desenlace entre los razonables.

- ***En caso de duda, será más acertado mostrarse optimista y elevar la perspectiva .-***

Con volúmenes a la baja en verano debemos estar preparados para alguna corrección sin asustarnos. En septiembre los analistas ya sustituiremos los beneficios esperados para 2019 por los estimados para 2020 y, de acuerdo con nuestros cálculos preliminares, las valoraciones seguirán ofreciendo potenciales suficientemente atractivos (entre +7% Nikkei y +26% S&P500) en un entorno de tipos cero o cuasi-cero, sobre todo en Estados Unidos... que es donde venimos insistiendo hay que estar sobreponderados. Salvo alguna corrección inevitable, el mercado sigue estando muy bien soportado. El dólar debería tender a estar más bien apreciado en el rango 1,11/1,17/€, el yen debilitarse limitadamente (122/128/€) y los bonos incluso apreciarse algo más gracias al giro "ultra-dovish" de los bancos centrales. A pesar de los nervios y los niveles alcanzados, las valoraciones actuales (bolsas, bonos e incluso inmobiliario) tienen sentido.

Estrategia de Inversión 3T 2019

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

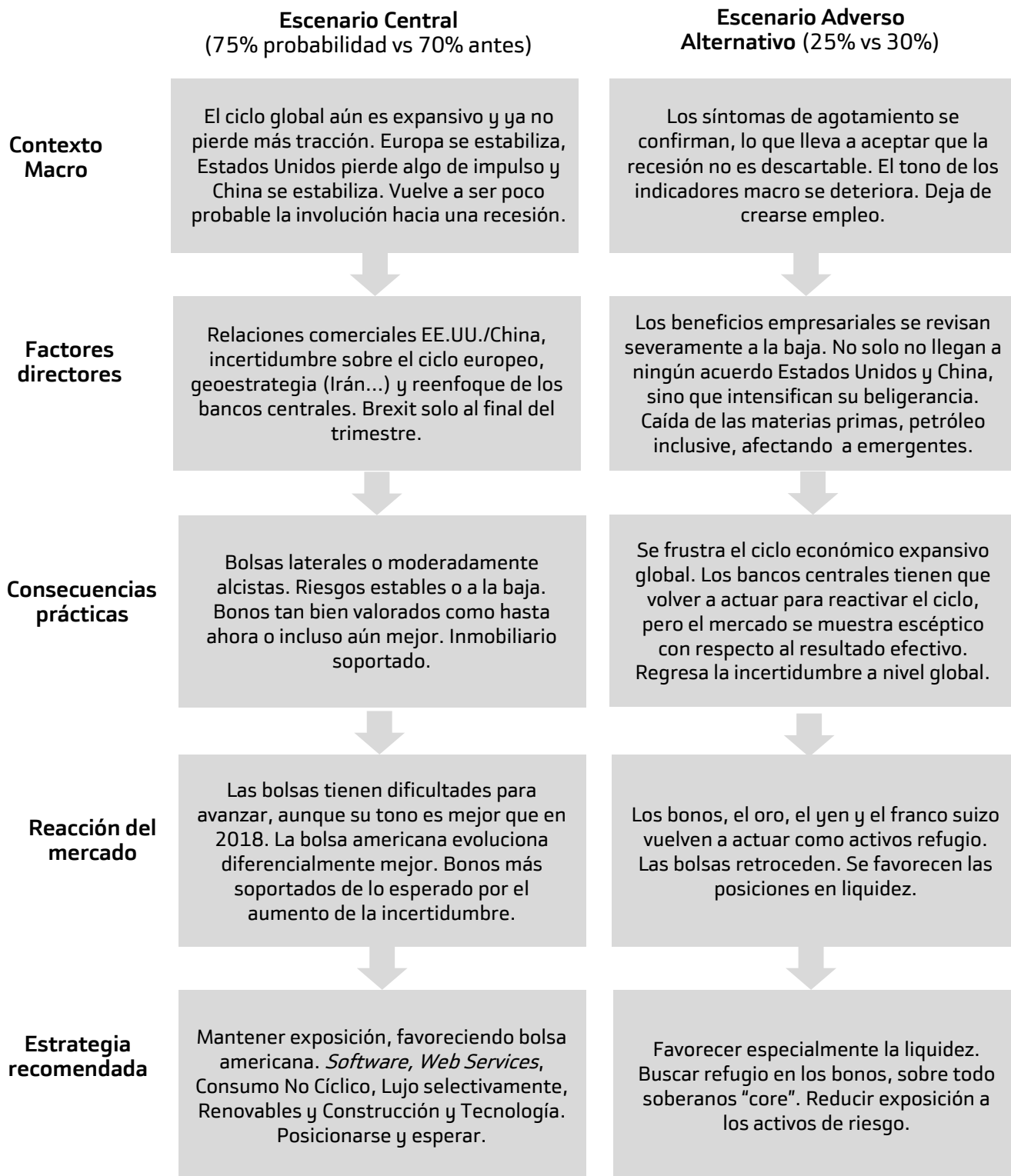
Estimaciones Bankinter	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e
1.- PIB (media anual)							
España	3,4	3,2	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7
Eurozona	1,6	1,7	2,4	1,9	1,2	1,3	1,4
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>180</i>	<i>150</i>	<i>60</i>	<i>70</i>	<i>100</i>	<i>60</i>	<i>30</i>
Portugal	1,5	1,4	2,7	2,1	1,8	1,7	1,6
EE.UU.	2,4	1,6	2,3	3,0	2,3	1,9	1,8
R.Unido	2,3	2,1	1,7	1,4	1,3	1,4	1,5
Irlanda	25,2	5,0	7,2	6,7	4,2	3,6	2,5
Suiza	0,8	1,3	1,6	2,5	1,5	1,6	1,6
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)	7,5	7,9	6,4	7,4	6,8	7,5	7,6
Brasil	-3,5	-3,5	1,0	1,1	1,4	2,6	2,8
Rusia	-2,8	-0,3	1,6	2,3	1,2	1,7	1,8
México	3,3	2,9	2,1	2,0	1,4	1,7	2,0
Turquía	6,1	3,2	7,4	2,6	-1,5	2,5	2,5
2.- IPC							
España	0,0	1,6	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6
Eurozona	0,2	1,1	1,5	1,8	1,3	1,4	1,5
Portugal	0,4	0,9	1,5	0,7	1,0	1,2	1,4
EE.UU.	0,5	2,1	2,1	1,9	1,9	2,0	2,1
R.Unido	0,2	1,6	3,0	2,3	1,9	2,0	2,0
Irlanda	0,0	-0,2	0,3	0,7	0,5	0,8	1,3
Suiza	-1,3	0,0	0,5	0,9	0,5	0,7	1,0
Japón	0,2	0,3	1,0	0,3	1,1	1,4	1,5
China	1,6	2,1	1,8	1,9	2,2	2,3	2,4
India	-2,4	2,1	3,6	2,1	3,3	3,7	4,2
Brasil	10,7	6,3	3,0	3,7	4,2	4,0	3,9
México	2,7	2,8	6,2	4,8	3,7	3,3	3,1
Turquía	7,7	7,8	11,1	16,3	17,0	12,0	9,0
3.- Paro							
España (EPA)	20,9	18,6	16,5	14,5	13,6	12,8	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	3,6	3,6	3,6
R.Unido	5,1	4,8	4,5	4,0	4,1	4,0	3,9
Irlanda	9,4	7,9	6,7	5,7	5,4	5,0	5,0
Suiza	3,3	3,3	3,2	2,4	2,4	2,4	2,4
Japón	3,3	3,1	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4
China	4,1	4,0	3,9	3,8	4,1	4,2	4,3
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	3,8	3,8
Turquía	10,3	10,9	10,9	14,0	15,0	12,0	10,0
4.- Crédito s. privado							
España, empresarial (%)	-4,9	-4,5	-2,8	-6,5	-2,8	-1,0	0,0
España, hipotecario (%)	-4,7	-3,0	-2,4	-1,2	0,0	0,5	0,8
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	-0,40	-0,40	-0,20
UEM. Compra activos (m€ / mes)	60	80	60	15	0	0	0
EE.UU.	0,25/0,5	0,5/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,75/2,00	1,75/2,00	2,0/2,25
R.Unido	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	0,75	1,00
Suiza	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,75	-0,75	-0,75
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	4,30	4,20	4,20
India	6,75	6,25	6,00	6,50	5,75	5,50	5,50
Brasil	14,25	13,75	7,00	6,50	6,50	6,75	6,75
México	3,37	5,78	7,25	8,25	8,00	7,20	6,00
Turquía	7,5	7,5	24,0	24,0	24,0	18,0	16,0
6.- Bono 10A (Dic.)							
España	1,76	1,36	1,56	1,40	0,3/0,7	0,5/1,0	0,8/1,2
Prima de riesgo España	113	115	114	116	60/80	60/80	60/80
Alemania	0,63	0,21	0,42	0,24	-0,3/-0,1	-0,1/+0,2	0,2/0,4
Portugal	2,52	3,76	1,94	1,70	0,80	1,00	1,40
EE.UU.	2,26	2,45	2,35	2,70	2,00	2,20	2,30
R.Unido	1,96	1,24	1,20	1,28	0,90	1,00	1,00
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,50	0,40	0,60
Suiza	-0,40	-0,20	-0,20	-0,30	-0,20	-0,10	0,10
Japón	0,26	0,05	0,04	-0,04	-0,10	0,00	0,10
7.- Divisas							
Eurodólar	1,086	1,052	1,175	1,136	1,11/1,17	1,14/1,20	1,15/1,20
Euroyen	130,6	123,0	135,3	125,8	122/128	128/135	130/140
Dólargen	120,2	112,7	112,7	113,2	110/108	110/112	113/116
Eurolibra	0,737	0,84	0,88	0,90	0,85/0,90	0,85/0,90	0,85/0,90
Eurosuizo	1,088	1,07	1,16	1,13	1,10/1,15	1,12/1,17	1,12/1,17
8.- Materias primas (Dic.)							
Petróleo (Brent, \$/b.)	37,3	53,6	66,9	56,3	60/65	60,0	55,0
Oro (\$/oz.)	1.061	1.141	1.256	1.282	1.400	1.450	1.500

Estrategia de Inversión 3T 2019

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	2,3	1,8	1,8	2,3	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8
ESPAÑA	2,6	2,4	2,4	2,1	2,0	2,2	2,1	2,0	1,8	1,8	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7
UEM	1,9	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4
PORTUGAL	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
R. UNIDO	1,4	1,8	1,0	1,2	1,3	1,3	1,2	1,4	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
IRLANDA	6,7	5,7	5,0	3,5	2,8	4,2	4,1	4,0	3,3	2,9	3,6	3,2	3,0	2,4	1,4	2,5
SUIZA	2,5	1,7	1,3	1,5	1,4	1,5	1,3	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6	1,4	1,6	1,6	1,6
JAPÓN	0,8	2,2	0,3	0,4	0,4	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	6,3	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	0,8	1,7	2,5	1,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,6	2,8	2,8	2,8	2,9	2,8
RUSIA	2,3	0,5	1,2	1,6	1,5	1,2	1,5	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
INDIA	7,4	5,8	6,7	7,3	7,5	6,8	7,6	7,5	7,4	7,3	7,5	7,4	7,4	7,6	7,8	7,6
MÉXICO	2,0	1,3	1,2	1,5	1,7	1,4	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,9	1,8	2,0	2,1	2,0
TURQUÍA	2,6	-2,3	-1,8	-0,5	-1,5	-1,5	-0,4	2,2	3,5	4,5	2,5	2,0	2,5	2,5	3,0	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	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,1	2,1
ESPAÑA	1,2	1,3	0,7	0,8	1,3	1,3	1,4	1,5	1,4	1,5	1,5	1,6	1,5	1,7	1,6	1,6
UEM	1,8	1,4	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
PORTUGAL	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
R. UNIDO	2,3	1,9	2,1	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	0,4	0,7	0,5	0,5	1,5	0,8	1,1	0,8	0,8	1,6	1,1	1,5	1,3	1,3
SUIZA	0,9	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
JAPÓN	0,3	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
CHINA	1,9	1,8	2,0	2,1	2,2	2,2	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	3,9	4,1	4,2	4,2	4,2	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	3,9	3,9	3,9
INDIA	2,1	2,5	3,0	3,1	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,7	3,7	3,8	3,8	4,0	4,2	4,2
MÉXICO	4,8	4,0	4,1	3,9	3,7	3,7	3,8	3,7	3,5	3,3	3,3	3,5	3,4	3,3	3,1	3,1
TURQUÍA	16,3	19,9	17,8	11,8	17,0	17,0	15,0	13,0	12,0	12,0	12,0	12,0	10,0	9,0	9,0	9,0
Pero	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	3,6	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
ESPAÑA	14,5	14,7	14,0	13,5	13,6	13,6	13,7	12,8	12,6	12,8	12,8	12,9	12,0	11,8	12,1	12,1
UEM	7,9	7,7	7,6	7,6	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	6,8	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
R. UNIDO	4,0	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
IRLANDA	5,7	5,1	5,7	5,6	5,4	5,4	4,8	5,3	5,2	5,0	5,0	4,5	5,2	5,1	5,0	5,0
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	2,4	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
CHINA	3,8	3,7	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
BRASIL	11,6	12,4	11,7	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	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0	3,9	3,8	3,8
TURQUÍA	14,0	14,0	14,0	15,0	15,0	15,0	15,0	14,0	12,0	12,0	12,0	12,0	11,0	10,0	10,0	10,0
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	2,0/2,25	1,75/2,00	1,75/2,00	1,75/2,00	1,75/2,00	1,75/2,00	1,75/2,00	1,75/2,00	1,75/2,00	1,75/2,00	1,75/2,00	2,0/2,25	2,0/2,25
UEM	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM (Dep.)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,20	-0,20	-0,20
UEM (QE)	15,00	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
R. UNIDO	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,0	1,0	1,0	1,00
SUIZA	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,75	-0,75	-0,75	-0,8	-0,8	-0,75	-0,75	-0,75	-0,8	-0,8	-0,75	-0,75	-0,75	-0,8
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	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	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	6,50	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
INDIA	6,50	6,25	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
MÉXICO	8,25	8,25	8,25	8,15	8,00	8,00	7,80	7,60	7,50	7,20	7,20	6,80	6,50	6,00	6,00	6,00
TURQUÍA	24,00	24,0	24,0	24,0	24,0	24,00	24,0	18,0	18,0	18,0	18,00	18,0	18,0	16,0	16,0	16,00

Perspectiva Global: El contexto



Informe de Estrategia de Inversión 2019/20

Julio/Septiembre, 2019.

1.- Perspectiva Global.

"Cada vez que te encuentres del lado de la mayoría, es momento de hacer una pausa y reflexionar."

Mark Twain

Desde una perspectiva global la situación no es peor, sino mejor que hace 3 meses. Los riesgos siguen siendo más o menos los mismos pero, o bien el mercado se ha acostumbrado a convivir pacíficamente con ellos, o bien éstos han perdido capacidad de influencia. Se ha puesto de manifiesto que, desde el punto de vista del ciclo económico global, el riesgo de entrada en recesión continúa siendo medio o bajo. Por eso las revisiones a la baja del crecimiento de las principales economías prácticamente se han terminado. En consecuencia, la sensación de deterioro del contexto es mucho más leve. Y algo parecido sucede con respecto a los resultados empresariales.

Podría decirse que las perspectivas, tanto macro como micro, han entrado en una fase lateral que podría desembocar en otra de mejora progresiva a medida que nos acercamos a 2020. Todo esto es ya de por sí un gran avance.

Las perspectivas, tanto macro como micro, han entrado en una fase lateral que podría desembocar en otra de mejora progresiva a medida que nos acercamos a 2020.

Tabla 1.1: Estimaciones de PIB actuales y anteriores.-

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

e = Estimación propia

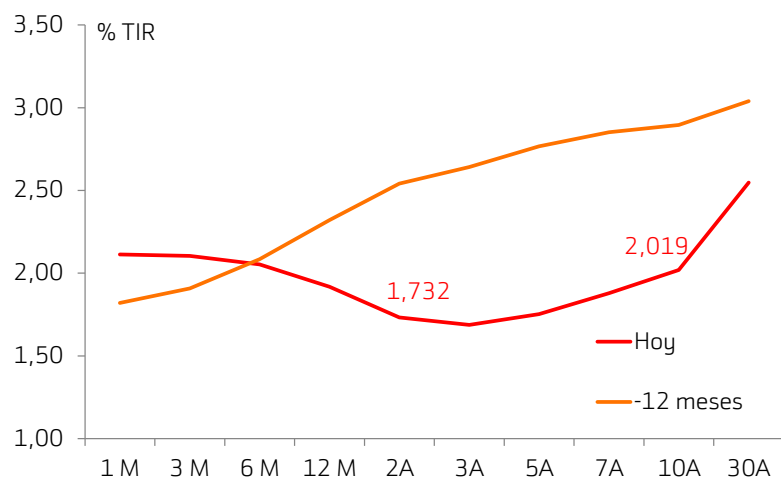
Los tipos de interés ya no van a subir, sino a bajar. Así ha sucedido ya en el 2T 2019 con India, Nueva Zelanda, Australia y Chile. Sólo Noruega ha subido tipos y responde a una situación absolutamente excepcional directamente relacionada con el precio del petróleo. Y el mercado ha recibido un mensaje rotundamente "dovish" o suave por parte del BCE,

Estrategia de Inversión 3T 2019

mientras que espera el primer recorte de tipos por parte de la Fed tan pronto como en julio. Pero más importante que acertar o no exactamente con el *timing* de los movimientos o incluso la profundidad de los mismos es la tendencia. Ésta se ha vuelto de nuevo procíclica, de manera que los bancos centrales auxilian al ciclo económico e indirectamente a los precios de los activos en cuanto aflora el más mínimo síntoma de debilitamiento. Este es un factor de tranquilidad valiosísimo. Eso y que la tan comentada curva de tipos americana no se ha llegado a invertir, en contra de lo que muchos agoreros predecían y con lo que ya nos mostramos en desacuerdo en el informe trimestral anterior... con el riesgo que eso suponía en aquel momento. Y es probable que no llegue a invertirse porque las bajadas de tipos en Estados Unidos lo impedirán.

Los bancos centrales auxilian al económico e indirectamente a los precios de los activos en cuanto aflora el más mínimo síntoma de debilitamiento

Gráfico 1.1: Curva de tipos americana.



Fuente: Bloomberg. Elaboración: Análisis Bankinter.

La curva de tipos americana no se ha llegado a invertir, en contra de lo que muchos agoreros predecían, y es improbable que llegue a invertirse en un futuro próximo.

El contexto favorece que todos los activos estén bien valorados: bolsas, bonos e inmobiliario. Y esto no tiene por qué cambiar. Cuando el ciclo económico pierde vigor, los bancos centrales salen al rescate. Su capacidad para gestionar el denominado "guidance" o credibilidad para dirigir al mercado en base a expectativas sin que sean precisas acciones concretas es enorme y continúa siendo infravalorada, en general. Creemos que esta es la clave de bóveda para la sostenibilidad del actual ciclo económico expansivo.

Los bancos centrales han sufrido (¿o disfrutado?) una metamorfosis silenciosa muy útil para los precios de los activos: si antes de la crisis financiera su misión era identificar a tiempo la inflación y combatirla con política monetaria restrictiva (básicamente subiendo tipos), ahora lo es promover una inflación suficiente que contrarreste riesgos deflacionistas y favorezca tanto la creación de empleo como el crecimiento económico.

Bajo el respaldo de los bancos centrales los precios de los activos quedan, en términos generales, más protegidos que nunca.

Con este respaldo los precios de los activos quedan, en términos generales, más protegidos que nunca. Puede interpretarse como una intervención del mercado en toda regla pero, desde la perspectiva eminentemente pragmática que a nosotros nos corresponde adoptar, esto tiene más ventajas que inconvenientes. Al menos por ahora. Así, *todo*

Estrategia de Inversión 3T 2019

el mundo está contento aunque nadie esté del tranquilo del todo. Los nervios y un aumento de la volatilidad podrían aumentar durante el tercer trimestre, pero creemos que la lateralidad sería el peor desenlace entre los razonables.

La lateralidad sería el peor desenlace entre los razonables.

Tabla 1.2: Evolución de las principales bolsas desde el año 2000.

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

Indice/activo	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 YTD 24-jun.-19	24 Dic.'18 hasta hoy	Desde 2008	Años en negativo	Años en positivo	Ratio (+)/(-)
Ibex-35	-13%	-5%	+21%	+4%	-7%	-2%	+7%	-15%	+7,6%	+8,4%	-7%	7	5	0,7
EuroStoxx 50	-17%	+14%	+18%	+1%	+4%	+1%	+6%	-14%	+15,1%	+16,2%	+23%	4	8	2,0
FT 100	-6%	+6%	+14%	-3%	-5%	+14%	+8%	-12%	+10,2%	+10,9%	+52%	5	7	1,4
S&P 500	-0%	+13%	+30%	+11%	-1%	+10%	+19%	-6%	+17,7%	+25,5%	+178%	4	8	2,0
Nasdaq-100	+3%	+17%	+35%	+18%	+8%	+6%	+32%	-1%	+22,3%	+31,2%	+422%	2	10	5,0
DAX Xetra	-15%	+29%	+25%	+3%	+10%	+7%	+13%	-19%	+16,2%	+15,4%	+120%	3	9	3,0
CAC-40	-18%	+15%	+18%	-1%	+10%	+3%	+10%	-12%	+18,0%	+17,6%	+45%	5	7	1,4
FTSE MIB	-25%	+8%	+17%	+0%	+13%	-10%	+15%	-17%	+16,2%	+15,7%	-6%	5	7	1,4
Nikkei	-17%	+23%	+57%	+7%	+9%	+1%	+19%	-12%	+6,4%	+5,6%	+126%	4	8	2,0
China, CSI-300	-23%	+6%	-7%	+50%	+9%	-12%	+22%	-25%	+27,6%	+26,4%	+64%	6	6	1,0
China, HK	-20%	+23%	+3%	+2%	-7%	+0%	+36%	-14%	+10,3%	+11,2%	+80%	4	8	2,0
Brasil, Bovespa.	-18%	+7%	-15%	-3%	-13%	+39%	+27%	+15%	+16,2%	+19,2%	+134%	5	7	1,4
India (Sensex)	-25%	+26%	+9%	+30%	-5%	+2%	+28%	+6%	+8,4%	+10,3%	+274%	3	9	3,0
USD	1,296	1,319	1,374	1,210	1,086	1,052	1,201	1,147	1,139	n/a	+18%	n/a	n/a	n/a
JPY	99,7	114,5	144,7	144,9	130,6	123,0	135,3	125,8	122,3	n/a	+1%	n/a	n/a	n/a

Fuente: Bloomberg. Elaboración: Análisis Bankinter.

En caso de duda, será más acertado mostrarse optimista y elevar la perspectiva. Desde finales de 2018 hemos venido defendiendo que las bolsas estaban sobrepenalizadas en términos generales, aunque resultase muy arriesgado defender eso en aquel momento, pero la realidad nos ha dado la razón. La segunda parte de la Tabla 1.2 anterior lo demuestra sin lugar a dudas.

En caso de duda, será más acertado mostrarse optimista y elevar la perspectiva.

Ahora bien, a pesar de lo anterior, con volúmenes a la baja en verano debemos estar preparados para encajar alguna corrección sin asustarnos. Las valoraciones continúan dando soporte a los precios actuales teniendo

Estrategia de Inversión 3T 2019

en cuenta los beneficios esperados para 2019, sin ir más lejos (ver Tabla 1.3 a continuación). Y en septiembre los analistas ya sustituiremos los beneficios esperados para 2019 por los estimados para 2020 y, de acuerdo con nuestros cálculos preliminares, las valoraciones seguirán ofreciendo potenciales suficientemente atractivos (entre +7% Nikkei y +26% S&P500) en un entorno de tipos cero o cuasi-cero, sobre todo en Estados Unidos... que es donde venimos insistiendo hay que estar sobreponderados.

Salvo alguna corrección inevitable, el mercado sigue estando muy bien soportado. El dólar debería tender a estar más bien apreciado en el rango 1,11/1,17/€, el yen debilitarse limitadamente (122/128/€) y los bonos incluso apreciarse algo más gracias al giro "ultra-dovish" de los bancos centrales. A pesar de los nervios y los niveles alcanzados, las valoraciones actuales (bolsas, bonos e incluso inmobiliario) tienen sentido.

Salvo alguna corrección inevitable, el mercado sigue estando muy bien soportado.

Tabla 1.3.- Bolsas. Valoraciones y otras referencias.-

	Var.%	Valoración 12 meses (2)		24/06/19	Potencial (4)	Máximo Histórico	Fecha del máximo
	2019 (1)	Anterior(3)	Actual		12 meses		
Ibex-35	+7,6%	9.815	9.785	9.193	+6,4%	15.946	08.11.2007
EuroStoxx-50	+15,1%	3.634	3.612	3.456	+4,5%	5.464	06.03.2000
S&P 500	+17,7%	3.249	3.369	2.952	+14,1%	2.954	20.06.2019
Nikkei 225	+6,4%	21.862	21.630	21.286	+1,6%	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2019 hasta 24.06.2019. (2) Valoraciones estimadas para una perspectiva de 12 meses.

(3) Calculado en Marzo 2019 para Estrategia de Inversión 2T 2019. (4) Potencial estimado desde el 24.06.2020.

En definitiva, no deberíamos tener más inquietud que hace 3 meses por los niveles alcanzados, sino menos. El mercado enfrenta una situación que, salvo desenlaces tan improbables como inesperados en el frente geoestratégico (Irán, relaciones chinoamericanas, etc), nos es como para *preocuparse angustiosamente* sino solamente *ocuparse* de ella, gestionarla con sentido común.

No hay inflación relevante, los tipos de interés se mueven suavemente a la baja de nuevo, los beneficios empresariales suavemente al alza y de manera sostenible, los bancos centrales se han convertido en una especie de "custodios del ciclo", las principales economías disfrutan de pleno empleo y las valoraciones de las bolsas están justificadas.

Efectivamente, hay que ocuparse del mercado pero no angustiarse. Es el mejor momento para aumentar exposición ante cualquier fase de toma de beneficios y/o construir o reordenar cartera. En estas circunstancias hay que *ocuparse* del mercado pero no *preocuparse* de manera angustiosa.

Es el mejor momento para aumentar exposición ante cualquier fase de toma de beneficios y/o construir o reordenar cartera.

Estrategia de Inversión 3T 2019

Eurozona: "La actividad económica pierde tracción y la Inflación es demasiado baja. Los tipos de interés seguirán bajos y el BCE está preparado para actuar si la situación se complica".

La actividad económica pierde tracción y la Inflación es demasiado baja. La política monetaria y la mejora del mercado laboral soportan la Demanda Interna pero el entorno internacional pasa factura al Sector Exterior. El proteccionismo, la política (Brexit y Presupuesto italiano) y la situación de algunos emergentes generan inquietud. Nuestra visión macro para 2019/2021 es constructiva, **pero los riesgos que afectan al Crecimiento y la Inflación están sesgados a la baja.** En Alemania, la Confianza de los empresarios decae y las exportaciones flojean. Francia, mantiene el ritmo de crecimiento y los PMIs continúan en zona de expansión. Italia convive con un endeudamiento elevado, un Déficit excesivo y el estancamiento económico. Irlanda y España lideran el crecimiento, Portugal avanza en la buena dirección y Grecia trata de corregir los desequilibrios. La estrategia del BCE se orienta a: (i) mantener los tipos de interés bajos (al menos hasta 1S20), (ii) evitar posibles tensiones de liquidez (TLTRO III) y (iii) estar preparado para actuar si fuera necesario. Pensamos que el BCE mantendrá el Tipo de Referencia, actualmente en 0,0% sin cambios hasta 2021 y retrasará la subida en el Tipo de Depósito que aplica a los bancos desde el -0,40% actual hasta -0,20% en 2021 (vs 2020 anterior).

Diagnóstico: La actividad económica pierde tracción y la Inflación es demasiado baja. La Demanda interna se mantiene firme pero el sector exterior acusa la debilidad del comercio internacional. Las condiciones de financiación son atractivas (tipos bajos) y la política fiscal tiende a relajarse. El proteccionismo, la gestión del Brexit y el Presupuesto italiano generan inquietud en un entorno marcado por la renovación del Parlamento y la Comisión Europea. El Presidente del BCE (Draghi) concluye su mandato en octubre y es probablemente el cambio más importante para los mercados, si la geopolítica no se complica.

La actividad económica pierde tracción y la Inflación es demasiado baja.

Visión & Perspectivas: El PIB pierde tracción (+1,2% en 1T19 vs +2,5% en 1T18) y se aleja de su potencial de crecimiento estimado a largo plazo. La política monetaria y la mejora del mercado laboral donde la Tasa de Paro se acerca a los mínimos precrisis (7,6% vs 7,3% en 2008), soportan la Demanda Interna. La debilidad del sector automovilístico y el entorno internacional pasan factura al Sector Exterior donde la contribución de las exportaciones al PIB afloja hasta 0,3pp en 1T19 (vs 0,6pp en 4T18).

La Demanda Interna es sólida pero el sector exterior acusa el deterioro del comercio internacional

El deterioro en los índices de Sentimiento y Clima Empresarial refleja la inquietud por el proteccionismo, la política y la situación de algunos emergentes.

Los riesgos que afectan al Crecimiento y la Inflación están sesgados a la baja

Nuestra visión macro para 2019/2021 es constructiva, pero los riesgos que afectan al Crecimiento y la Inflación están sesgados a la baja. El sector Servicios evoluciona satisfactoriamente, pero la Industria muestra signos de debilidad. El PMI Manufacturero acumula cinco meses en zona de contracción (<50 puntos) y no se vislumbra un cambio de tendencia en los datos de actividad (Pedidos de Fábrica y Producción Manufacturera).

Alemania pierde tracción, Francia resiste e Italia se estanca

En Alemania, la Confianza de los empresarios decae hasta niveles de 2014, la Tasa de Paro repunta en mayo una décima hasta el 5,0% y las exportaciones flojean (-0,5% en abril vs +3,1% anterior). Francia, mantiene el ritmo de crecimiento (+1,2% en 1T19) a pesar de la crisis de los chalecos amarillos y los PMIs continúan en zona de expansión.

Italia convive con un endeudamiento elevado - la Deuda Pública/ PIB supera el 131% -, un Déficit excesivo y el estancamiento económico (PIB 1T19: -0,1% vs 0,0% en 4T18). Irlanda y España lideran el crecimiento,

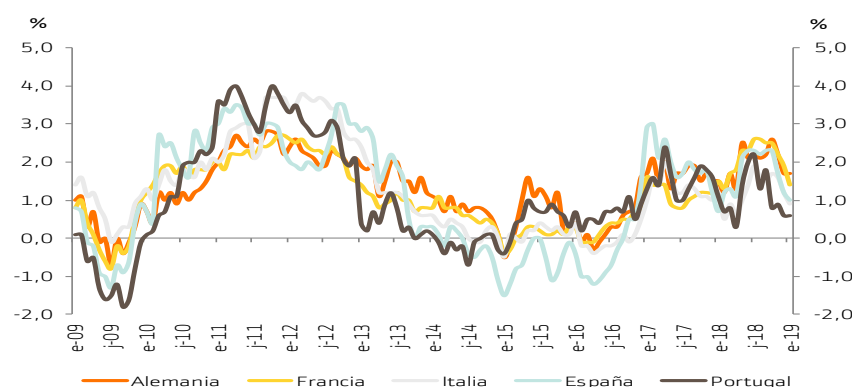
Estrategia de Inversión 3T 2019

Portugal avanza en la buena dirección y Grecia trata de corregir los desequilibrios macro (endeudamiento & desempleo entre otros).

La Inflación (+1,2% en mayo) se aleja del objetivo del BCE (~2,0%), a pesar de la recuperación de los Salarios (+2,5% en 1T19) y el incremento de la Masa Monetaria (M3). La Tasa Subyacente - menos volátil que el IPC General - acumula dos años dentro de un rango comprendido entre +1,0%/1,4% y las Perspectivas de Inflación a largo plazo alcanzan mínimos históricos (~1,1%/1,2%).

La Inflación es demasiado baja y las perspectivas a largo plazo se sitúan en mínimos históricos

Gráfico 1.1: Evolución del IPC en las principales economías



La estrategia del BCE se orienta a (i) mantener los tipos bajos, (ii) evitar tensiones de liquidez y (iii) estar preparado para actuar si fuera necesario

Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Tipos de Interés & Política Monetaria: La estrategia del BCE pivota sobre tres ejes: (i) **Tipos de interés bajos:** El BCE aboga por mantener los tipos de interés de referencia sin cambios (Depósito -0,4%, Referencia +0,0% y Crédito +0,25%) al menos hasta el 1S 2020, (ii) **Liquidez elevada:** el programa de financiación para la banca (TLTRO-III) es un corta-fuegos para evitar tensiones de liquidez (en 2020 vencen el grueso de TLTRO's anteriores) y (iii) **Forward guidance:** el BCE está preparado para actuar si fuera necesario. El BCE podría recortar aún más los tipos de interés, mostrar un sesgo más dovish o suave y/o reactivar el programa APP de compra de activos.

Pensamos que el BCE mantendrá el tipo de referencia en 0,0%

Pensamos que el BCE mantendrá el Tipo de Referencia, actualmente en 0,0% sin cambios hasta 2021 y retrasará la subida en el Tipo de Depósito que aplica a los bancos desde el -0,40% actual hasta -0,20% en 2021 (vs 2020 anterior). En este entorno, estimamos que la TIR del Bund alemán a 10 A continúe próximo a sus mínimos históricos en 2019 (-0,30%/-0,10%) para deslizarse progresivamente hacia (-0,10%/+0,20%) en 2020 y (+0,20%/0,40%) en 2021.

... y retrasará la subida en el tipo de depósito desde -0,40% actual hasta -0,20% en 2021.

Ajustamos ligeramente nuestras previsiones de crecimiento para 2019 hasta +1,2% (vs +1,0% anterior), mantenemos sin cambios nuestra estimación para 2020 en +1,3% y establecemos nuestra previsión para 2021 en +1,4%. Revisamos ligeramente nuestras previsiones de Inflación para 2019 hasta +1,3% (vs +1,4% anterior), +1,4% en 2020 (vs +1,5% anterior) y fijamos en +1,5% nuestra estimación para 2021.

Estrategia de Inversión 3T 2019

Suiza: "Objetivo depreciar el Franco y estimular su Sector Exterior"

Suiza ha mejorado su PIB en el 1T2019 en +1,7% vs +1,4% ant. y tiene casi pleno empleo (2,4%). Incluso en un contexto europeo más débil. Sin embargo, los Indicadores de Confianza y Manufactureros (KOF y PMI) muestran cierta pérdida de tracción. En gran medida por un Franco Suizo muy apreciado. Esto reduce competitividad a su economía y debilita el Sector Exterior. El SNB (Swiss National Bank) mantendrá su política monetaria expansiva el tiempo que sea necesario, con el objetivo de depreciar el Franco (estimamos en torno a 1,10/1,15 €/CHF). El PIB estimamos que mantendrá un crecimiento de +1,5% durante 2019.

El PIB suizo mejora en el 1T hasta +1,7% vs +1,5% 4T18. y su mercado laboral se mantiene prácticamente en niveles de **pleno empleo** (2,4% Tasa Desempleo desde noviembre 2018). La evolución de los **precios son algo menos positivos**: su inflación es muy baja (+0,6% vs +0,7% marzo) y parece seguir una tendencia hacia niveles negativos (donde ya estuvo durante 2 años hasta 2017. En cuanto al **Franco Suizo, se ha apreciado** mucho hasta máximos desde 2017. Sigue siendo una divisa refugio, en un contexto europeo más débil y las tensiones comerciales entre EE.UU. y China. Lo que **está afectando al Sector Exterior** desde el 4T de 2018 (-2,4% vs -2,2% 4T18).

Las **previsiones** para el segundo semestre de 2019 se **debilitan parcialmente**: (i) El Indicador de Confianza Empresarial (KOF) muestra cierto enfriamiento (94,4 vs 97,2 marzo). (ii) El PMI Manufacturero entra en contracción (48,6 vs 50,3 marzo) y es el peor dato desde 2015. (iii) las Ventas Minoristas se mantienen negativas (-0,7% desde marzo) (iv) pérdida de tracción en el contexto europeo.

Ante estas previsiones, el **SNB mantiene su política monetaria expansiva** con el objetivo de depreciar el Franco Suizo y dinamizar el Sector Exterior. Es decir, seguirá aumentando sus reservas de divisas (actualmente en máximos históricos). En cuanto a Tipos de Interés, ha introducido un cambio: sustituye el rango del Tipo de Referencia (-0,25%/-1,25%) por un tipo fijo (-0,75%). A efectos prácticos no tendrá impacto. El Tipo de Depósito seguirá en -0,75%.

La política monetaria expansiva **debería tener los siguientes efectos económicos** (y quizás en este orden): (i) **Depreciación** del Franco Suizo: estimamos un rango de 1,10/1,15 €/CHF durante 2019. En 2020 y 2021 en torno a 1,12/1,17 €/CHF. (ii) **Aumento de Exportaciones**: un Franco Suizo depreciado mejorará la competitividad de su economía. (iii) **Mejores indicadores adelantados e intermedios**: el KOF y PMI Manufacturero mostrarán mejores perspectivas. Incluso hasta terreno expansivo. (iv) **Inflación dentro del objetivo**: en ningún caso superará el 2% máximo establecido. Además, la depreciación del Franco Suizo alejará el nivel deflacionario y estimamos un IPC en torno a +0,5%.

De esta forma y como conclusión, estimamos que el PIB crecerá en +1,5% en 2019 y mejorará hasta +1,6% en 2020 y 2021.

El PIB mejora en el 1T y su mercado laboral mantiene niveles de pleno empleo.

El Franco Suizo se ha apreciado en un entorno de incertidumbre. Ha actuado como valor refugio.

Los Indicadores adelantados e intermedios muestran cierta pérdida de tracción.

EL SNB mantendrá una política monetaria expansiva para depreciar el Franco y estimular su S. Exterior.

En el segundo semestre de 2019 la política monetaria del SNB debería mejorar la competitividad y mantener el PIB en torno a +1,5%.

Reino Unido: "Los mercados cada vez dan menos relevancia al Brexit".

Tras la prórroga de la decisión final sobre el Brexit al 31 de octubre, da la impresión de que los mercados dan cada vez menos relevancia a todo el proceso. 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. Por otro lado, los últimos indicadores adelantados conocidos (PMI Manufacturero: 49,4 y Confianza del Consumidor: -10) 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 que se barajan (salida efectiva el 31 de octubre, elecciones anticipadas, posible nuevo referéndum, etc.). Estimamos que durante 2019 el país seguirá afectado negativamente por la incertidumbre y esperamos ver un PIB desacelerándose hasta +1,3%, Inflación en +1,9% y tipo de cambio GBP/€ en el rango 0,85/0,90.

La cuenta atrás del Brexit sigue en marcha, aunque nadie sabe exactamente cuál será el desenlace final. Tras la dimisión de T. May, el gobierno está centrado en buscar un nuevo líder del partido conservador. Actualmente, el mejor posicionado es claramente el ex-alcalde de Londres Boris Johnson, si bien el resultado final del proceso de elecciones internas no se sabrá hasta la semana del 22 de julio. A partir de ahí, se abrirá un abanico de posibles escenarios que van desde la salida efectiva el 31 de octubre hasta la convocatoria de elecciones anticipadas y/o un posible nuevo referéndum. En todo caso, seguimos defendiendo que, independientemente del plazo de ejecución, el Brexit no alterará el comercio de mercancías físicas (aunque sí la libre circulación de personas y capitales), que es lo que realmente afectaría a los mercados.

Entorno macro: Creemos que el actual escenario de desaceleración económica (PIB 2019e: +1,3%) y de indicadores adelantados débiles (PMI Manufacturero: 49,4 y Confianza del Consumidor: -10) elimina la posibilidad de subidas de tipos en Reino Unido al menos durante 2019-2020. El Banco de Inglaterra acaba de anunciar que **no espera ver crecimiento del PIB para el 2T19** y en su último *Inflation Report* del mes de mayo reiteró los mensajes de informes anteriores indicando que la adaptación de los tipos seguirá dependiendo de la evolución del Brexit y mantiene una postura de prudencia con el foco puesto en dos aspectos: (i) **los futuros acuerdos comerciales** que se establezcan entre UE y R.U. (y cómo de agresivo sea el proceso de transición) y (ii) **el impacto que tenga la salida sobre la economía de las familias, empresas y mercados financieros.**

Divisa: La libra, pese a todo, se sigue mantenido en niveles considerablemente aceptables. Si bien es cierto que acumula una severa depreciación (-16%) desde el referéndum de jun.'16, cabe destacar que, en lo que llevamos de año la libra se ha mantenido en el rango lateral de 0,85/€-0,90/€. Dada la escasa visibilidad del escenario a futuro, mantenemos el mismo rango (0,85/0,90) para 2019 y 2020, al menos hasta conocer nuevos detalles sobre el desenlace final del proceso. Dicho esto, recordamos que antes del referéndum la cotización estaba en 0,76/€ y por tanto, en caso de un desenlace final constructivo, podríamos asistir a una apreciación significativa de la divisa.

La cuenta atrás del Brexit sigue en marcha, aunque no es descartable ningún escenario (incluido un nuevo referéndum).

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. Mantenemos el rango 0,85/0,90

Irlanda: "Crecimientos más moderados, pero superiores a los de la UE".

Irlanda tuvo en 2018 uno de los mayores crecimientos de los países de la Eurozona, con el PIB creciendo +6,7% y la inflación se situó en +0,5%, tasa de desempleo 5,7%, incrementos salariales +2,8%, tasa de ahorro de las familias 11,8%, balanza por cuenta corriente 9,1% del PIB y deuda pública 64,8% del PIB. El sector privado y las familias han hecho un esfuerzo de desapalancamiento, pero su endeudamiento se sitúa cercano al 200% del PIB y sigue siendo elevado. De cara a los próximos años, esperamos una desaceleración del crecimiento del PIB al 4,2% en 2019e y 3,6% en 2020e y que se alcance el umbral de pleno empleo (5,4% de desempleo en 2019e y 5,0% en 2020e) junto con una inflación moderada donde las subidas en los precios de los servicios (impulsados por el aumento de los salarios) se compensarán con bajadas en los precios de los bienes industriales. Las principales incertidumbres son el impacto negativo de la posible salida del reino Unido de la UE, un deterioro de la balanza por cuenta corriente ante un entorno comercial global menos favorable, cambios en la fiscalidad internacional, y la impredecibilidad de las actividades e inversiones de las grandes multinacionales asentadas en Irlanda.

La economía irlandesa está en un momento dorado, con crecimientos del empleo e incrementos salariales en el entorno del 3%, la tasa de paro en el 5,7%, la renta de las familias creciendo al 6%, la renta disponible per cápita a máximos históricos, la tasa de ahorro de las familias rozando el 12% y sin haber desequilibrios macroeconómicos acusados. En 2018, el PIB aumentó +6,7% con el consumo privado +3,0%, consumo público +6,4%, formación bruta de capital +9,8% y el sector exterior aportó un 4,3% al crecimiento. El sector público registró un superávit moderado en 2018, con los ingresos fiscales +7,9% y el gasto +6,0%. No hay otra economía en Europa con ritmos de crecimiento sostenidos tan elevados, pero esta bonanza no puede durar indefinidamente.

Las multinacionales, especialmente farmacéuticas e informáticas tienen una presencia fuerte en la economía irlandesa. Como consecuencia, el comercio exterior tiene un gran peso sobre la economía. Alemania y China son dos de los principales socios comerciales de Irlanda que están notando una desaceleración en el crecimiento de sus economías.

La deuda pública equivale al 64,8% del PIB y el endeudamiento del sector privado (empresas no financieras) está cerca del 200% del PIB. La deuda de las familias ha caído desde un 210% de la renta disponible en 2011 al 120% en 2018 (c.50% del PIB). Las cifras de endeudamiento están por encima de las de otros países de la UE y sugieren la vulnerabilidad de las familias irlandesas frente a movimientos en los tipos de interés.

Los riesgos principales vienen de la mano del Brexit. Si no se negociase una solución antes del próximo mes de octubre, al efecto adverso de la depreciación de la libra esterlina se podrían sumar cancelaciones de proyectos de inversión, una caída en la confianza de los consumidores, mayor inflación y tensiones comerciales. El riesgo de que se produzcan cambios en la fiscalidad internacional en contra de los intereses de Irlanda es un factor negativo adicional para el país. Se prevé una ralentización económica, pero los crecimientos esperados siguen siendo elevados.

Las previsiones apuntan a una ralentización del crecimiento del PIB al 4,2% en 2019e y 3,6% en 2020e a medida que se modera el crecimiento de la economía global. Aunque hablemos de una ralentización, los crecimientos esperados mantienen a Irlanda a la cabeza de los países de la Unión Europea. Hay que mencionar a su favor que no se espera que el déficit estructural público rebase el 1,25% del PIB en 2019e y el 0,5% en 2020e.

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

La dependencia del sector exterior apunta a una desaceleración

El endeudamiento privado sigue siendo elevado

Atención a los efectos adversos del Brexit y a los cambios en la fiscalidad internacional

Desaceleración en el crecimiento esperado para el PIB, pero Irlanda seguirá creciendo a la cabeza de los países de la UE

Estrategia de Inversión 3T 2019

EE.UU: "La Fed prepara el camino para bajar tipos y prolongar el ciclo".

El crecimiento del PIB en el primer trimestre ha sido positivo pero el patrón es más vulnerable. El consumo se desacelera y la inversión en vivienda y bienes duraderos registra tasas negativas. El ritmo de actividad empieza a ser considerado como moderado vs robusto en trimestres anteriores. La Fed lanza un mensaje dovish y prepara el camino para bajar tipos. Abandona la actitud de paciente y se muestra dispuesta a actuar para prolongar la expansión del ciclo. A pesar de que el mercado laboral permanece sólido, existen incertidumbres relativas a las disputas comerciales, el crecimiento global se debilita, la inversión empresarial se encuentra débil y la inflación persiste por debajo de su objetivo. Además, el banco central no quiere arriesgar a actuar demasiado tarde. Nuestro escenario central contempla dos recortes en el tipo de referencia en 2019 hasta el rango 1,75%/2,00%.

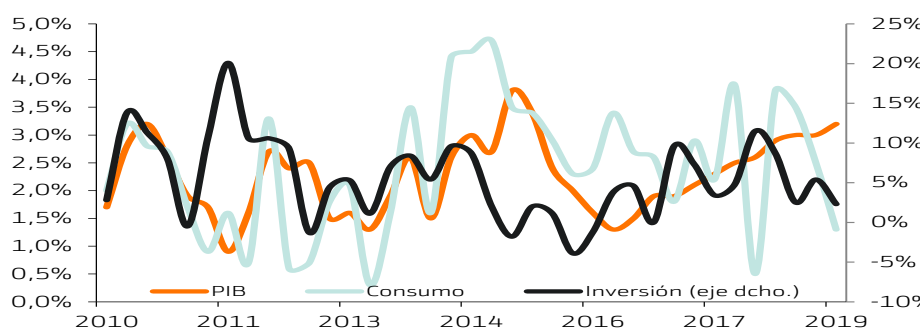
El crecimiento del PIB en 1T'19 (+3,1%) ha sido positivo, pero no tan bueno como parece a primera vista. El PIB está inflado por la acumulación de inventarios. Excluyendo esta partida, -mejor indicador de la demanda final- el crecimiento es más moderado en el trimestre (+2,5%). Además, las exportaciones (+4,8%) podrían verse afectadas en próximos trimestres por la fortaleza del dólar y las disputas comerciales.

El consumo ha perdido impulso en 1T'19: +1,3% vs +2,5% de medida en 2018. La ralentización del consumo puede ser transitoria, pero preocupa la pérdida de vigor y el hecho de que la desaceleración global y las disputas comerciales podrían empezar a pasar factura al empleo. La inversión en vivienda y bienes duraderos registraron tasas negativas en el primer trimestre.

Crecimiento positivo en 1T'19 pero con un patrón más vulnerable

¿Desaceleración transitoria del consumo en 1T'19?

Gráfico 1.8: Evolución del PIB por componentes.



Fuente: Bloomberg.

Los indicadores adelantados apuntan a una moderación del crecimiento en próximos trimestres, sobretudo en el sector industrial. El ISM Manufacturero se situó en mayo en 52,1, nivel mínimo desde octubre 2016. La Confianza del Consumidor ha perdido vigor en comparación con los máximos de 2018, aunque se mantiene en niveles relativamente más resistentes.

Esperamos un crecimiento del PIB de +2,3% para 2019 y +1,9% en 2020. Esta ralentización (+3,0% en 2018) viene motivada por factores tanto internos (fin del efecto positivo de la reforma fiscal de Trump, impacto retardado de las cuatro subidas de tipos aplicadas por la Fed en 2018,...) como externos (disputas comerciales, desaceleración global,...). La Fed ha calificado el ritmo de actividad económica actual como moderada vs sólida en trimestres anteriores.

Los indicadores adelantados apuntan a una pérdida de impulso en próximos trimestres.

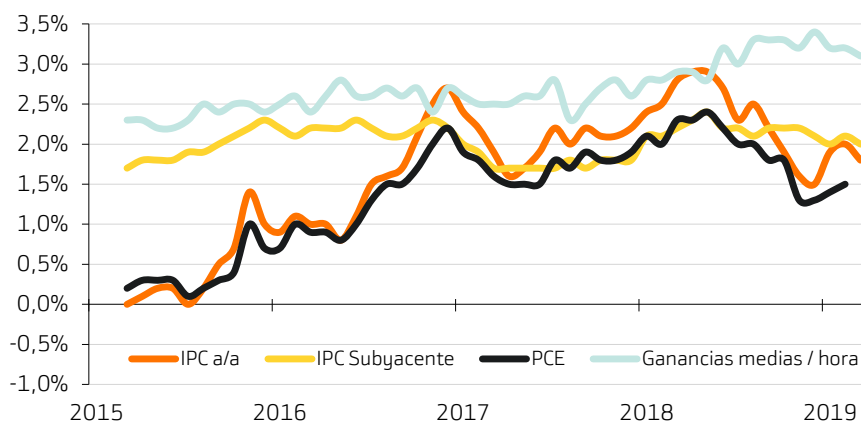
Nueva ralentización del crecimiento en 2020. El ritmo de la actividad pasa a ser moderado vs sólido anteriormente.

Estrategia de Inversión 3T 2019

La Tasa de Paro se encuentra en mínimos de los últimos 50 años (3,6%), pero la creación de empleo se ha enfriado (75K en mayo vs media de 200k en meses anteriores). Los registros mensuales de empleo pueden ser volátiles, pero el dato de mayo ha encendido las alarmas, sobre todo a la vista del débil registro del consumo en 1T'19. Un desempleo en niveles tan bajos no está llevando, de momento, a presiones salariales (+3,1% en mayo), lo que hace pensar que todavía queda capacidad ociosa en el mercado laboral. La tasa de infra-empleo se encuentra en 6,8%.

La creación de empleo se enfría y no emergen presiones salariales

Gráfico 1.9: Inflación y Ganancias Salariales.



Fuente: Bloomberg

La inflación persiste por debajo del objetivo de la Fed. El PCE -medida favorita de inflación de la Fed- se sitúa en 1,5%, alejada del objetivo del banco central del 2,0%. La fortaleza del dólar y la ausencia de presiones salariales no permiten prever un fuerte repunte de la inflación en los próximos meses. En la reciente actualización del cuadro macro, el banco central no prevé llegar a su objetivo de inflación (PCE) hasta el año 2021.

El objetivo de inflación de la Fed parece fuera de su alcance....

El indicador de la Universidad de Michigan sobre expectativas de inflación a largo plazo cayó a su nivel histórico más bajo a principios de junio. La Fed ha enfatizado que su objetivo de inflación del 2% es "simétrico" y no un techo que desencadene una actuación inminente por parte del banco central. Con ello ha dado a entender que estaría dispuesta a tolerar eventuales registros por encima del 2%, sobre todo si son consecuencia de la imposición de tarifas como resultado de las disputas comerciales.

... y las expectativas de inflación a largo plazo tocan mínimos históricos.

En su última reunión (18-19 junio), la Fed mantuvo el tipo de interés de referencia en el rango 2,25%/ 2,50%. La decisión no fue unánime (primera vez en el mandato Powell), ya que uno de los miembros del FOMC (James Bullard de la Fed de St. Louis) votó a favor de un recorte de 25 pb.

En la reunión de junio la Fed preparó el camino para próximas bajadas de tipos.

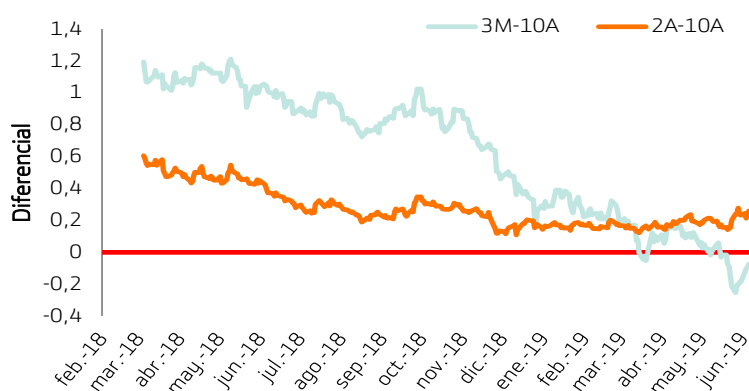
Sin embargo, la Fed lanzó un nuevo mensaje *dovish* (suave): (i) Revisa a la baja su valoración sobre la actividad económica a **moderada desde sólida** en el comunicado anterior. Reconoce que las incertidumbres son crecientes y que se mantiene la ausencia de presiones inflacionistas; (ii) **Elimina la palabra "paciente"** del comunicado e indica que está preparada para actuar de la manera necesaria para mantener la expansión del ciclo; (iii) Pone más énfasis en mantenerse **"dependiente de los datos"** a la

Mensaje dovish: Elimina el adjetivo de "paciente" y se muestra dispuesto a actuar para prolongar la expansión del ciclo.

Estrategia de Inversión 3T 2019

espera de información más determinante de cara a próximas reuniones. Aboga por tener más claridad sobre las perspectivas de crecimiento antes de actuar; (iv) El diagrama de puntos muestra que **8 de 17 miembros del FOMC ven recortes de tipos este año** (8 sin cambios y uno contempla subida). Además, enfatiza que los miembros del FOMC que no ven recortes por el momento, reconocen **que las condiciones para una política monetaria más acomodaticia se han fortalecido**; (v) Está dispuesta a volver a utilizar el balance en caso de que fuese necesario.

Gráfico 1.10: Diferencial curva de tipos americana



Fuente: Bloomberg

Nuestro escenario central contempla dos bajadas de tipos este año hasta el rango 1,75%/2,0%. La primera rebaja podría tener lugar tan pronto como en julio (reunión 30-31 julio). La Fed no quiere arriesgar a actuar demasiado tarde. A pesar de que el mercado laboral permanece fuerte, la inversión empresarial se encuentra débil, existen incertidumbres relativas a las disputas comerciales, el crecimiento global se debilita y la inflación persiste por debajo de su objetivo. Además, la curva de tipos se ha aplanado, llegando a invertirse en algunos tramos de la curva (3 meses y 10 años).

Por otro lado, **Trump ha intensificado su presión hacia la Fed para que baje tipos lo antes posible.** Trump quiere presentarse en la carrera presidencial para ser reelegido en 2020 con unos tipos de interés más bajos -que extiendan la bonanza del ciclo- y con avances en el frente comercial con China - que le encumbre como líder político mundial-.

Nuestro escenario central contempla dos recortes de tipos este año hasta el rango 1,75%/2,0%.

Trump quiere presentarse a las elecciones 2020 con un recorte en tipos y un acuerdo comercial con China

Estrategia de Inversión 3T 2019

Japón: "Sorprendente crecimiento en 1T19 pero la demanda interna se mantiene frágil y las tensiones comerciales y el yen son un riesgo para las exportaciones"

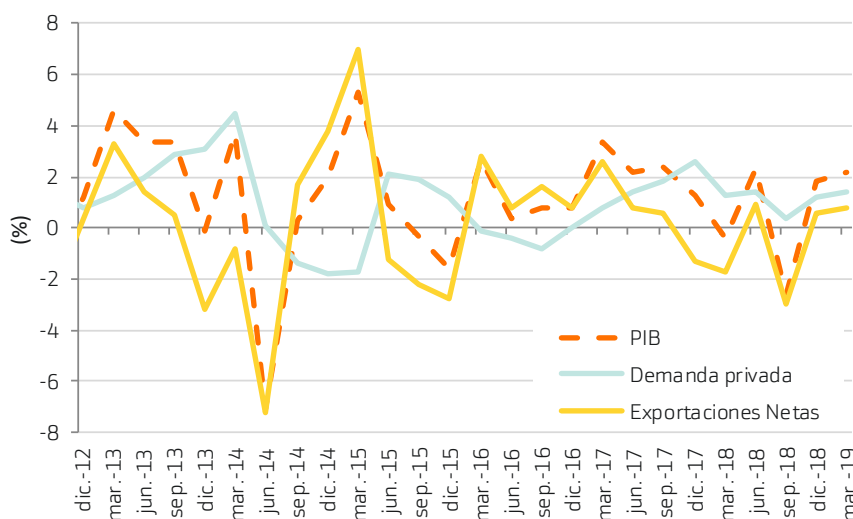
Tras un 2018 afectado por los desastres naturales, la economía japonesa recupera un ritmo de crecimiento en línea con su potencial de largo plazo. El PIB en 1T19 creció +2,2% (a/a). 2019 estará soportado por el sector exterior y el gasto público; la demanda interna privada acusará el previsto aumento del IVA del 8% al 10% en octubre. Las presiones inflacionistas siguen ausentes a pesar de la fortaleza del mercado laboral en una cultura reacia a las subidas de sueldos y salarios y en un entorno de menores precios del crudo y flexibilidad salarial por la mayor participación laboral de mujeres y seniors. En este contexto la política monetaria se mantendrá altamente acomodaticia. El BoJ prevé tipos reales negativos hasta 2020 y reaccionará si la Fed actúa agresivamente. En un entorno reciente de mayores tensiones geopolíticas y comerciales, el yen ha recuperado atractivo 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 122/128 en 2019 y en 128/135 en 2020.

Como esperábamos, en 2019 la economía de Japón recupera un ritmo de crecimiento en línea con su potencial de largo plazo¹. Unas condiciones financieras altamente acomodaticias y la inversión pública de cara a las Olimpiadas de Tokio en 2020 apoyan unas perspectivas de crecimiento moderado pero positivo.

Tras un aumento del PIB anualizado de +1,8% en 4T18, el crecimiento del PIB mantuvo la senda positiva en 1T19 con un registro anualizado de +2,2%. Las inversiones (+0,3% t/t) de cara a las Olimpiadas de Tokio 2020 y para la automatización de los procesos industriales y el sector exterior (exportaciones netas +0,4% t/t) impulsaron el crecimiento. La caída del Consumo Privado (-0,1% t/t) y de las Importaciones (-4,6% t/t), con todo, mostraron la fragilidad de la demanda interna.

En 1T19 el PIB mantuvo la senda positiva con un crecimiento anualizado de +2,2%. En 2019 avanzará en línea con su potencial de largo plazo apoyado en el sector exterior y el gasto público. 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.

Gráfico 1.11: Evolución del PIB (t/t) y principales componentes.-



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 3T 2019

En 2019 el crecimiento económico se apoyará en el gasto público y las exportaciones, mientras la demanda interna del sector privado tenderá a desacelerarse afectado por la prevista subida en el IVA y un menor ritmo inversor. El gasto público se verá impulsado por las inversiones para paliar los desastres naturales de 2018, las Olimpiadas y las medidas contra cíclicas para paliar el impacto de la subida del IVA. Las exportaciones recuperarán su senda ascendente, una vez disipadas las disrupciones por los desastres naturales, de la mano de un crecimiento moderado del comercio mundial y un ligero aumento de la cuota de mercado de las exportaciones japonesas.

El crecimiento del PIB en 1T19 mantiene la expectativa de la subida del IVA en octubre tras dudas por la debilidad del contexto global. El proyecto de una subida del 8% al 10%, con la excepción de Alimentación y Bebidas y periódicos que verán su tipo reducido, introduce un factor de riesgo e incertidumbre. Esperamos que el impacto sea menor que en la anterior subida del IVA en 2014. 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.

El mercado laboral se mantiene fuerte con una tasa de desempleo en abril del 2,4% 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 en los 4 primeros meses del año (-0,1% en términos anualizados en abril).

El IPC se mantiene extremadamente bajo a pesar de la expansión económica positiva y la fortaleza del mercado laboral. El IPC se situó en abril en +0,9% y la tasa subyacente en +0,6%. 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 una sostenida expansión de la base monetaria. Este enfoque ultraconservador y la disminución de las incertidumbres globales contribuirán a frenar la apreciación del yen. El cruce euro/yen ha bajado -3,2% en 2019 hasta 121.80€/¥, en un entorno de reactivación de riesgos geopolíticos y comerciales. Por fundamentales, el JPY debería depreciarse, pero el ritmo será pausado y dependiente del entorno de riesgo global. Prevedemos que el euro/yen se situará en el rango 122/128 en 2019 y en 128/135 en 2020.

Mantenemos intactas nuestras estimaciones del PIB en +0,8% para 2019 y 2020. Prevedemos un IPC de +1,1% en 2019 y +1,4% en 2020 (vs +1,0% y +1,3% anteriormente).

¹El BoJ estima un potencial de crecimiento estructural de +0,5/+1,0%.

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

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

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

Con una política monetaria extremadamente laxa y menor aversión al riesgo, el yen debería depreciarse suavemente. Según nuestras estimaciones el cruce euro/yen se situará en el rango 122/128 en 2019 y en 128/135 en 2020.

Estrategia de Inversión 3T 2019

Emergentes: "Las oportunidades persisten, pero se concentran en India y Brasil."

Son muchos los factores que impulsarán a los mercados emergentes durante los próximos meses. Entre otros: la postura más acomodaticia de la Fed, la aceptación de que la tensión comercial no se diluirá próximamente, la búsqueda de rentabilidad y unos múltiplos de valoración contenidos acompañados de unas expectativas de beneficios similares a la de otros selectivos. Sin embargo, nuestra estrategia de inversión sigue centrada en India y Brasil. Geografías donde las reformas estructurales impulsarán el crecimiento económico y favorecerán una positiva evolución de las bolsas.

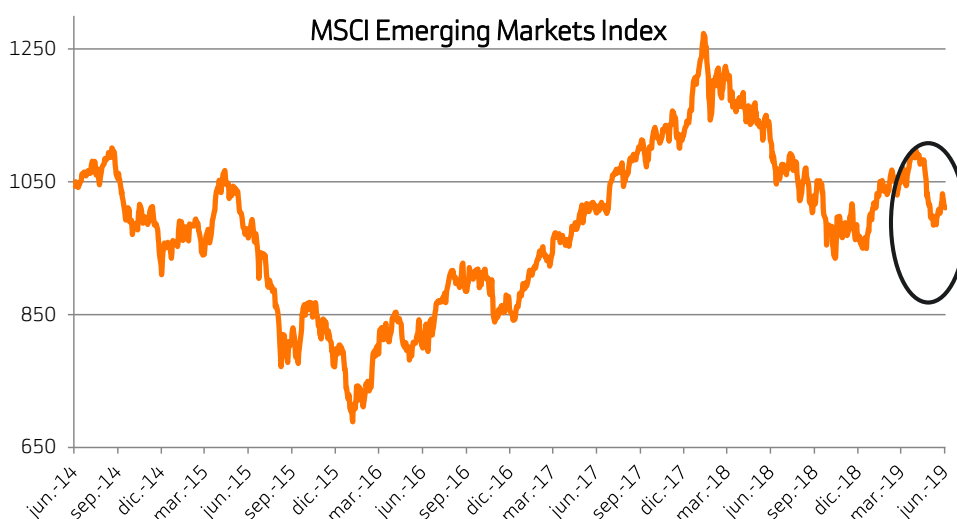
Tras un mes de mayo complicado, junio parece ser la antesala a una **mejor evolución para los mercados emergentes**. La actitud más **dovish (suave) de la Fed** será un punto clave para este desenlace, pero no el único. La cronificación de la **tensión comercial** es un hecho que el mercado parece haber aceptado con deportividad. Sin olvidar que la búsqueda de rentabilidad favorecerá la entrada de flujos hacia las bolsas emergentes. Especialmente en un momento en que los **múltiplos de valoración son claramente inferiores** y los crecimientos esperados de beneficios similares a los de los índices de países desarrollados. El PER'20 del MSCI Emerging Markets se sitúa en 11,1x y se estima un avance de beneficio de +11% vs. 15,6x y 11% respectivamente para el S&P500 y 12'4x y +10% para el Eurostoxx 50. Todo ello acompañado de unas perspectivas de crecimiento mayores y crecientes. El FMI estima que los emergentes crecerán +4,4% en 2019 y +4,8% en 2020 vs. +1,8% y +1,7% respectivamente en el caso de los desarrollados.

En cualquier caso, seguimos siendo tremendamente selectivos. Favorecemos, como es habitual, la prudencia y la preservación de capital. **Por ello, nuestra estrategia de inversión sigue centrado sólo en India y en Brasil**. Pensamos que los riesgos superan lo aconsejable tanto en China como en Rusia.

La evolución de los mercados emergentes ganará inercia ante: la postura dovish de la Fed, la cronificación de la tensión comercial, unos múltiplos de valoración contenidos y unos beneficios esperados similares a los de otros selectivos

Ahora bien, ser selectivos es la clave del éxito. Nuestra estrategia de inversión se centra sólo en India y Brasil.

Gráfico 1.12: Evolución del índice MSCI Emerging Markets.-



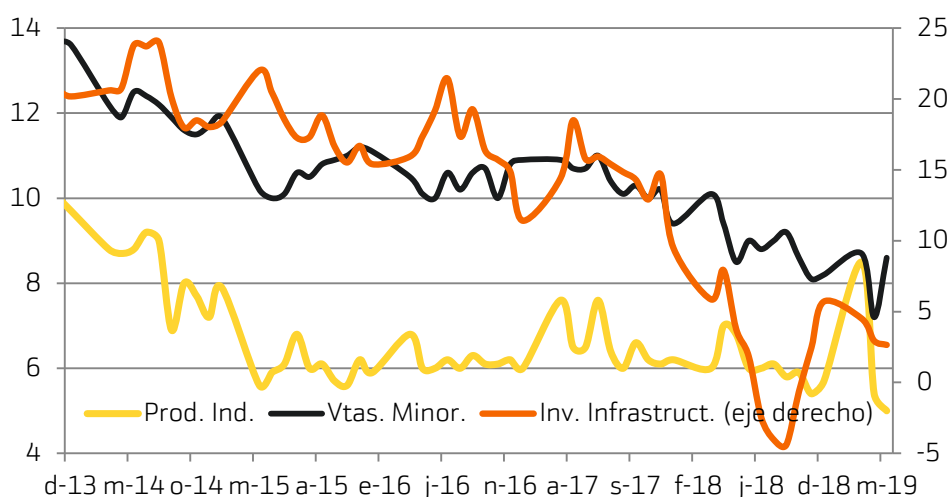
Fuente: Bloomberg

Estrategia de Inversión 3T 2019

Mantenemos nuestra estrategia de inversión fuera de China. Estimamos una **ralentización progresiva de su crecimiento entre 2019 y 2021**. De tal manera que su PIB crecerá este año +6,2%, +6,0% en 2020 y +5,8% en 2021. Muchos de los motores tradicionales de crecimiento seguirán mostrando síntomas de debilidad. El **principal riesgo sigue siendo el proteccionismo**. No sólo por suponer un freno claro sobre el sector exterior, sino también por sus efectos sobre los niveles de confianza, tanto en el consumidor extranjero como en el doméstico. El consumo interno se frenará y las entradas de capitales extranjeros se moderarán. La reciente caída de las importaciones es una prueba clara del debilitamiento de la demanda interna. Todo ello acompañado por una caída gradual de la inversión en infraestructuras y de la pérdida de vigor de la producción industrial.

China presenta elevados riesgos que desaconsejan la toma de posiciones en el país.

Gráfico 1.14: Evolución de indicadores adelantados en China.-



Fuente: Bloomberg

Conviene recordar que EE.UU. decidió recientemente subir aranceles, hasta 25% desde 10%, sobre 200.000M\$ de importaciones chinas. Y **no descartamos que los aranceles acaben extendiéndose a 325.000M\$** de importaciones adicionales actualmente sin gravar. En nuestra opinión, la **tensión comercial no se solucionará a corto plazo**. Permanecerá abierta al menos hasta las elecciones de noviembre de 2020. Probablemente la administración estadounidense empleará este asunto como arma electoral. Además, insistimos en que el principal caballo de batalla en este frente es la tecnología. EE.UU. quiere evitar que China se convierta en una gran potencia tecnológica con acceso a información sensible. Sin embargo, esta reconversión es clave para China, lo que dificulta enormemente el acercamiento de posturas entre ambos países. La tensión permanecerá y **se cerrarán tan sólo acuerdos parciales**.

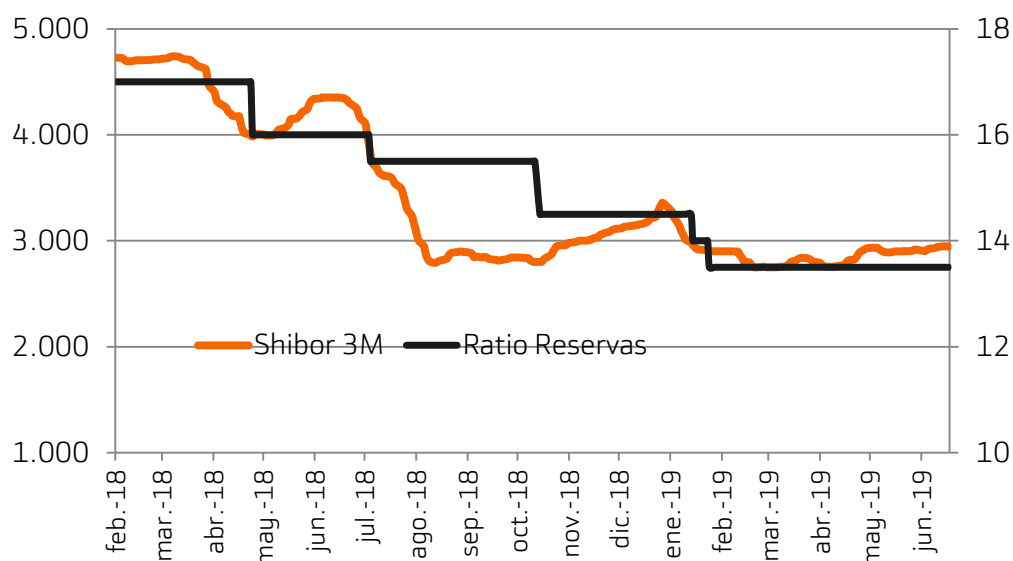
El proteccionismo sigue siendo el principal reto. Por sus efectos en el sector exterior y en los niveles de confianza de los consumidores domésticos e inversores extranjeros.

Estrategia de Inversión 3T 2019

En este escenario, el gran factor de apoyo seguirá siendo la **política de estímulos introducida por las autoridades chinas**. Estas medidas conseguirán evitar un aterrizaje brusco de la economía y contrarrestar la pérdida de inercia que ya venimos observando. Entre otros, el gobierno favorecerá la inversión en infraestructuras, nuevos recortes en ratio de reservas (que acumula cinco bajadas desde principios de 2018) o medidas de apoyo al sector financiero.

Las medidas de estímulo serán vitales para evitar un aterrizaje brusco de la economía

Gráfico 1.15: Recorte requerimiento reservas por el PBoc.-



Fuente: Bloomberg

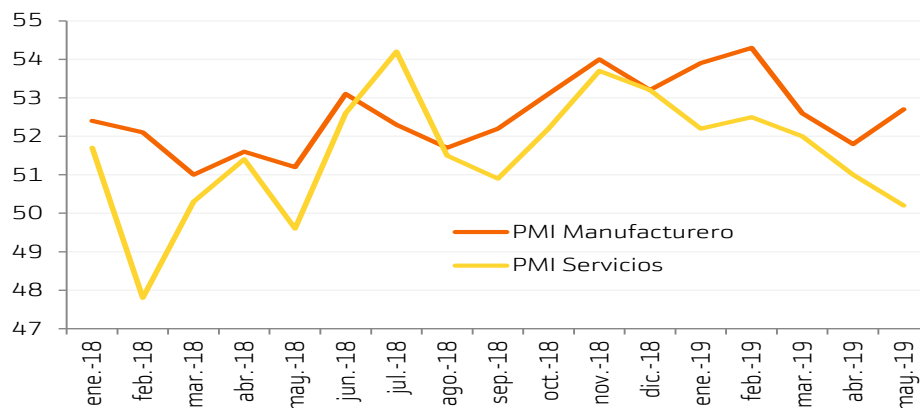
Nuestra visión es más constructiva respecto a India. El partido de Modi (BJP, Bharatiya Janata Party) conseguía superar con éxito las elecciones nacionales. Su mayoría es incluso más amplia que en 2014. Con ello, se cierra el principal frente de riesgo sobre la economía india. Anticipamos que **Modi retomará la agenda reformista** y volverá a actuar para mejorar la economía rural, las infraestructuras, el empleo, el sistema fiscal y el financiero. **Con ello, el PIB se acelerará de tal forma** que, tras un 1T19 muy débil (+5,8%), cerrará 2019 con una tasa de +6,8% que aumentará hasta +7,5% en 2020 y +7,6% en 2021.

Tras su victoria electoral, Modi retomará la agenda reformista. Con ello, el PIB volverá a acelerarse hasta superar el umbral de 7,0%.

Además, esta menor incertidumbre política favorecerá una **mejora en los niveles de confianza**. Eso provocará que las inversiones se aceleren, no sólo por parte del sector público, sino también por parte de los inversores privados. Tanto domésticos como extranjeros. Especialmente en el sector manufacturero a la luz de unos niveles de capacidad utilizada que avanzan con fuerza. En un escenario de tensión comercial entre EE.UU. y China, muchos inversores están diversificando sus cadenas de suministro y establecen como punto de entrada a Asia, India en detrimento de China.

La mejora de la confianza espoleará la inversión y el consumo. Además, el fuerte crecimiento esperado para los beneficios empresariales favorecerá el buen comportamiento de la bolsa india.

Una **demografía favorable**, que contrasta con el envejecimiento poblacional en otras áreas como Europa, un **mayor consumo** favorecido por el aumento de los niveles de renta y el **crecimiento esperado de beneficios empresariales** (+47% en 2019 y +17% en 2020 tras caer -5% en 2018) también favorecerán esa mejora económica, que debería mantener sostenida la bolsa india.

Gráfico 1.16: Evolución PMI Manufacturero y de Servicios.-

Fuente: Reuters

Finalmente, **la política monetaria seguirá siendo un claro factor de apoyo.** Después de recortar el tipo director en tres ocasiones este año, no esperamos más recortes hasta finales de 2020. Sin embargo, la inflación seguirá por debajo del objetivo del RBI (4% +/- 2%) por lo que el banco central podría tomar otra serie de medidas (por ejemplo, los *swaps* de divisas) para reducir los tipos de interés a corto plazo.

Como principales retos, destacamos dos. Por un lado, **el precio del petróleo,** que avanza +20% en lo que llevamos de año. India es un importador neto de crudo. Por ello, una tendencia alcista en los precios de la materia prima provoca una ampliación de su déficit por cuenta corriente. Sin embargo, desde mediados de mayo el petróleo acumula una caída de -14%. En nuestra opinión, a corto plazo la volatilidad será la constante en los precios del crudo. Sin embargo, a medio plazo su tendencia será bajista ante la ralentización del crecimiento global y una mayor producción por parte de EE.UU.

Por otro lado, **EE.UU. ha retirado el trato preferente que recibía India dentro del GSP (Generalized System of Preferences).** Bajo este sistema se fijaba un umbral de 5.600M\$ de importaciones libres de aranceles. Ahora bien, el impacto de esta retirada será limitado porque los productos afectados se limitan a una pequeña parte de las exportaciones indias, alrededor del 10%. Lo que resulta más preocupante no son tanto las consecuencias directas, sino el tensionamiento en las relaciones políticas entre ambas naciones. Especialmente después de que India haya anunciado la imposición de aranceles a algunos bienes importados desde EE.UU. Sin embargo, no estimamos un deterioro significativo en el corto/medio plazo capaz de eclipsar los beneficios derivados de las reformas que esperamos.

Por todo ello, **seguimos recomendamos tomar exposición al país** en el caso de los clientes con mayor tolerancia al riesgo.

Brasil sigue entre nuestras recomendaciones de inversión. La economía brasileña ha mostrado signos claros de ralentización en el primer trimestre del año. Entre los principales retos del país se encuentra, el alto desempleo, los bajos niveles de capacidad utilizada y una gran capacidad ociosa. Sin embargo, **nuestras estimaciones anticipan una aceleración de la**

Los principales retos, precio del petróleo y proteccionismo, tendrán efectos contenidos sobre la economía.

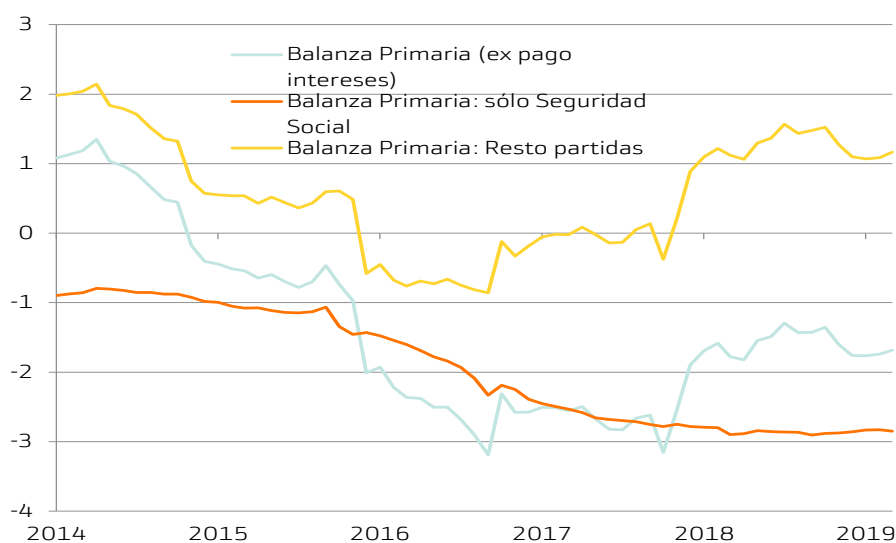
La reforma parcial del sistema de pensiones generará ahorros relevantes y ayudará a reconducir la situación macro de Brasil

Estrategia de Inversión 3T 2019

economía en 2020 y 2021. En esos años nuestra proyección para el PIB es de +2,6% y +2,8%.

El motivo tras esta reactivación serán los **avances que esperamos en las reformas planteadas en el país**. Especialmente para **la reforma del sistema de pensiones**. Conviene recordar que supondría un ahorro de alrededor de 1Bn de reales (unos 230.000M€) en los próximos 10 años. Algo nada despreciable si tenemos en cuenta que el déficit primario del país se sitúa en -1,7% sobre el PIB. El sistema de Seguridad Social registra un déficit de -2,8% mientras el resto de partidas disfrutan de un superávit de +1,2%.

Gráfico 1.17: Balanza Primaria Brasil.-



Fuente: OCDE

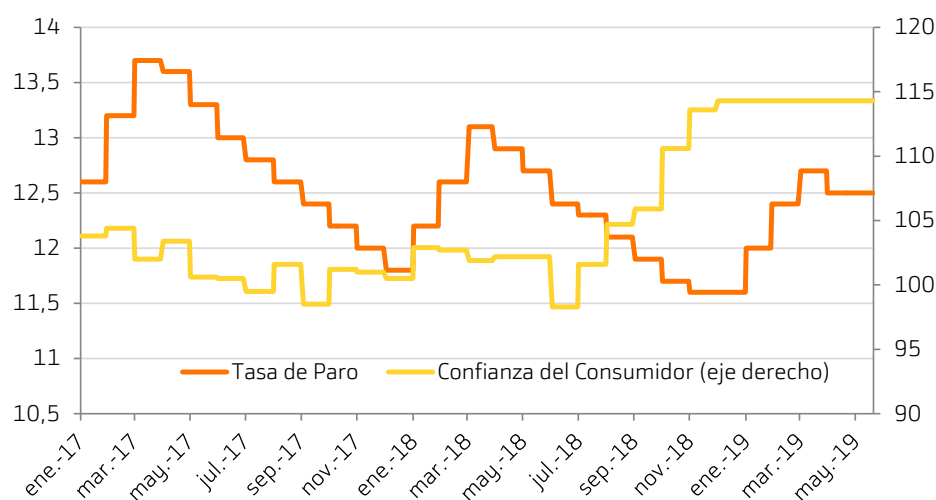
Seguimos defendiendo que **el ejecutivo brasileño conseguirá implementar una reforma parcial** del sistema de pensiones. Lograr una reforma profunda y radical del sistema parece a priori complicado. El ejecutivo no ostenta la mayoría necesaria en las cámaras para introducir cambios que implican modificar parcialmente la Constitución. Ahora bien, esto bastará para moderar el déficit. Y también **para espolear los niveles de confianza del país**, lo que contribuirá a mejorar la situación del empleo, a reactivar la entrada de fondos hacia el país y a estimular las inversiones.

Estrategia de Inversión 3T 2019

Finalmente, la política monetaria será otro pilar de respaldo a la economía del país. La inflación se mantiene controlada y por debajo del objetivo del banco central (4%). Con ello, lo más previsible es el mantenimiento de un sesgo acomodaticio a la espera de que se produzcan las reformas y la economía, efectivamente, se reactive. Momento en el cual podríamos ver una subida en la tasa Selic.

Una inflación controlada facilita una postura dovish por parte del banco central

Gráfico 1.17: Tasa de paro y Confianza del Consumidor.-



Fuente: Bloomberg

Respecto a Rusia, seguimos recomendando no tomar posiciones en el país. El binomio rentabilidad-riesgo no nos parece atractivo. De hecho, **revisamos nuestras estimaciones de PIB a la baja** este año, hasta +1,2% en 2019 (desde +1,6% anterior), y estimamos tasas inferiores al +2,0% en 2020 y 2021.

La economía rusa se verá afectada por **el ajuste bajista que estimamos para los precios del petróleo a medio plazo**. La ralentización de la economía global y el aumento de producción por parte de EE.UU. pesarán sobre el crudo. Además, la moderación de la demanda doméstica tampoco ayudará a espolear el crecimiento. La subida del IVA a principios de año, la ralentización del crecimiento global y la ralentización de las exportaciones tampoco ayudarán. La parte positiva es la tendencia bajista que empieza a vislumbrarse por el lado de los precios. Una inflación contenida, junto con la reciente apreciación del rublo, permitirán al banco central implementar una política monetaria acomodaticia. No descartamos ver nuevos recortes del tipo director este año.

Seguimos fuera de Rusia. La economía perderá vigor penalizada por los menores precios del crudo y la moderación de las exportaciones y la demanda doméstica

En conclusión, entre los BRICs, **nuestras recomendaciones de inversión entre las economías emergentes siguen concentradas únicamente en Brasil e India.**

Estrategia de Inversión 3T 2019

Recomendamos reducir exposición a México. La economía del país se encuentra inmersa en una clara desaceleración económica que comenzó en 2016 y que podría llevar al PIB a crecer un +1,6% en 2019 (desde el +2,0% en 2018 y +3,3% en 2015), para mantenerse estable en torno al +1,7% en 2020. Dichas estimaciones se basan en:

- 1) **Caída en la producción de petróleo**, que esperamos que continúe en los próximos años. La obsolescencia de las instalaciones del país, que tienen cada vez menos capacidad para extraer y refinar la materia prima, ha llevado a México a importar el 75% de gasolinas y diésel a finales de 2018 (vs. 50% en 2011). La petrolera estatal, Pemex, se encuentra en una situación financiera muy delicada y no tiene capacidad inversora. Revertir esta situación requeriría importantes inversiones por parte del gobierno.
- 2) No descartamos una **reducción del gasto público**, que afectaría al crecimiento económico del país. El Gobierno se ha comprometido a mantener el endeudamiento del país en el 45% sobre el PIB, sin subir impuestos. Esto no es tarea fácil teniendo en cuenta que México tuvo un déficit fiscal del 1,9% sobre el PIB en 2018 y que los ingresos del petróleo deberían tender a reducirse. La otra opción que se plantea al gobierno es una reforma fiscal, dirigida sobre todo a reducir la evasión.
- 3) Aunque los **posibles aranceles** de EEUU a las exportaciones mexicanas han quedado en "stand by", la posibilidad de que finalmente se impongan no está totalmente descartada. Esta incertidumbre podría frenar las inversiones en México, dado que EEUU es el destino del 80% de sus exportaciones.

La menor producción de petróleo continuará lastrando la economía mexicana.

No descartamos una reducción del gasto público, que afectaría al crecimiento económico del país.

Los posibles aranceles de EE. UU. son una fuente adicional de incertidumbre.

El menor crecimiento de los precios de la gasolina debería llevar a la **inflación** a moderarse hasta el +3,9% en 2019 y +3,3% en 2020 (vs. +4,9% en 2018) que, unido a una desaceleración económica, podría llevar al Banco de México a rebajar los tipos de interés del 8,25% actual al 8,00% a final de año.

El deterioro de las finanzas mexicanas ha sido recientemente ratificado por las agencias de rating: i) Fitch rebajó a principios de junio el rating de México desde BBB+ hasta BBB y la perspectiva a Estable desde Negativa respectivamente; y ii) Moody's confirmó el rating A3, pero bajo la perspectiva desde Estable a Negativa.

Turquía

El pasado trimestre Turquía tuvo un respiro económico al crecer su PIB un +1,3% vs 4Q18 (aunque en términos anuales siguió en terreno negativo), después de tres trimestres consecutivos de caídas. Para afrontar el calendario electoral el presidente Erdogan ordenó a los bancos estatales que prestaran con mayor facilidad, lo que reactivó la economía sobre todo en el sector exportador. Aun así, **el país no está fuera de peligro: la inflación anual es del 19%, el desempleo está a niveles del 15%** y el saldo por cuenta corriente continúa dando quebraderos de cabeza. Turquía necesita de los inversores extranjeros para financiarse y lo debe de hacer en divisa extranjera, precisamente en un momento en el que la Lira Turca está especialmente débil. La parte positiva de esta situación es que se espera una buena temporada turística (los ingresos por turismo ya estaban creciendo un +12% en 1T19).

La amenaza de sanciones a Turquía por parte de EE. UU sigue vigente...





Estrategia de Inversión 3T 2019

¿Y qué va a pasar? A pesar de que la oposición ha ganado las elecciones en las tres principales ciudades, el instinto populista del presidente junto con su crítica continuada del Banco Central de Turquía y sus altos tipos de interés (24%), no augura una agenda reformista, pero puede que no le quede más remedio. Si tras la cumbre del G-20 Turquía decide continuar con su compra de misiles rusos, EE.UU., podría sancionar otra vez al país, aumentando las dificultades económicas. El consenso es que la economía turca vuelva a caer en 2019 (-1,5%) para por fin recuperarse en 2020 (+2,5%), pero una nueva ronda de sanciones empeoraría este escenario. Si el presidente Erdogan continúa con su retórica combativa, es probable que el resultado sea justo el contrario: que Turquía tenga que acudir al Fondo Monetario Internacional para recibir ayuda financiera, lo que supondría implementar un paquete reformas que echaría al traste con su política de "una Turquía fuerte e independiente".

...y si se producen puede que Turquía tenga que pedir ayuda al FMI.

Estrategia de Inversión 3T 2019

Perspectivas para las principales divisas

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2019)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,11/1,17	La Fed prepara el camino para bajar tipos con el objetivo de prolongar la expansión del ciclo americano. Esperamos dos recortes en 2019 hasta el rango 1,75%2,0%. Esto debería debilitar al dólar puesto que estrecharía su diferencial de tipos con la UEM. Además, la vuelta a un tono más constructivo en las negociaciones comerciales, restaría atractivo al dólar como moneda refugio. Sin embargo, esperamos que esta debilidad no sea muy acusada. El menor crecimiento económico en la UEM y la actitud <i>dovish</i> del BCE restarán impulso al euro. Estimamos un rango para finales de 2019 en 1,11/1,17 y 1,14/1,20 para 2020	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 (T-Note +2,1%, Bund -0,28% vs. Bono 10 años japonés -0,14%). Los riesgos abiertos también favorecen al yen. Estimamos el cruce euro/yen en el rango 122/128 en 2019 y en 128/135 para 2020.	Depreciatoria 
Franco Suizo	1,10/1,15	Las perspectivas económicas son más débiles y el SNB mantendrá su política monetaria expansiva para depreciar el Franco, que ha actuado como valor refugio. Un entorno europeo debilitado lo hará más complicado, pero el SNB tendrá capacidad para aumentar sus reservas de divisa extranjera. De esta forma estimamos mejorará su competitividad económica (Sector Exterior). En este contexto estimamos un rango €/CHF de 1,10/1,15.	Lateral 
Libra	0,85/0,90	A pesar del proceso del <i>Brexit</i> , la libra se sigue mantenido en niveles aceptables. Si bien es cierto que acumula una severa depreciación (-16%) desde el referéndum de jun.'16, cabe destacar que, en lo que llevamos de año la libra se ha mantenido en el rango lateral de 0,85/€-0,90/€. Dada la escasa visibilidad del escenario a futuro, mantenemos el mismo rango (0,85/0,90) para 2019 y 2020, al menos hasta conocer nuevos detalles sobre el desenlace final del proceso. Dicho esto, recordamos que antes del referéndum la cotización estaba en 0,76/€ y por tanto, en caso de un desenlace final constructivo, podríamos asistir a una apreciación significativa de la divisa.	Lateral 

2. España y Portugal.

2.1. España: "Ralentización del crecimiento hacia el potencial"

La economía española crecerá un 2,2% en 2019e y un 1,9% en 2020e. Estas tasas suponen una desaceleración importante en relación a los crecimientos de los últimos 4 años pero permiten mantener un diferencial de crecimiento con los países del entorno. La corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos de la década pasada es, sin duda, el mejor aval para poder sortear la situación de debilitamiento económico global. La tasa de ahorro en mínimos históricos es el principal riesgo interno al crecimiento mientras que la ralentización del comercio global puede poner presión al sector exportador que supone el 34% del PIB.

El crecimiento del PIB de España se desacelerará hasta el **+2,2% en 2019e, +1,9% en 2020e y +1,7% en 2021e**, según nuestras estimaciones, tras el +2,6% presentado en 2018. Tras la reducción de la brecha de producción (output gap) desde 2013, el crecimiento real será ligeramente superior al crecimiento potencial en los dos próximos años, para converger en 2021e en el +1,7%. España sigue, por tanto, creciendo más que el conjunto de los países de la Eurozona: el diferencial ascenderá a +1pp en 2019 y se reducirá a +0,6pp y +0,3pp en 2020e y 2021e, respectivamente. Recordemos que en el periodo 2009-2014 se generó un diferencial de crecimiento favorable a la Eurozona de 8pp, de los cuales se han absorbido 3,5pp entre 2015 y 2018.

Desaceleración moderada del crecimiento económico pero superando el de la Eurozona

La demanda nacional seguirá siendo el mayor contribuidor al crecimiento, aportando **+2,2pp en 2019e, +2,0pp en 2020e y +1,7pp en 2021e**. La aportación del sector exterior oscilará entre -0,1pp y +0,1pp debido a la debilidad de los principales socios comerciales de España. El 66% de las exportaciones de 2018 tuvieron como destino la Unión Europea y, concretamente, un 15% Francia, un 11% Alemania, un 8% Italia y un 7% Reino Unido y Portugal.

La demanda nacional será quien aguante el crecimiento

El consumo privado se ralentizará hasta **+1,7% en 2019e, +1,6% en 2020e y +1,4% en 2021e** frente a +2,3% en 2018. Las causas de este menor aumento serán, a nuestro juicio: (a) un menor crecimiento del empleo, (b) una paulatina recomposición de la tasa de ahorro y (c) el final del efecto "demanda embalsada".

El consumo privado se ralentizará hasta el 1,7% en 2019e....

El consumo público también experimentará un menor crecimiento en los próximos ejercicios. Según nuestras estimaciones, aumentará un **+1,8% en 2019e, +1,3% en 2020e y +1,2% en 2021e** teniendo en cuenta que en la Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022 se estima una reducción de los gastos totales de las administraciones públicas hasta el 40,7% del PIB en 2021e desde el 41,3% de 2018 y del consumo público hasta el 18,0% en 2021e desde el 18,4% en 2018.

... como también lo hará el consumo público.

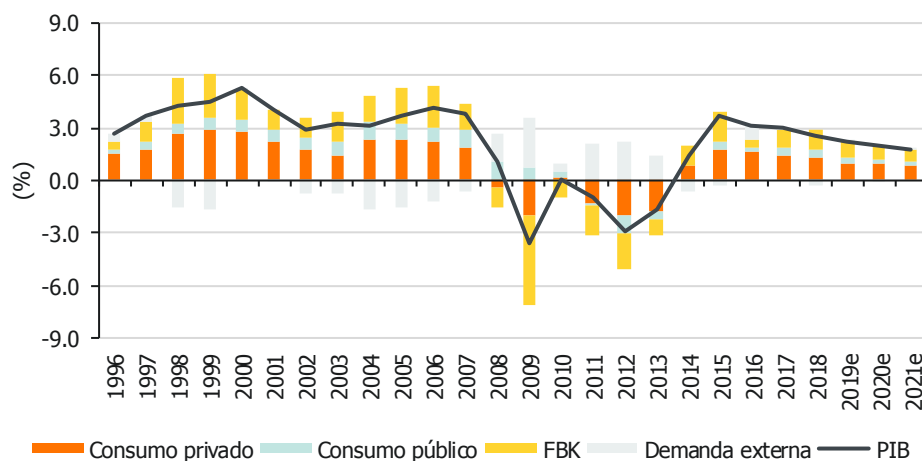
La formación bruta de capital fijo será la partida más dinámica en los próximos ejercicios con crecimientos esperados del **+4,2% en 2019e, +3,8% en 2020e y +2,9% en 2021e** en comparación con +5,3% en 2018. Todos sus componentes tendrán asimismo un comportamiento positivo. Por un lado, el elevado grado de utilización de la capacidad productiva en la industria (79,5% en 3T19 vs. máximo de 82,5% en 4T06 y mínimo de 70,6% en 4T09), junto con una baja inversión entre 2009 y 2017 (equivalente al 59,8% del excedente bruto de explotación frente al 84,3% de media entre 2000 y 2008), un balance razonablemente saneado (3,1x

La FBK crecerá un +4,2% en 2019e

Estrategia de Inversión 3T 2019

sobre EBE en 2018 vs. 6,4x en 2007) y unas condiciones financieras favorables deberían sustentar la inversión en bienes de equipo. El crecimiento de los hogares (pro-cíclico debido a la inmigración), el aumento del empleo y la subida de salarios, así como las condiciones financieras laxas deberían apoyar la inversión en construcción residencial.

Gráfico 2.1. Evolución componentes de PIB



Fuente: INE y Análisis Bankinter

El empleo tendrá una evolución también positiva, aunque menos dinámica en los ejercicios precedentes. Así, esperamos una creación de empleo del +2.1% de media en 2019e (404.000 puestos de trabajo), +1,5% en 2020e (293.000 puestos de trabajo) y del +1.2% en 2021 (243.900 puestos). El dato de la EPA del 1T19 presentó un aumento anual de 596.000 empleos a/a (+3,2%). Con estas estimaciones, la tasa de paro debería descender hasta el 13,6% en 4T19e (14,0% de media en 2019e), 12,8% en 4T20e (13,0% de media en 2020e) y 12,1% en 4T21 (12,2% de media en 2021e) en comparación con el 14,7% de 1T19.

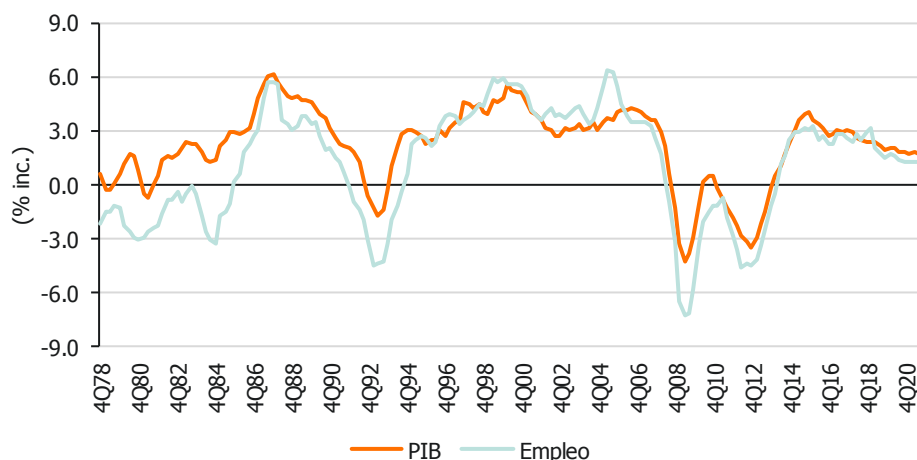
Según nuestras estimaciones, el punto muerto de la creación de empleo se encuentra en un crecimiento del 0,67% del PIB. Este punto muerto se ha reducido en las últimas cuatro décadas con la transformación de la economía española y las reformas laborales hacia una mayor liberalización del mercado de trabajo. Así, en la década de los 80, el punto muerto para la creación de empleo era un aumento del +2,9% del PIB; en la década de los 90 se redujo a un +1,6% con la caída del peso de la industria; en la primera década del S. XXI disminuyó hasta el +0,8% y las últimas reformas lo han rebajado al 0,67% mencionado anteriormente.

Esta reflexión sobre el empleo tiene consecuencias sobre distintos sectores de actividad: en primer lugar, sobre el sector inmobiliario porque en tanto en cuanto el empleo siga creciendo, los flujos de migración serán positivos y habrá creación de hogares y, en consecuencia, demanda de vivienda; en segundo lugar, sobre el sector financiero y la morosidad, correlacionada con la destrucción de empleo.

El empleo seguirá creciendo y la tasa de paro se reducirá hasta el 13,6% en 4T19

Estrategia de Inversión 3T 2019

Gráfico 2.2. PIB vs. Empleo



Fuente: INE y Análisis Bankinter

Además del crecimiento del empleo, el aumento de los salarios debería mejorar la remuneración del factor trabajo. Tras unos años en los que el foco ha sido reducir los costes laborales unitarios para ganar competitividad, **la remuneración por asalariado ha empezado a dar muestras de un mayor vigor con un aumento del +1,3% en 1T19 según los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral**. Este factor también es importante porque el incremento de las remuneraciones salariales derivado de aumentos en los salarios tiene una menor propensión al consumo que el derivado de la creación de puestos de trabajo y, por tanto, deberíamos observar una cierta recomposición de la tasa de ahorro.

¿Ralentización o recesión a la vista?

Los indicadores de alta frecuencia, tanto de oferta como de demanda, han mostrado signos de debilidad principalmente desde el verano de 2019: producción industrial, consumo de electricidad, ventas minoristas, todos ellos han mostrado desaceleración e incluso datos negativos. Sin embargo, no se han observado caídas similares a las vistas durante el periodo 2008-2013. Pensamos que hoy en día, **España está más preparada que en 2007 para afrontar las consecuencias de una desaceleración de la economía mundial porque ha corregido tres grandes desequilibrios macroeconómicos** que hicieron más profunda la crisis en nuestro país: (a) la elevada inversión en construcción residencial y la burbuja inmobiliaria, (b) el elevado endeudamiento del sector privado, tanto hogares como empresas y (c) el déficit por cuenta corriente.

- a) **La inversión en construcción residencial:** Desde los máximos de 2006, año en el que representó un 12,1% del PIB, se redujo hasta cifras cercanas a los mínimos históricos en 2013 (4,1% del PIB). Durante el periodo de ajuste (2008-2014), cayó un 55% y fue la responsable del 82% de la contracción total del PIB en dicho periodo (6,5pp de un total de 7,9pp). La recuperación desde mínimos ha sido menos vigorosa que en anteriores crisis, aunque su participación en el PIB ha subido hasta el 5,6% en 2018. **Este ajuste del sector implica que, aún en un nuevo escenario recesivista para el mismo, su impacto en la evolución del PIB sería mucho más moderado: una caída del 50% de esta rúbrica**

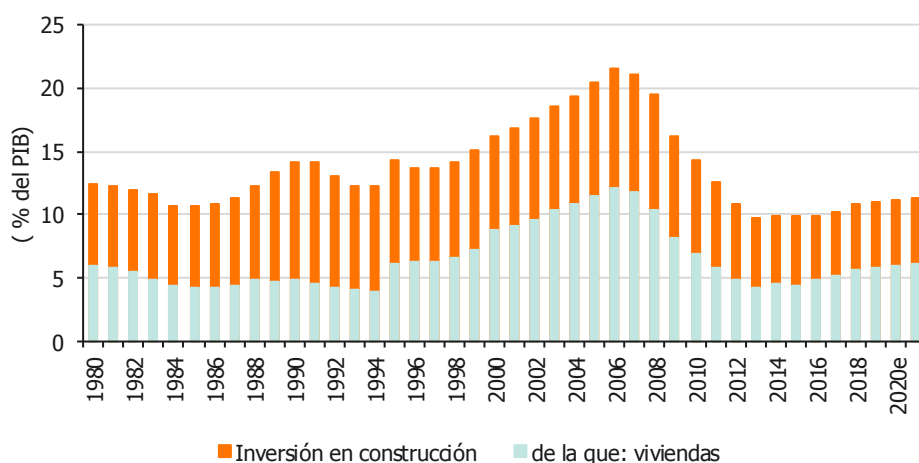
La corrección de los desequilibrios macroeconómicos ha fortalecido la economía española y la ha hecho más resistente a shocks adversos

La inversión en construcción residencial, cuya caída supuso más del 80% de la contracción del PIB durante la crisis, solo representa un 5,6% del PIB

Estrategia de Inversión 3T 2019

impactaría menos de 3pp en el PIB. De todos modos, **no pensamos que estemos ante una nueva crisis inmobiliaria**: (1) desde el punto de vista de la demanda, la **creación de hogares** se incrementó en 106.500 (+0,6%) a/a en 1T19 debido a un flujo de migración neta cercano a las 250.000 personas en 2018e; (2) desde el punto de vista de la oferta, **el número de viviendas terminadas fue de 65.000 en 2018, inferior por tanto a la demanda teórica**, y el número de viviendas vacías ha descendido un -29%, hasta 460.000, desde máximos de 2009 hasta 2018; (3) finalmente, **la evolución de la variable precio es la que más dudas ofrece cara al futuro** porque ha recuperado un +28,9% desde mínimos según el índice del precio de la vivienda del INE, con registros claramente superiores en Madrid (+52,9%), Cataluña (+40,5%) y Baleares (37,5%), lo que ha provocado un tensionamiento de las medidas de accesibilidad de la vivienda: la ratio precio de la vivienda sobre renta bruta por hogar ha subido hasta 7,5 veces en 1T19 frente a un mínimo en 2T13 de 6,3x y un máximo de 9,0.x en 3T19 y el esfuerzo teórico hasta el 32,3% (mínimo 29,8% en 1T15 y máximo 52,4% en 3T08).

Gráfico 2.3. Inversión en construcción: evolución



Fuente: INE y Análisis Bankinter

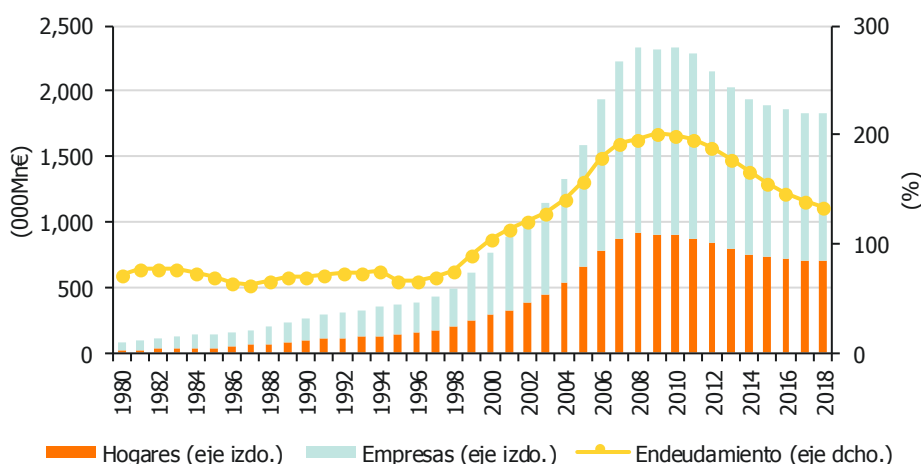
- b) **El endeudamiento del sector privado.** Desde 2009 hasta 2018, el endeudamiento consolidado del sector privado se redujo hasta el 133,4% del PIB desde el 201,6% de 2009, esto es, una corrección de 68,2pp. El endeudamiento de las empresas no financieras se ha reducido en dicho periodo -42,9pp, llegando al 74,5% en 2018 mientras que el de los hogares se ha reducido en -25,3pp, hasta el 58,9% del PIB. La cifra de endeudamiento conjunta se encuentra ya muy cercana al 133%, que es el umbral marcado para esta variable en el informe sobre el mecanismo de alerta (IMA) de la Unión Europea para determinar la existencia de desequilibrios en las distintas economías, lo que indicaría que el proceso de desapalancamiento está llegando a su fin. Sin embargo, los parámetros de referencia basados en fundamentales y los parámetros prudenciales sugieren reducciones adicionales tanto de empresas (hasta el 66% del PIB y el 58%, respectivamente) como en hogares (hasta el 46% y el 42%). La media de la Eurozona presentaba un endeudamiento medio del sector

El endeudamiento del sector privado se ha reducido hasta casi el 133%, umbral en los mecanismo de alerta de la UE, desde más del 200% en 2009

Estrategia de Inversión 3T 2019

privado del 136,8% en 2017, con países como Alemania o Italia con endeudamientos reducidos (100% y 111%, respectivamente) y otros sobreendeudados (Francia: 148%). Esta reducción del endeudamiento hace que la economía española sea menos vulnerable en el hipotético caso de una nueva crisis internacional. A esto se une el aumento de la riqueza financiera neta de los hogares en el periodo analizado (38,5pp, hasta el 113% del PIB) a pesar de la disminución de la tasa de ahorro hasta mínimos históricos (2,9% del PIB ó 4,9% de la renta bruta disponible en 2018).

Gráfico 2.3. Endeudamiento privado



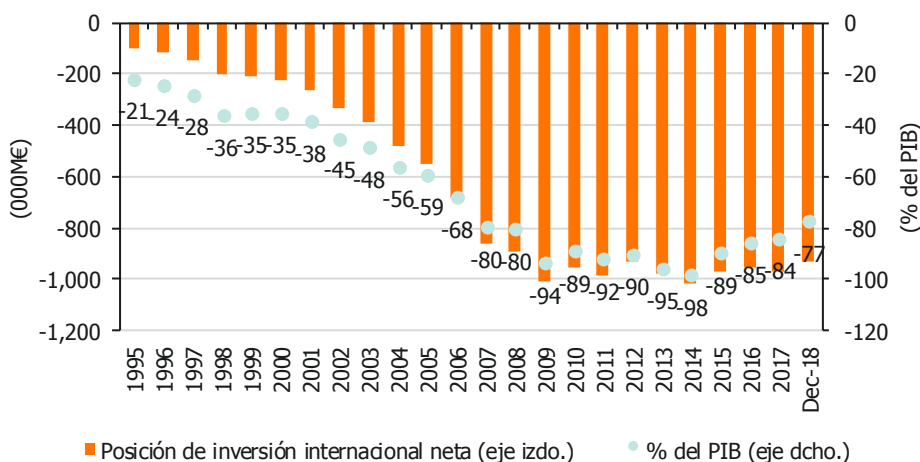
Fuente: INE y Análisis Bankinter

- c) **La balanza por cuenta corriente.** Tras marcar un máximo déficit de -9,6% del PIB en 2007, reflejo de la pérdida de competitividad de la economía, la balanza por cuenta corriente se tornó en superavitaria en 2013, cuando se obtuvo un saldo positivo del +1,5%. Desde ese momento, se ha mantenido en terreno positivo gracias a las mejoras relativas vía costes laborales unitarios principalmente. Como consecuencia, la posición de inversión internacional neta (NIIP) ha mejorado hasta el -77% del PIB desde el -98% de 2014. Excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI), la ratio sobre PIB se ha reducido hasta el -53,9% desde un máximo del -78,3% en 2011. Para que la NIIP mejore hasta el umbral recomendado del -35% en 20 años, España debería mantener superávits anuales por cuenta corriente en el entorno del 1%-1,5% lo que implica mantener la competitividad de la economía.

A pesar de la corrección de los desequilibrios que hemos analizado, **España presenta riesgos tanto externos como internos.** Desde el punto de vista externo, el **Brexit y la guerra comercial** podrían impactar negativamente en la economía española. Desde el punto de vista interno, **la baja tasa de ahorro y el elevado endeudamiento público** y la necesidad de corregirlo también podrían tener consecuencias en el crecimiento. En nuestras previsiones ya hemos incorporado impactos negativos provenientes tanto del menor crecimiento global derivado de los problemas comerciales como de la paulatina normalización tanto de la tasa de ahorro como de la deuda y déficit público.

Estrategia de Inversión 3T 2019

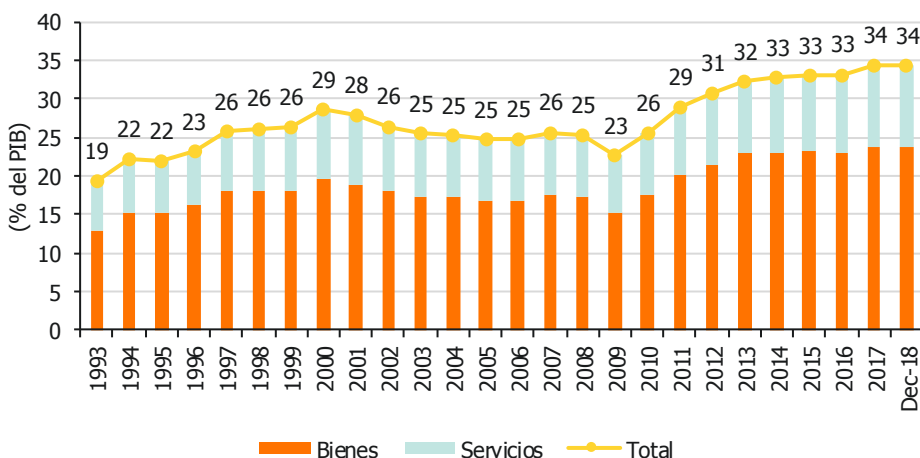
Gráfico 2.4. Posición de inversión internacional neta



Fuente: Banco de España y Análisis Bankinter

En nuestras estimaciones, hemos previsto una ralentización del crecimiento de las exportaciones desde el +2,3% de 2018 hasta -0,2% en 2019e, +1,6% en 2020e y +2,0% en 2021e. Desde el inicio de la crisis se ha producido una transformación estructural de la economía española con una creciente internacionalización de las empresas españolas, lo que ha conducido, además de a los saldos positivos de la balanza por cuenta corriente mencionados anteriormente, a un aumento del peso en el PIB del total de exportaciones de bienes y servicios, que ahora se sitúa en el 34% del PIB frente al 25% en los años anteriores de la crisis. Esto incrementa nuestra vulnerabilidad frente al exterior aunque, cualquier caída proveniente de la debilidad de nuestros socios comerciales se vería parcialmente compensada por unas menores importaciones dado el elevado componente importador de nuestras exportaciones.

Gráfico 2.2. Exportaciones

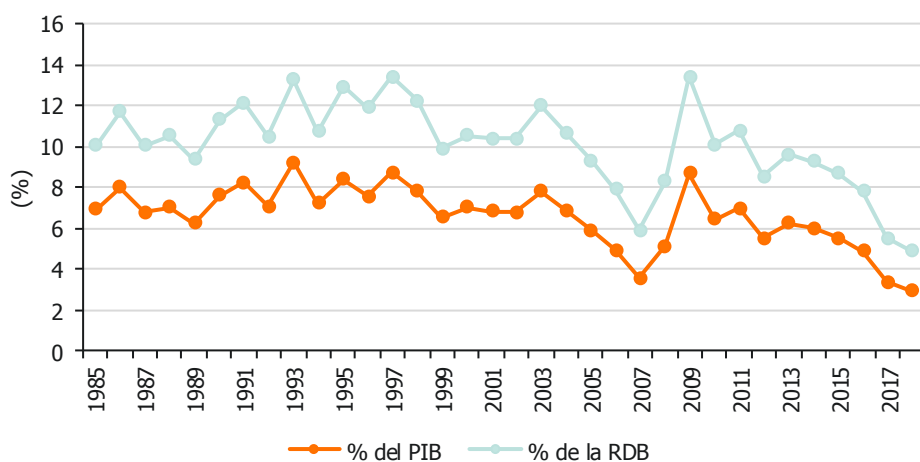


Fuente: INE y Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 3T 2019

La tasa de ahorro y su recomposición hacia niveles más normalizados restará crecimiento al consumo privado sobre el incremento de la renta bruta disponible de los hogares que, como ya hemos comentado, se beneficiará tanto de un crecimiento del empleo como de un aumento del salario real. En este sentido es crítica la estabilidad del país: en general, la inestabilidad económica o incluso política ha tendido a incrementar la tasa de ahorro de los hogares mientras que, en las épocas de bonanza, esta tasa ha tendido a disminuir. Nuestra capacidad de predicción del comportamiento humano en este sentido es más difícil por lo que monitorizaremos de cerca el comportamiento de esta variable por si se observan cambios bruscos que puedan afectar al consumo privado y, por tanto, al crecimiento del PIB español.

Gráfico 2.2. Hogares: evolución del ahorro bruto



Fuente: INE y Análisis Bankinter

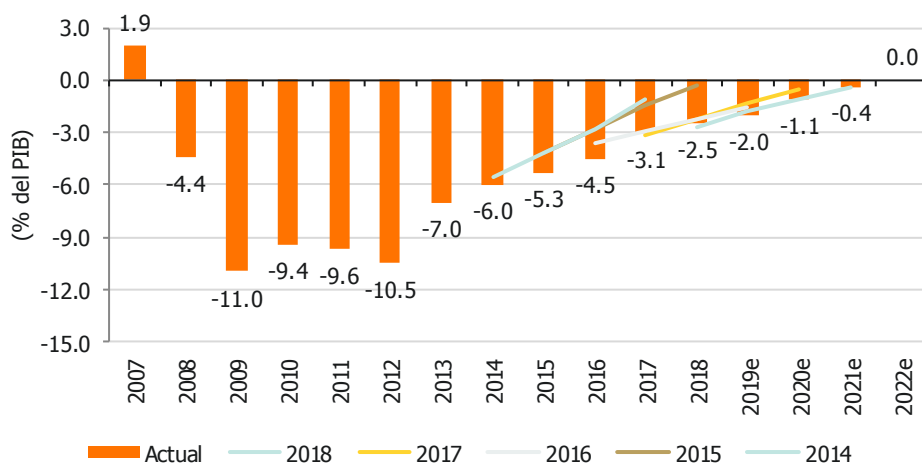
El déficit público continuará descendiendo, pero a niveles más lentos que los acordados previamente con la Unión Europea. Según nuestras estimaciones, el déficit público ascenderá al -2,2%, -1,8% y -1,5% en 2019e, 2020e y 2021e, frente al -2,0%, -1,1% y -0,4% para cada año presentados por el gobierno en el Programa de Estabilidad del Reino de España 2019-2022. La principal discrepancia se encuentra en la cifra de recursos: mientras el gobierno estima un aumento de los mismos desde el 38,9% del PIB en 2018 hasta el 40,3% del PIB en 2021e, nuestras previsiones apuntan a un aumento hasta el 39,1% del PIB en 2021e. En este sentido, el gobierno había incluido medidas de ingresos en su proyecto de presupuestos generales de 2019 por un importe total de 5.654Mn€, equivalentes al 0,5% del PIB, las cuales no han sido todavía aprobadas y que, en algunos casos, podrían tener un efecto recaudatorio inferior al estimado por el gobierno central. Recordemos que en la actualidad están prorrogados los presupuestos de 2018.

La deuda pública continuará su senda descendente iniciada en 2015. Estimamos que la ratio sobre PIB se reducirá hasta 96,0% en 2019e, 84,4% en 2020e y 92,8% en 2021e, cifras algo superiores a las previstas en el programa de estabilidad. Los vencimientos de bonos pendientes en 2019 ascienden a unos 52.000Mn€ y los de 2020e y 2021e a 83.900Mn€ y 86.000Mn€, lo que unido a un importe de letras de unos

Estrategia de Inversión 3T 2019

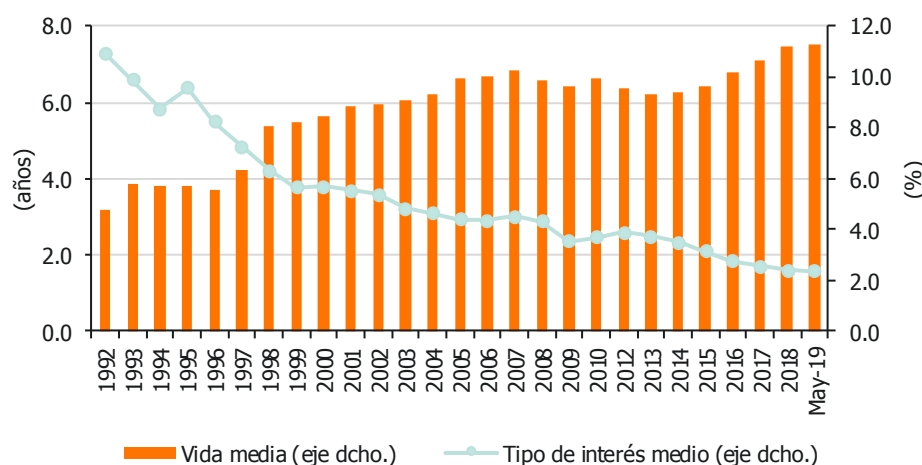
66.000Mn€ a junio de 2019 implicarían unas necesidades de refinanciación de unos 91.000Mn€ en lo que resta de 2019 y de unos 150.000Mn€ en 2020. Estos importes, unidos a los déficits implicaría unas emisiones totales en el entorno de los 170.000-180.000Mn€, importes muy inferiores a los 215.000Mn€ emitidos en 2018 por el Estado o al máximo de 260.800Mn€ emitido en 2013. Hemos de recordar que el tesoro español ha implantado una estrategia de alargamiento de plazos en los últimos ejercicios. La vida media de la deuda en circulación es de 7,5 años frente a 6,2 en 2013 y el tipo medio a mayo de 2019 del 2,37% con capacidad para seguir reduciéndose porque las obligaciones están a un tipo medio de 3,169%. De hecho, este año vencen dos emisiones de unos 21.000Mn€ cada una con un interés del 4,6% y 4,3% respectivamente.

Gráfico 2.8. Déficit público: Evolución de los objetivos de los programas de estabilidad



Fuente: Ministerio de economía y empresa y Análisis Bankinter

Gráfico 2.9. Deuda del Estado: Vida media y tipos de interés



Fuente: Tesoro y Análisis Bankinter

Perspectiva sobre España

Factores directores

La economía crece menos y se acerca a su crecimiento potencial

Consecuencias prácticas

La pérdida de tracción del ciclo y la propia incertidumbre interna, puede afectar en mercado. Asimismo, no es inmune a los riesgos internacionales (desaceleración europea, Brexit, etc.).

Reacción del mercado

Seguimos creciendo con fuerza, pero a partir de ahora a un ritmo inferior. Normalización es nuestra nueva realidad. Desaceleración europea, Brexit e incertidumbre interna los principales riesgos.

Estrategia recomendada

Oportunidades en renta variable pero selectivamente. En renta fija, nuevos mínimos son factibles aunque el recorrido es escaso

España: cifras clave trimestrales (%)	2018r					2019e					2020e					2021e
	1T19r	2T19e	3T19e	4T19e	Central	1T20e	2T20e	3T20e	4T20e	Central	1T21e	2T21e	3T21e	4T21e	Central	
PIB	2,6	2,4	2,4	2,1	2,0	2,2	2,1	2,0	1,8	1,8	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7
Consumo privado	2,3	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7	1,5	1,4	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Consumo público	2,1	2,0	2,0	1,6	1,6	1,8	1,5	1,4	1,3	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	5,3	4,7	4,0	4,2	3,9	4,2	4,0	4,1	3,5	3,5	3,8	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9
de la que: Bienes de equipo	5,4	6,8	4,7	3,0	3,1	4,4	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0	2,9	2,7	2,9
de la que: Inversión en construcción	6,2	4,6	4,2	5,8	5,5	5,0	4,9	5,1	3,2	3,2	4,1	3,2	3,0	3,0	2,9	3,0
Demanda interna (aportación)	3,0	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	1,9	1,8	2,0	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7
Demanda externa (aportación)	-0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Déficit público/PIB	-2,5					-2,2					-1,8					-1,5
Deuda pública/PIB	97,1					96,0					94,4					92,8
Tasa de paro (EPA)	14,5	14,7	14,0	13,5	13,6	13,6	13,7	12,8	12,6	12,8	12,8	12,9	12,0	11,8	12,1	12,1
IPC	1,2	1,3	0,7	0,8	1,3	1,3	1,4	1,5	1,4	1,5	1,5	1,6	1,5	1,7	1,6	1,6

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

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

Estrategia de Inversión 3T 2019

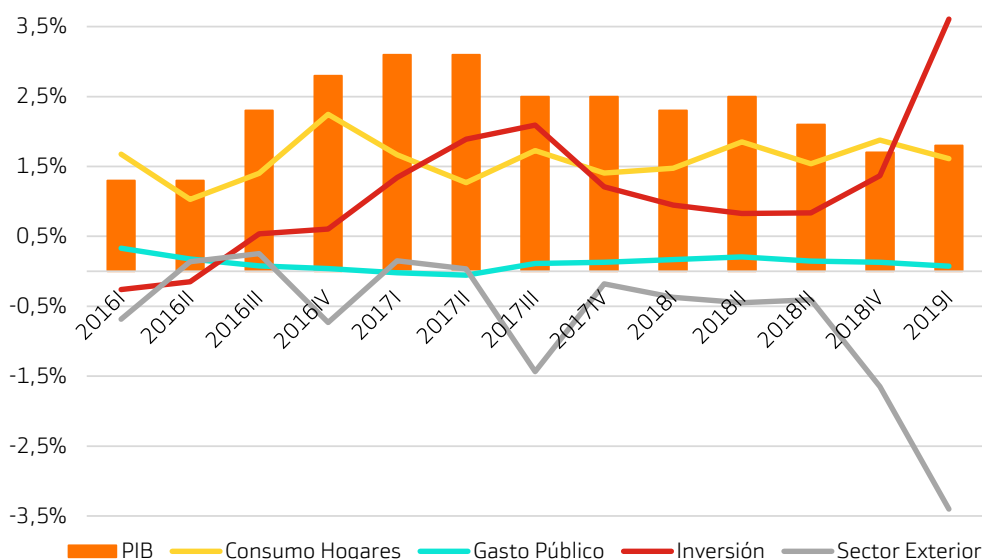
2.2. Portugal: "En la dirección correcta, el superávit está al alcance de la mano. El mercado aplaude."

Portugal continúa en la dirección correcta: su PIB se expande más rápidamente que el promedio de la Eurozona, su déficit fiscal está a punto de convertirse en superávit e incluso la deuda pública ha iniciado una trayectoria descendente. A pesar de que la economía no es inmune a las dificultades externas – es decir, a la guerra comercial y al Brexit – su fuerte resiliencia en términos de demanda interna nos permite pensar que el crecimiento se acercará más al 2% que al 1% a lo largo de los próximos 2/3 años. La excelente evolución de los bonos portugueses, cuyas rentabilidades de mercados se encuentran en mínimos históricos, sirve de balón de oxígeno para las cuentas públicas y es la base principal en la que nos apoyamos para estimar que Portugal realizará una excelente ejecución presupuestaria ya en 2019.

La economía Portuguesa arrancó 2019 *con el pie derecho*, ya en el primer trimestre se expandió +1,8%, 6 décimas por encima de la media de la UEM. La inversión empresarial creció a un excelente +11,7% y el consumo privado acumula ya 11 trimestres consecutivos expandiéndose por encima de +2%. Sin embargo, pensamos que mantener este ritmo expansivo será difícil teniendo en cuenta que la tasa de ahorro de las familias se encuentra en mínimos históricos (4,4%, entre las más bajas de la UEM) y que la tasa de paro encuentra serias dificultades para seguir reduciéndose más allá del 6,7%/6,8% actual. En todo caso nos parece probable que se modere progresivamente hasta el entorno de +2,3% este año y +1,9% el próximo.

El PIB portugués se expandió en el 1T 2019 unas 6 décimas por encima de la media de la UEM.

Gráfico 2.2.1 – Contribución de las principales componentes del PIB



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter

Al contrario que la demanda interna, la demanda externa está detrayendo crecimiento neto al PIB, a pesar de que tanto exportaciones como importaciones se expanden a ritmos más que aceptables. Esto es así porque las exportaciones aumentaron en el 1T19 +3,4% mientras que las importaciones lo hicieron a un ritmo de +9,4%. En consecuencia, el

La expansión del Consumo perderá tracción debido a la menor creación de empleo.

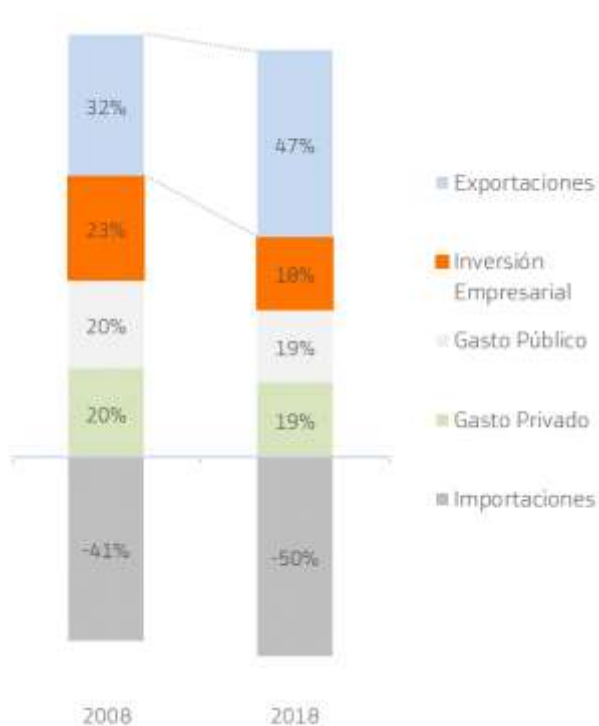
Estrategia de Inversión 3T 2019

impacto neto sobre el PIB ha sido negativo en nada menos que -3,4%. Y, a pesar de ello, el PIB del 1T19 consiguió expandirse +1,8%... Sin embargo, esta situación no nos sorprende porque ya desde el año pasado identificábamos como el principal riesgo para el crecimiento un deterioro de la balanza comercial, más por el lado exportador que importador. Creemos que esta tendencia permanecerá durante el resto del año debido al contexto de desaceleración global.

Tres factores exógenos afectan a las exportaciones portuguesas: la pérdida de tracción de la economía europea, la guerra comercial y el Brexit. Teniendo en cuenta que las exportaciones ya representan el 50% del PIB portugués, vs. apenas 32% en 2008 (ver gráfico 2.2.2.), el muy probable debilitamiento de la balanza comercial puede terminar suponiendo un problema para el PIB.

El fuerte aumento de las importaciones produce un deterioro de la Balanza Comercial

Gráfico 2.2.2 – Desglose del PIB



Las Exportaciones ya representan el 50% del PIB.

Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Por otra parte, y en el frente positivo, Portugal ha mejorado su competitividad frente al resto de la UEM gracias a una mejora de la productividad, aunque modesta (+0,1% en 2018) gracias a una evolución muy contenida de los costes laborales (+1% en 1T2019 vs. +2,4% de media en la UEM).

Además, parece razonable esperar que la balanza turística siga aumentando su aportación al PIB. Actualmente representa el 8,2% del mismo, tras haberlo duplicado durante los últimos diez años (4,2% en 2008). No descartamos que su peso alcance el 10% en el corto plazo, acercándose así a las cifras españolas (aproximadamente 12% sobre el

Portugal ha venido ganando competitividad frente a sus homólogos europeos.

Estrategia de Inversión 3T 2019

PIB). El principal mercado impulsor de este aumento de peso es el turismo norteamericano, de manera que la probable pérdida de impulso del mercado británico no afectaría demasiado.

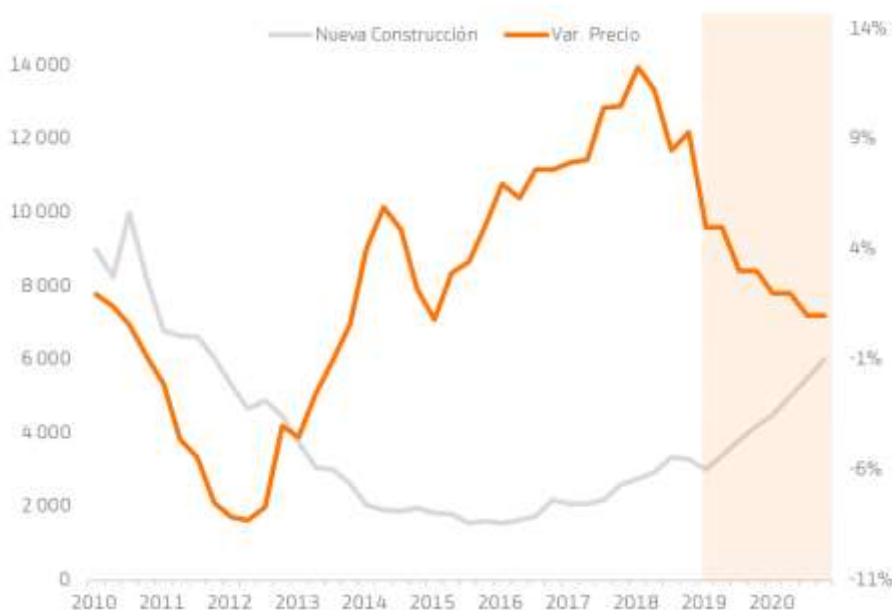
Las importaciones ofrecen un sentimiento agrí dulce. Si por un lado el dinamismo del consumo y la inversión tienen un impacto directo sobre el PIB, la mayoría de los equipamientos empresariales son importados y esto anula parcialmente el efecto positivo sobre la creación de riqueza. La composición que hemos visto en el PIB del 1T19 es un magnífico ejemplo de esta realidad. Por tanto, es determinante que la inversión empresarial se expanda en el entorno de +7% en 2019 en base sobre todo de la mejora de la productividad, de manera que su impacto sobre el PIB sea sostenible en el largo plazo. Unos tipos de interés extremadamente bajos y el desapalancamiento del sector empresarial indudablemente contribuirán en este sentido.

Uno de los principales riesgos que debemos tener presentes con respecto a la economía portuguesa es un crecimiento hipotéticamente demasiado rápido de la actividad de construcción, que ya representa el 47% de la inversión empresarial. El desfase existente entre demanda y oferta y las perspectivas favorables sobre el sector inmobiliario en términos de precios y demanda final hacen inevitable pensar que el sobredimensionamiento de la construcción empieza a convertirse en un riesgo serio. Los precios del residencial están soportados por tres pilares: (i) bajos costes financieros, no solo porque el Euríbor a 12 meses está en negativo, sino también por la presión competitiva en los diferenciales otorgados. (ii) Fuerte expansión de la demanda interna de activos inmobiliarios debido a la limitada oferta de alternativas de inversión rentables. (iii) Escasez de inmuebles a la venta después de una larga crisis del sector de la construcción, que ha llevado a que la nueva producción sea limitada.

El peso del Turismo sobre el PIB alcanzará el 10% en el corto plazo.

La Inversión Empresarial deberá enfocarse hacia la mejora de la competitividad.

Gráficos 2.2.3 – Estimaciones sector inmobiliario



Estimamos que el aumento de la nueva producción de vivienda frene el incremento de los precios hasta +4,0% en 2019 y +1,5% en 2020.

Fuente: INE. Estimaciones Análisis Bankinter.

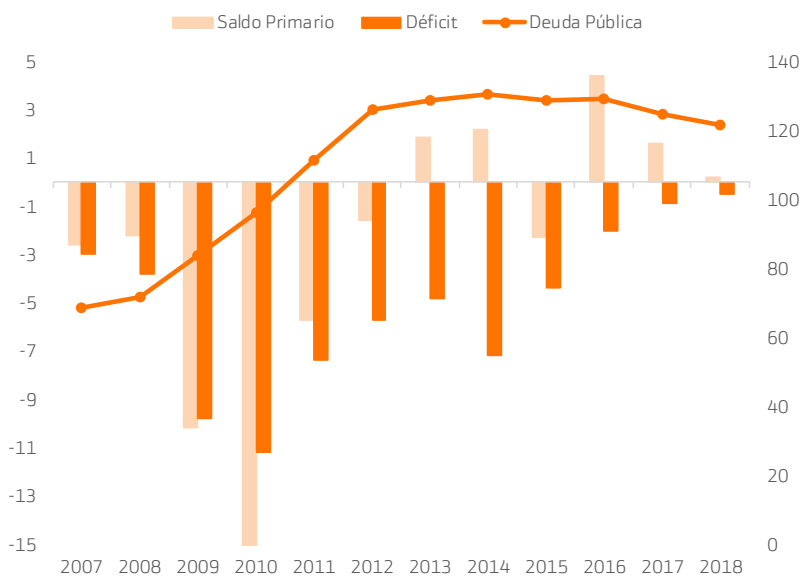
Estrategia de Inversión 3T 2019

De estos tres pilares creemos que es el tercero el que más probablemente dejará de suponer un riesgo en la medida que nuevas construcciones se completarán a lo largo de los próximos trimestres. Estimamos que durante los próximos dos años se finalizarán en torno a 18.000 nuevas viviendas por año, prácticamente el doble que la media de los últimos 5 años. Esta superior oferta de inmuebles a la venta permitirá equilibrar progresivamente el mercado. Eso llevará a una suavización de las subidas de precios, lo cual será a su vez más coherente con el crecimiento nominal de la economía. Estimamos que el precio de la vivienda aumente +4% en 2019 y +1,5% en 2020, lo que da una idea de la desaceleración.

Portugal está a punto de conseguir superávit fiscal gracias a la fuerte reducción del servicio de la deuda.

Por último en lo que se refiere a las finanzas públicas, Portugal mantiene una dirección correcta, justo al contrario que la mayoría de economías europeas. El correcto control presupuestario y, sobre todo, la fuerte reducción del servicio de la deuda están permitiendo reducir el déficit fiscal significativamente. Hasta el punto de que podía convertirse en superávit ya en 2019 (déficit de -0,5% en 2018). Como consecuencia, sobre todo de la caída de las TIR de los bonos portugueses durante el 2T19, revisamos al alza nuestra estimación de déficit fiscal 2019 desde -0,2% del PIB hasta 0%. También revisamos en el mismo sentido nuestra estimación para el ratio de deuda pública/PIB hasta 118% en 2019 y 115% en 2020.

Gráficos 2.2.4 – Evolución Saldos Fiscales y Deuda Pública.



La Deuda Pública continúa reduciéndose.

Fuente: BdP. Elaboración Análisis Bankinter.

En definitiva, Portugal evoluciona en la dirección correcta beneficiándose de un fuerte dinamismo de la demanda interna que está permitiendo contrarrestar los riesgos de la demanda externa. Mantenemos inalteradas nuestras estimaciones para el PIB 2019/20, en +1,8% y +1,7% respectivamente, debido a la pérdida de vigor de las exportaciones con respecto a las importaciones, como se ha comentado anteriormente. Puesto que nos acercamos ya al último tramo del año incluimos nuestra estimación para 2021, +1,6%. Pensamos que la economía portuguesa, tanto por crecimiento como por solvencia, seguirá destacando positivamente entre las de la Eurozona

Mantenemos nuestras estimaciones de PIB inalteradas: +1,8% en 2019, +1,7% en 2020 y +1,6% en 2021.

Perspectiva sobre Portugal

Escenario Central

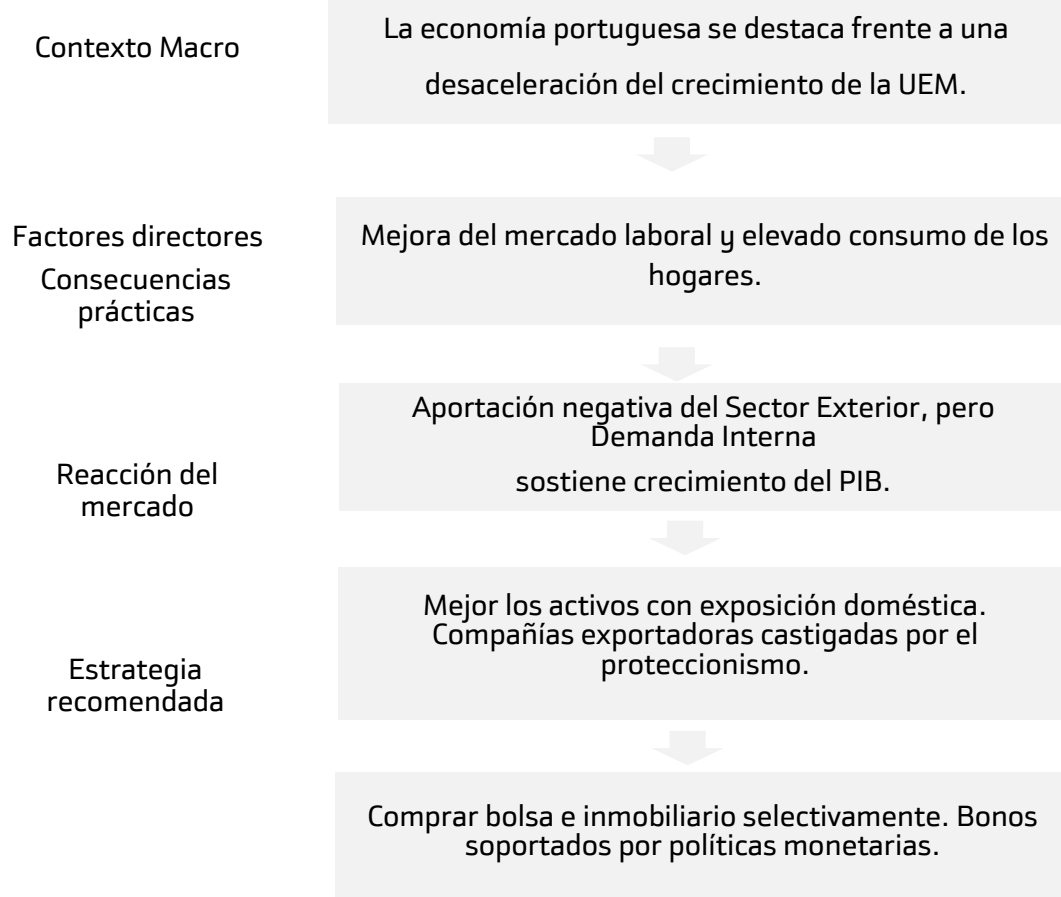


Tabla de previsiones macro:

Portugal, cifras clave	2018r	2019e			2020e			2020e		
		Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	2,1%	0,0%	1,8%	0,0%	0,0%	1,7%	0,0%	1,0%	1,6%	2,4%
Consumo Privado	2,6%	2,0%	2,3%	2,6%	1,3%	1,9%	2,3%	1,2%	1,7%	2,2%
Gasto Público	0,9%	0,5%	0,7%	1,0%	0,5%	0,8%	1,2%	0,5%	0,8%	1,2%
Inversion	5,5%	4,0%	8,1%	10,0%	2,0%	3,0%	4,0%	1,8%	2,5%	3,5%
Demanda Interna	2,8%	0,0%	3,0%	0,0%	0,0%	1,9%	0,0%	0,0%	1,7%	0,0%
Aport. Sector Exterior	-0,7%	-1,3%	-1,1%	-0,5%	-0,5%	-0,1%	0,4%	-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/PIB	122%	120%	118%	116%	120%	115%	113%	118%	112%	110%
Bono 10 años (TIR, Dic)	1,7%	1,2%	0,8%	0,4%	1,4%	1,0%	0,6%	2,0%	1,4%	1,0%
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%	0,6%	1,0%	1,3%	0,8%	1,2%	1,6%	0,8%	1,4%	2,0%

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

3. Ideas de inversión: Asignación de activos

Tras un fuerte arranque de año, las Bolsas han entrado en una fase de consolidación en el 2T19 (Eurostoxx 50 + 3,5%, S&P 500 +4,2%, Ibex 35 -0,3%). De cara al 3T19, los fundamentales de la economía siguen marcados por la pérdida de impulso del crecimiento económico global que, en ausencia de presiones inflacionistas y tras el recrudecimiento de las tensiones comerciales a principios de mayo, ha recibido nuevos apoyos de los Bancos Centrales (tanto FED, BCE como BoJ y otros), que han expresado su voluntad de agudizar su enfoque acomodaticio si el entorno no mejora.

Aunque en ningún caso se puede extrapolar la evolución de los mercados en la primera mitad del año, creemos que las valoraciones de la renta variable continuarán soportadas por la estabilización de las expectativas de crecimiento que debería comenzar a percibirse en los indicadores adelantados de actividad. Los principales bancos centrales y organismos internacionales prevén una recuperación del crecimiento en 2020. Un catalizador importante reside en la resolución de las principales incertidumbres (fundamentalmente comerciales y Brexit), que siguen abiertas, aunque con tono más constructivo.

Por tipos de activos, seguimos prefiriendo la Renta Variable, donde mantenemos las exposiciones recomendadas para los distintos niveles de riesgo. Mantenemos nuestras recomendaciones geográficas: positiva en EE.UU., Neutral en Europa, Negativa en Japón. Por el lado de Renta Fija, seguimos recomendando crear una cartera de bonos de EE.UU. a niveles de TIRes en torno al 2,0% y somos más positivos con bonos soberanos periféricos en Europa. Mantenemos la recomendación Neutral en Bonos corporativos americanos y europeos. Finalmente, seguimos Neutrales hacia activos Inmobiliarios.

Los mercados han entrado en una **fase de consolidación** tras las subidas de 1T19. Desde un punto de vista fundamental, los dos aspectos que han marcado este comportamiento han sido:

- 1) **El recrudecimiento de las tensiones comerciales.** A la espera de que el G20 (28-29 de junio) pueda dar lugar a que se retomen las negociaciones, durante los últimos meses se han producido subidas arancelarias por parte de EE.UU. y represalias por parte de China. El sector de tecnología se ha visto particularmente en el centro de atención, tras las limitaciones a Huawei (retrasada 90 días desde su anuncio el 15 de mayo).
- 2) **La adopción o extensión de políticas monetarias más acomodaticias, en muchas geografías** (tanto nuevas como Australia o Nueva Zelanda, como renovadas en la Zona Euro o EE.UU.), ante un escenario de ralentización y ausencia de presiones inflacionistas.

En este entorno, **los bonos soberanos** han protagonizado nuevos *rallys* (en precios), que los **han situado en mínimos de rentabilidad**. El T-Note americano se aproxima al 2% (desde el 2,5% de finales del 1T19), el Bund alemán en terreno negativo (-0,30%) y los spreads de los periféricos se han estrechado en el trimestre, llevando al Bono español a niveles de 0,40%.

El comportamiento de los mercados de bonos está dando soporte a las valoraciones de la Renta Variable, a pesar de que los riesgos a medio plazo siguen pendientes (principalmente, el tema comercial, ralentización y Brexit). En el 2T19⁽¹⁾ los principales índices han evolucionado: S&P +4,2%, DJ EuroStoxx50 +3,5%, Ibex -0,3% y Nikkei +1,2%.¹ Datos hasta el 20 de junio

¿Dónde nos encontramos?

Un 2T19 en fase de consolidación:

Estabilización de los mercados, tras el rally de comienzos de año, marcado por:

(1) recrudecimiento de las tensiones comerciales y;

(2) políticas monetarias más expansivas en muchas áreas geográficas

Evolución de los principales activos:

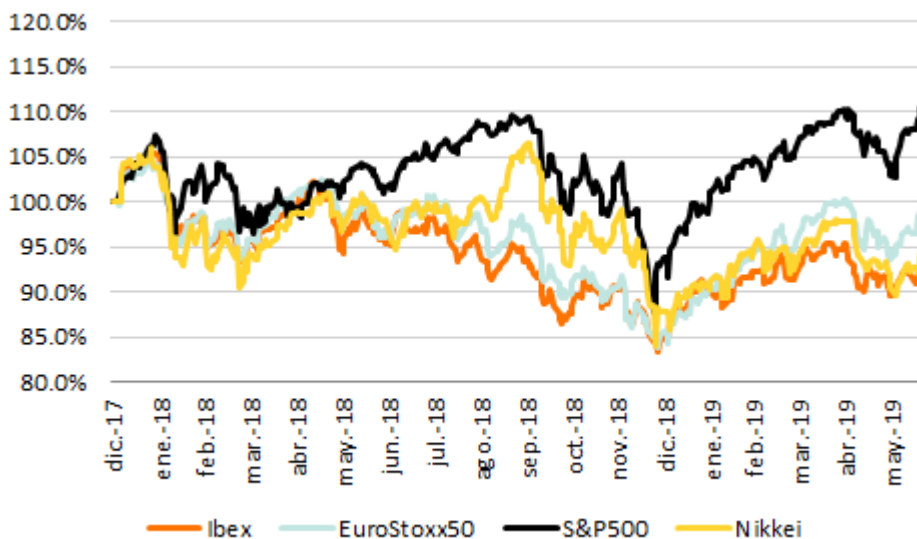
Destaca el rally en Bonos.

Renta Variable, en consolidación tras la recuperación del 1T19

¹ Datos hasta el 20 de junio

Estrategia de Inversión 3T 2019

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



Fuente: Bloomberg, con elaboración propia.

Desde nuestro punto de vista **los mercados continuarán soportados por (i) las políticas monetarias más acomodaticias** de los bancos centrales, (ii) **estimaciones de crecimiento más estables**, tras importantes revisiones en particular en Europa, **y la menor presión para los emergentes** (salvo excepciones con elevados desequilibrios) ante menores expectativas de tipos en EE.UU. La mayor parte de los organismos internacionales apuntan a un mayor crecimiento en el 2020 vs 2019E (FMI y OCDE pronostican un crecimiento del +3,3% y +3,2% para el 2019E y +3,6% y +3,4% para 2020E respectivamente). Los mercados laborales siguen, por el momento, dando muestras de fortaleza, lo que unido a condiciones monetarias laxas, debería soportar el Consumo Privado y la Demanda Interna; y (iii) **unas expectativas todavía al alza en los beneficios esperados en 2020E** (Ver Valoraciones).

A pesar de ello, no podemos olvidar que **las incertidumbres más relevantes, obstáculo** sobre el crecimiento futuro, como la situación comercial o el Brexit, siguen aportando volatilidad a los mercados.

Por tanto, **el principal catalizador** debería venir de la **resolución constructiva** de estos frentes. Por dos motivos: (i) **la reducción de las primas de riesgo** en la mayor parte de los mercados, especialmente para **aquellas economías más expuestas al sector manufacturero**; (ii) **potencial mejora de las perspectivas de crecimiento futuro** derivadas de la mayor **visibilidad en las decisiones de inversión**. El *timing* de estos desenlaces depende de factores complejos y geopolíticos. De momento, el Brexit tiene su nueva fecha límite en el 4T19 (31 de octubre), mientras que el tema comercial podría adoptar un tono más constructivo en caso de avances en el G20 (28/29 de junio), si bien una resolución definitiva parece más de medio/largo plazo ante la amplitud/complejidad de los frentes abiertos.

Qué podemos esperar?

Mercados soportados por:

(i) políticas monetarias

(ii) crecimiento económico aparentemente más estable, expectativas de mejora 2020E

(iii) crecimiento de beneficios

Catalizador: resolución constructiva de las principales incertidumbres

¿Timing?

Estrategia de Inversión 3T 2019

Mantenemos nuestras exposiciones a renta variable para el próximo trimestre. Recordamos que el último ajuste lo realizamos a finales de 2018 (con un -5% lineal en todos los perfiles) para adaptarnos a un entorno de ralentización de ciclo. En la tabla inferior mostramos los niveles de exposición recomendados por cada perfil de riesgo del inversor.

Niveles de exposición, sin variaciones desde dic-18

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

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

En este entorno mantenemos un enfoque muy selectivo:

En Renta Variable, nuestros escenarios y valoraciones no varían significativamente respecto al trimestre anterior. **Consideramos EE.UU. como primera opción de inversión**; seguida de Europa, donde mantenemos opinión Neutral y en Japón de Venta, ante las menores expectativas de crecimiento de beneficios y la incertidumbre generada por la posible subida del IVA (inicialmente prevista para oct19). Para **los perfiles dinámico/agresivos**, entre los mercados emergentes seguimos recomendando Brasil y sobre todo **India**, que tras las recientes elecciones podrá continuar con sus reformas. **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 o infraestructuras**.

En el lado de la Renta fija, el buen comportamiento de estos activos hace necesario ser más selectivos. En cualquier caso, **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 expansivas**.

En **Bonos soberanos** seguimos recomendando la **Compra de bonos estadounidenses**. Aunque los factores mencionados anteriormente han llevado las rentabilidades a niveles cercanos al 2%, éstas siguen siendo superiores a la inflación (en términos de PCE se encuentra en torno al 1,5%), además del tono más *dovish* de la Fed que anticipa recortes de tipos este año. 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). Por tanto, ganan atractivo los periféricos, España, Portugal y tácticamente Italia, ante sus elevados niveles de endeudamiento.

Asignación de Activos

En renta variable preferentemente EE.UU.

En Emergentes, destacamos India, tras las elecciones.

Sectorialmente, aquellos con elevada capacidad de

En renta fija, favorecemos bonos soberanos americanos.

Neutrales en soberanos europeos, con preferencia a periféricos.

Estrategia de Inversión 3T 2019

En **Bonos Corporativos** tanto europeos como americanos, a pesar de la ralentización en las expectativas de crecimiento, la extensión de condiciones de financiación laxas sirve de soporte. Los fundamentales de las compañías europeas, en términos agregados (no en todos los sectores) se mantienen en términos Deuda/Activos y cobertura de intereses. Para **perfiles más defensivos**, somos más positivos en **Cédulas Hipotecarias**, que si bien ofrecen una rentabilidad limitada, cuentan con importantes garantías reales.

Finalmente, Activos Inmobiliarios nos mantenemos Neutrales, con preferencia hacia activos Logísticos y Premium en Oficinas y Residencial.

Como ideas concretas para implementar nuestra estrategia además de las Carteras Modelo de Fondos (con tres perfiles para inversores domésticos y globales) y Carteras Modelo de Acciones (española, europea y americana), destacamos:

Selección Estabilidad 2019 – selección de fondos cuyo objetivo es generar rentabilidad con un riesgo muy moderado.

La rentabilidad acumulada en 2019 (hasta 5 de junio) es del +3%. [Link](#).

Selección Acciones Dividendo 2019 – compuesta por 15 valores europeos con una rentabilidad por dividendo media estimada para 2019 superior al 5%.

La rentabilidad acumulada en 2019 (hasta 17 de junio) es del +12,1%, que compara con un 12,6% del DJ EuroStoxx50 y 7,7% del Ibex35 hasta dicha fecha. [Link](#)

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).

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. Las valoraciones se basan en BpAs esperados para 2019E.

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

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

En Corporativos, cédulas hipotecarias para los perfiles más conservadores

Inmobiliario, selectivamente Logística

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.

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

Y tres escenarios para cada Valoración

Estrategia de Inversión 3T 2019

Nuestras preferencias se mantienen, ya que observamos más potencial en el S&P500, que en Europa, en el EuroStoxx50 o el Ibex35 y menor para el Nikkei. El soporte en las valoraciones ha venido de la mano de unas expectativas de beneficios relativamente estables y fundamentalmente del descenso de las rentabilidades de los bonos, si bien parcialmente compensados por una mayor incertidumbre respecto al impacto de las tensiones comerciales, que se van prolongando en el tiempo.

Nuestras valoraciones siguen siendo conservadoras ya que, por una parte seguimos considerando como **escenario central un -5% al BpA** estimado por el consenso de mercado y, por otra, hemos considerado un **ligero incremento en las primas de riesgo** ante la extensión de las incertidumbres sobre el crecimiento. Por otra parte, si elevamos la **perspectiva a medio plazo**, "caeteris paribus", el crecimiento de beneficios esperado para 2020E seguirá aportando entre un 10,9% en el caso del S&P hasta un +5,4% en el Nikkei.

IBEX 35

Ajustamos nuestro **precio objetivo hasta 9.785 puntos** desde 9.815 puntos en marzo (-0,3%). Este ajuste debe fundamentalmente a: (i) nuevos descensos en las expectativas de BpA para 2019 del -2,5%; (ii) incremento de 0,48pb en la prima de riesgo, para reflejar el posible impacto en expectativas de crecimiento de la prolongación de las tensiones comerciales; (iii) todo ello, compensado parcialmente por un descenso de la rentabilidad del bono al 0,56% (media de los últimos 15 días, hasta la fecha de valoración), desde 1,14% en marzo. (iv) Por otra parte, la valoración *Bottom Up* sobre nuestras valoraciones se mantiene sin cambios respecto a marzo (10.498 puntos, en el escenario central aplicamos el mismo 5% de descuento que en Top Down).

En resumen, esta valoración supone un Per Implícito de 13,5x y un **potencial de revaloración del 6,3%** (vs cierre 20 junio), por lo que mantenemos nuestra recomendación en Neutral. La rentabilidad por dividendo del índice se sitúa en un 4,3%.

EUROSTOXX 50

Nuestra valoración se sitúa en **3.612 puntos** (desde 3.634 puntos a marzo, -0,6%). Este ajuste se debe básicamente: (i) un muy ligero movimiento en las expectativas de BPA 2019E de consenso (-0,7%); y (ii) incremento de la prima de riesgo, al 6,45% desde 6,1% anterior, para reflejar el posible impacto en expectativas de crecimiento de la prolongación de las tensiones comerciales; (iii) un descenso de la rentabilidad de los bonos europeos.

En resumen, **el potencial de revalorización asciende al 4%**, junto a una rentabilidad por dividendo del 3,6% lo que supondría un PER implícito de 15,3x.

S&P 500

Nuestra valoración en el **escenario central apunta a 3.369 puntos** (+3,7% desde 3.249 puntos de marzo19). Hemos revisado fundamentalmente: (i) BpAs 2019 sin cambios; (ii) Bono 10 Años -53pb y (iii) prima de riesgo se amplía en línea con las europeas.

El soporte a las valoraciones viene de la mano del descenso de las rentabilidades libres de riesgo y la relativa estabilidad de los beneficios.

Valoración mantiene un sesgo conservador.

A medio plazo, "caeteris paribus" las expectativas de beneficios siguen apuntando entre 10%-5% para 2020E

Valoración de 9.785 puntos, en el escenario central

Revisado -0,3% vs marzo

Valoración 3.612 puntos, escenario central (-0,6% vs marzo)

Valoración 3.369 punto, en el escenario central.

Revisado al alza 3,7%

Estrategia de Inversión 3T 2019

Nuestra valoración en el escenario central supondría un PER implícito de 21,3x y un **potencial ligeramente superior al 14%**, por lo que mantenemos nuestra recomendación positiva.

NIKKEI

Nuestra valoración sigue mostrando un limitado potencial de revalorización, por lo que **mantenemos la recomendación de Vender**. El **objetivo en 21.630 puntos supone un -1,1%** respecto a marzo 2019. En este caso hemos revisado ligeramente la prima de riesgo (+25pb), con un bono a 10 años que se ha mantenido en el entorno del -0,12% en línea con el objetivo del banco central (vs -0,036% en marzo), mientras que las estimaciones de beneficios para 2019E se han revisado un 2% al alza en este trimestre.

Valoración 21.630 puntos en el escenario central.

Revisado a la baja un -1,1%

Vender

Cuadro 3.3: Tabla resumen de valoraciones bolsas

Valoración Escenario Central		
	Valoración	Rentabilidad por dividendo
IBEX-35	9,785	4.30%
Potencial	6.3%	
EUROSTOXX-50	3,612	3.59%
Potencial	4.1%	
S&P 500	3,369	1.90%
Potencial	14.1%	
NIKKEI	21,630	2.17%
Potencial	0.8%	

Notas: Cálculos con cierre 20 de junio de 2019

Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

Estrategia de Inversión 3T 2019

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

IBEX-35			
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	0.06%	0.56%	1.06%
2.- Incremento (a/a) BPA:	8.7%	3.3%	-2.2%
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
Precio Objetivo (1)	10,773	9,785	8,912
Precio Objetivo Anterior (2)		9,815	
Cotización 20/06/2019	9,209		
Potencial (%)	17.0%	6.3%	-3.2%
PER Implícito	14.2x	13.6x	13.0x
EUROSTOXX-50			
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A (3)	-0.11%	0.14%	0.39%
2.- Incremento (a/a) BPA:	21.3%	15.2%	9.2%
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
Precio Objetivo (1)	3,980	3,612	3,275
Precio Objetivo Anterior (2)		3,634	
Cotización 20/06/2019	3,468		
Potencial (%)	14.8%	4.1%	-5.6%
PER Implícito	16.0x	15.3x	14.7x
S&P 500			
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	1.60%	2.10%	2.60%
2.- Incremento (a/a) BPA:	9.4%	4.0%	-1.5%
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
Precio Objetivo (1)	4,050	3,369	2,840
Precio Objetivo Anterior (2)		3,249	
Cotización 20/06/2019	2,954		
Potencial (%)	37.1%	14.1%	-3.9%
PER Implícito	24.4x	21.3x	19.0x
NIKKEI			
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	-0.27%	-0.12%	0.03%
2.- Incremento (a/a) BPA:	2.8%	-2.3%	-7.5%
Estimaciones según escenarios			
	Favorable	Central	Desfavorable
Precio Objetivo (1)	23,403	21,630	19,950
Precio Objetivo Anterior (2)		21,862	
Cotización 20/06/2019	21,463		
Potencial (%)	9.0%	0.8%	-7.0%
PER Implícito	16.7x	16.3x	15.8x

Notas:

(1) Cálculos con cierre 20 de junio de 2019. Precio objetivo según método PER Objetivo. En Ibex media entre Bottom Up / PER Objetivo

(2) Cálculos a 19 de marzo de 2019.

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

Estrategia de Inversión 3T 2019

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

	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%	2.7%	8.7%	8.8%
PER	20.1x	14.5x	19.1x	22.4x	16.3x	15.1x	13.7x	12.1x	11.1x
EUROSTOXX-50									
Var. BPA	-6.4%	-9.2%	13.0%	-8.7%	14.1%	28.3%	-7.8%	21.3%	10.2%
PER	14.9x	19.0x	18.9x	22.7x	17.4x	15.7x	16.5x	14.0x	12.7x
S&P 500									
Var. BPA	3.8%	6.0%	4.8%	-3.4%	0.4%	12.9%	23.6%	9.4%	10.8%
PER	13.6x	15.3x	17.2x	19.0x	19.2x	19.9x	18.0x	17.8x	16.0x
NIKKEI									
Var. BPA	30.6%	47.4%	19.7%	2.1%	-5.2%	60.5%	-0.3%	2.8%	5.0%
PER	18.3x	18.5x	17.6x	21.4x	19.9x	14.8x	16.4x	15.3x	14.6x

Notas:

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

(2) PER 2012/2018 con cotización media de los índices y 2019/2020 con cierre 20/06/2019

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	827 €	8.8%	-1.3%	BPA'20e	274 €	10.2%	-0.4%
BPA'19e	760 €	8.7%	-2.5%	BPA'19e	248 €	21.3%	-0.7%
BPA'18r	699 €	2.7%	1.4%	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	184 \$	10.8%	-0.6%	BPA'20e	1,469 JPY	5.0%	-0.8%
BPA'19e	166 \$	9.4%	0.0%	BPA'19e	1,399 JPY	2.8%	2.0%
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 20/06/2019

Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

1. Asignación de activos

Activo	Recomendación	Racional
Bolsa España	Neutral	Nuevos descensos en las estimaciones de beneficios (-2,4%). El nivel y <i>spread</i> del bono se han reducido (TIR actual de 0,40% vs 1,14% en marzo). Mayor prima de riesgo para reflejar el impacto en crecimiento de la prolongación de las tensiones comerciales (+0,40pb).
Bolsa Europa	Neutral	Ligera rebaja de estimaciones de beneficios en el último trimestre (-0,6%), aumento de la prima de riesgo (+0,40pb) y reducción de la rentabilidad de los bonos (-32pb). Neutrales ante el mayor apoyo de medidas del BCE. El riesgo de las elecciones europeas ha desaparecido.
Bolsa EE.UU.	Comprar	Las estimaciones de beneficios se mantienen estables (+0,2%), el crecimiento y rentabilidad a medio plazo siguen siendo sólidas, lo que unido a la actitud más <i>dovish</i> (suave) de la Fed, nos hace mantener nuestra recomendación.
Bolsa Japón	Vender	Aunque las estimaciones de beneficios se revisan ligeramente al alza (+2%), el crecimiento esperado sigue siendo limitado (+5,4% BPA 2019E). Subida de IVA a final de año y riesgo por mayor exposición a China.
Bolsas Emergentes	Compra selectiva	Riesgos estructurales siguen abiertos. Sin embargo, la extensión de una política monetaria expansiva en EE.UU. supone una menor presión en el flujo de fondos hacia mercados emergentes. Favorecemos economías con reformas estructurales y menores desequilibrios macroeconómicos. Por ello, sólo recomendamos tomar exposición a India y Brasil.
Bonos Soberanos España	Neutral	El BCE se torna más acomodaticio ante unas expectativas más moderadas de crecimiento y ausencia de presiones inflacionistas. Perspectivas de estrechamiento de la prima de riesgo.
Bonos Soberanos Europa	Neutral	Consideramos que la sobrevaloración actual se mantendrá en los próximos meses ante la política monetaria más acomodaticia de lo esperado por parte del BCE. Un aumento del APP por parte del BCE soportará unas valoraciones elevadas.
Bonos Soberanos EE.UU.	Comprar	Recomendamos ir tomando posiciones con el fin de construir una cartera de bonos una vez las <i>TIRes</i> se sitúen alrededor del +2,0% (en lugar del 2,5% que comentábamos anteriormente ante el ritmo algo menor de crecimiento esperado, menor inflación y políticas monetarias más expansivas para contrarrestar el efecto adverso del enfrentamiento comercial).
Bonos 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.
Bonos Corporativos Europa	Neutral	Mantenemos la recomendación de Neutral ante el retraso en las expectativas de subida de tipos en Europa. En endeudamiento de las compañías es reducido y los ratios de cobertura mejoran. Un posible nuevo programa de compras por parte del BCE les dará soporte.

Estrategia de Inversión 3T 2019

Activo	Recomendación	Racional
Bonos Corporativos EE.UU.	Neutral	Mantenemos la recomendación de Neutral, ante el cambio de tono hacia más <i>dovish</i> al que asistimos en la política monetaria en americana
Bonos <i>High Yield</i> Europa	Vender	En este entorno de pérdida de impulso del crecimiento, el binomio rentabilidad / riesgo no resulta suficientemente atractivo.
Bonos <i>High Yield</i> EE.UU.	Neutral	Un ciclo que continúa siendo expansivo, pero entra en su fase final puede suponer cierto deterioro en las tasas de <i>default</i> . 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 tenderán a desacelerarse. Las valoraciones de los activos patrimonialistas parecen exigentes, si bien continuarán soportadas por un entorno de tipos bajos. 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	Las esperadas bajadas de tipos por parte de la Fed, deberían llevar a una ligera compresión de <i>yields</i> , lo que unido a un incremento de rentas, daría lugar a un incremento de las valoraciones. 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. El crecimiento en beneficios (+9,4% en 2019 y +10,8% en 2020E) seguirá aportando valor. La Fed prepara el camino para bajar tipos y prolongar la expansión del ciclo. Esperamos dos bajadas hasta 1,75%/2,00% en el 2S19, lo que aumentará el atractivo de las bolsas. Además, 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 está intensificando la presión sobre la Fed para que baje tipos lo antes posible. Quiere presentarse en la carrera presidencial para ser reelegido en 2020 con unos tipos de interés más bajos - que extiendan 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 es demasiado baja. La política monetaria y la mejora del mercado laboral soportan la Demanda Interna pero el entorno internacional pasa factura al Sector Exterior. El proteccionismo, la política (Brexit y Presupuesto italiano) y la situación de algunos emergentes generan inquietud. Nuestra visión macro para 2019/2021 es constructiva, pero los riesgos al Crecimiento y la Inflación están sesgados a la baja.
Reino Unido	Vender	Tras la prórroga de la decisión final sobre el Brexit al 31 de octubre, da la impresión de que los mercados dan cada vez menos relevancia a todo el proceso. 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 +2,8% 2019E y +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	Compra selectiva	Una política monetaria más laxa en EE.UU. favorecerá a este bloque. Evitamos economías con mayores desequilibrios: altos déficits por cuenta corriente y fiscales e inflaciones elevadas. Favorecemos economías con voluntad de reformas. En Brasil, la reforma de las pensiones tiene elevadas probabilidades de ser aprobada. En India, la victoria del partido en el Gobierno despeja el camino para mantener la agenda reformista. En China los estímulos del gobierno serán la clave para evitar un aterrizaje forzoso pero la economía seguirá ralentizando. La tensión comercial no se resolverá en el corto plazo. Finalmente, en Rusia el PIB seguirá creciendo a tasas inferiores al +2,0%.

Estrategia de Inversión 3T 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
Farma/Salud	Comprar	Sanofi Aventis, Ammirall	La buena evolución las carteras de fármacos en desarrollo otorgan a las farmas europeas mayor atractivo que a las americanas (esto sin incluir a Bayer, muy castigada en bolsa ante el temor a nuevos litigios por el glisofato). Las bolsas han recogiendo parcialmente esta mejora, pero seguimos viendo potencial. Dentro de las españolas, destacamos el atractivo de Ammirall por los buenos resultados de su reenfoque hacia dermatología y la alta probabilidad que mejore las guías de beneficios.
Eléctricas	Comprar	Iberdrola, Enagás, Naturgy	La desaceleración del crecimiento y un tono más <i>dovish</i> en la política monetaria de los bancos centrales configuran un entono marginalmente más favorable para las <i>utilities</i> . Además, los recortes en los retornos regulados (redes y distribución de gas y electricidad) parece que serán finalmente menor de lo estimado al favorecerse un cambio de criterio hacia el coste de capital (en vez de diferencial sobre el bono a 10 años).
Bancos	Neutral	JP Morgan, Citigroup & Morgan Stanley (EE.UU) SAN, e ING en la UEM	En EE.UU, los fundamentales son sólidos, la rentabilidad RoTE elevada (~16/18%) y los múltiplos de valoración razonables (P/VC~1,2%). En la UEM, el retraso en las perspectivas de subidas de tipos de interés dificulta la mejora de la cuenta de P&G y presiona a las entidades para mejorar en eficiencia y rentabilidad. Los múltiplos de valoración son atractivos (P/VC~0,5/0,6x) y la rentabilidad por dividendo elevada (~5,0/6,0%) pero el sector carece de catalizadores a corto plazo y la regulación en materia de solvencia y riesgos es exigente.

Estrategia de Inversión 3T 2019

Activo	Recomendación	Favoritos	Racional
Seguros	Neutral	----	El sector seguirá penalizado por las carteras de inversión, cuyas rentabilidades seguirán bajo presión ante un entorno de tipos de interés bajos durante un período de tiempo más prolongado. Por todo ello, mantenemos la recomendación para el Sector en Neutral.
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	Colonial, Merlin Properties	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 competitivas este tipo de tecnologías, haciendo innecesario primar su instalación vía subvenciones o retornos regulados.

Estrategia de Inversión 3T 2019

Activo	Recomendación	Favoritos	Racional
Industriales	Neutral	Siemens Gamesa	El sector se encuentra especialmente expuesto al ciclo económico, con escasa capacidad de fijación de precios y presión en márgenes ante la subida de algunas materias primas (como el mineral de hierro). Favoreceríamos aquellas compañías con posición financiera sólida y exposición a nichos de mercado con potencial de crecimiento. La resolución de las relaciones comerciales internacionales reduciría la prima de riesgo del sector.
Telecos	Neutral	Telefónica	¿Cuánto va a costar el 5G? Nadie lo sabe, y eso es lo que nos preocupa cuando analizamos un sector en el que, tradicionalmente, los operadores terminan invirtiendo más de lo que esperaban, o los retornos sobre esas inversiones se retrasan.
Autos	Vender	CIE Automotive	Los retos para el sector son elevados: proteccionismo, ralentización económica y altas necesidades de inversión para financiar las nuevas tendencias como la electrificación, el coche autónomo o la movilidad compartida. En compañías de componentes nos mantenemos Neutrales por menor impacto del proteccionismo y mayor externalización de los fabricantes.
Químicas	Vender	---	Mantenemos nuestra recomendación de vender por la correlación con el ciclo y la dependencia de China (supone más del 60% del crecimiento en Asia).
Media	Vender	---	El sector se enfrenta a un entorno de caída de ingresos publicitarios y de aumento de competencia. La entrada de grandes compañías de contenidos por Internet implica que la publicidad se redirija hacia este nuevo y pujante segmento de mercado que gana penetración a tasas elevadas. Con ello, los ingresos y márgenes de las compañías de media tradicional seguirán resintiéndose 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.

Estrategia de Inversión 3T 2019

Activo	Recomendación	Favoritos	Racional
Aerolíneas	Vender	---	Nuestro escenario de precios de petróleo (65USD/barril), un consumo más débil, y la probabilidad de que quiebren más aerolíneas (Ej: Norwegian) son condiciones que justifican una postura bajista.
Petróleo	Neutral	Repsol	El precio del petróleo progresivamente irá perdiendo tracción, en un contexto de mayor producción en EE.UU. y de desaceleración económica a nivel global. Dicho esto, es probable que a corto plazo exista elevada volatilidad, derivada de la tensión procedente de Oriente Medio y particularmente de Irán/EE.UU.
Hoteles	Neutral	Meliá	Aunque el sector ha corregido bastante, la situación de las aerolíneas junto con un consumidor menos optimista hace difícil ver un cambio de percepción de los inversores sobre las compañías hoteleras.

Estrategia de Inversión 3T 2019

4.- Temática trimestral

Inversión socialmente responsable: ESG. ¿Es el momento?

La Inversión Socialmente Responsable (ESG) está ganando inercia de forma muy rápida. En este artículo intentamos responder a cuestiones clave como: ¿Ha venido para quedarse? ¿En qué tipo de activos invierte? ¿Realmente es más rentable?

Los criterios ESG se están introduciendo en la industria de fondos de inversión rápidamente y el volumen de activos bajo gestión supera ya los 73,5B\$. Además, el abanico de oferta es muy amplio, pudiendo encontrar alternativas de forma global y por distintos tipos de activo, desde Renta Variable hasta Renta Fija. Pensamos que es una alternativa interesante desde varios puntos de vista: (i) No es algo puntual, se trata de un cambio estructural que se mantendrá en el tiempo. Determinadas variables como el cambio climático, la polución o las condiciones laborales son aspectos que cada vez influyen más en las decisiones que tomamos. (ii) Hay cierta incertidumbre sobre cómo estará regulada, pero previsiblemente la regulación será favorable. (iii) Varios estudios han demostrado que las compañías que tienen en cuenta factores ESG tienen una mejor evolución a largo plazo que aquellas que no toman estos factores en consideración. En definitiva, parece el momento apropiado para invertir en una industria creciente y cada vez más sostenible y rentable.

¿Qué es ESG?

Es aquella que toma en consideración aspectos que difieren de los puramente financieros tales como ambientales, sociales y de gobierno corporativo.

:: Ambiental: Hace referencia a aspectos relacionados con la gestión del agua, calidad del aire, gestión de la energía y biodiversidad.

:: Social: analiza asuntos internos de las empresas como la propia diversidad de la empresa, derechos humanos, cuestiones sanitarias, condiciones laborales o seguridad.

:: Gobierno Corporativo: analiza la gestión de la propia compañía, independencia del consejo, remuneración de los directivos, estrategia fiscal, relación con los accionistas, gestión del riesgo, ética en los negocios, comportamiento competitivo o corrupción.

En el desarrollo de este tipo de inversiones hubo tres aspectos clave:

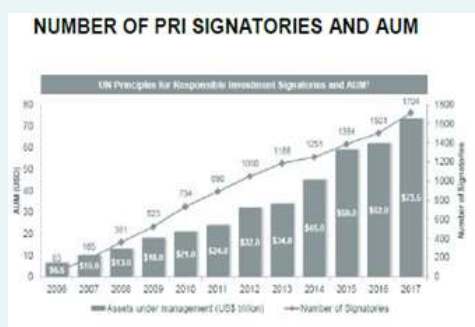
- 1- La creación en 1999 del Dow Jones Sustainability Index. Primer índice global en introducir criterios de sostenibilidad.
- 2- La presentación por parte de la ONU de los seis principios de inversión socialmente responsable. Estos principios fueron desarrollados por un grupo de inversores institucionales y promovidos por la propia ONU y se denominó [UNPRI](#). Existen más de 1.400 firmantes, operan en más de cincuenta países y gestionan activos por valor de 59.000M\$. Este segundo hito es el que regula la Inversión Socialmente Responsable.
- 3- En 2015 se introdujeron 17 hitos marcados por las Naciones Unidas, que fueron suscritos por 193 países y que se comprometen a contribuir a su cumplimiento para el 2030. Estos objetivos pretenden erradicar la pobreza, proteger el planeta y corregir las desigualdades.



¿Por qué es importante la Inversión Socialmente Responsable?

Nos encontramos ante un universo de inversión nuevo y la sostenibilidad está claramente cambiando el mercado tal y como lo conocemos. Determinados aspectos como el cambio climático, la contaminación o las condiciones laborales son aspectos que influyen directamente en las decisiones que tomamos, afortunadamente. Consiste en ser capaces de satisfacer nuestras necesidades actuales sin comprometer las necesidades futuras.

En nuestra opinión, no se trata tan solo de una moda puntual, se trata de un cambio estructural que se mantendrá en el tiempo. De hecho, el crecimiento es exponencial. En origen, este tipo de inversiones tenía una gran aceptación entre el público más joven pero progresivamente se está introduciendo en la sociedad y ya no responde solo a la demanda de un colectivo concreto.



*Fuente: DWS

*Fuente: DWS

Además la regulación jugará un papel relevante en el futuro de esta industria. Todavía existe incertidumbre acerca de cómo estará regulada. Lo que está confirmado es la existencia de un Plan de Acción para cumplir los objetivos del Acuerdo de París (2015) y promover un sistema financiero sostenible. A medio plazo, la Unión Europea propondrá más inversiones sostenibles y cada vez más las decisiones de inversión se tomarán según criterios ESG. Además a partir de 2020 los asesores podrían tener que preguntar a sus clientes si quieren tener en cuenta factores ESG en sus inversiones.

En definitiva, es solo cuestión de tiempo que este tipo de inversiones sea el estándar en el universo de inversión. Estará impulsado por una mayor conciencia social y por una regulación que lo favorecerá.

Estrategia de Inversión 3T 2019

¿Es realmente más rentable la Inversión Socialmente Responsable? ¿Cuál es el mejor vehículo?

¿Es realmente rentable la ESG? Se han realizado varios estudios que analizan este impacto. Uno de los más famosos es "[From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability can drive financial outperformance](#)", realizado por Oxford University y Arabasque Partners y concluye que, tras analizar 200 casos, las prácticas prudentes tienen un impacto positivo en el resultado de las inversiones. Además expone que en el 80% de los casos el precio de la acción se ve beneficiado por la introducción de prácticas sostenibles. Otro estudio realizado por la [Universidad de Hamburgo en combinación con Deutsche Bank](#), concluye que existe una fuerte correlación entre la introducción de criterios ESG y un mejor comportamiento financiero de las compañías. Por otra parte, compañías con mejores puntuaciones ESG suelen tener menores niveles de riesgo y por lo tanto menos *defaults*, y esto contribuye positivamente al coste de su deuda. Además aquellos Consejos de Administración y accionistas involucrados en la empresa y en principios ESG crean valor a largo plazo. Por lo tanto, es razonable considerar que, siempre escogiendo un horizonte temporal a largo plazo, es posible obtener rentabilidades futuras elevadas haciendo bien las cosas desde el punto de vista medioambiental, social y de gobierno corporativo y esta evolución será previsiblemente mejor que en aquellas compañías que no introduzcan ninguna medida.

¿Cuál es el mejor vehículo? Un fondo de inversión es una alternativa interesante. El universo de inversión es muy amplio y existen opciones interesantes tanto de renta fija como de renta variable. Incluso varias gestoras han lanzado sus fondos tradicionales que ahora incorporan criterios ESG, y los cuales además tienen, en varias ocasiones, mejor resultado. Ahora bien, como en todas las inversiones que se realizan, es muy importante ser selectivos. La selección de fondos que se ha realizado cumple la *due diligence* tradicional en Bankinter (fondos con activos bajo gestión superior a 100M€, histórico mínimo de 3 años, auditados por una auditora de primer nivel, con oficina en España y cuyo depositario y custodio son independientes). Además son gestoras firmantes del PRI y donde los criterios ESG están presentes en la totalidad del proceso de inversión.

Tipo de Activo	Gestora	Fondo	ISIN	Divisa	Rentabilidad 2019	Rent. 3A.%	Vol. 1A%	Vol. 3A%	Sharpe 3A	Patrim. M	2018	2017	2016
Renta Variable Europa													
	Robeco	RobecoSAM Sustainable European Equities	LU0187077218	EUR	14,1	8,5	11,2	11,2	0,7	723,9	-6,9	9,6	5,3
Renta Variable EE.UU.													
	Candriam	Candriam SRI Equity North America	LU1313772581	USD	15,3	7,6	14,2	12,9	0,4	266,4	-8,9	11,5	10,3
Renta Variable Global													
	DWS	Invest ESG Equity Income	LU1616932866	EUR	15,8	n.d	9,6	n.d	n.d	171,0	0,5	4,0	11,2
	Aberdeen	World Equity	LU0094547139	USD	14,5	7,6	11,0	11,3	0,5	379,9	-12,5	23,0	5,8
Renta Variable Emergentes													
	Candriam	Candriam SRI Equity Emerging Mkts	LU1434523954	EUR	13,2	9,6	16,1	15,0	0,7	457,8	-18,3	31,0	5,2
Renta Fija Europa Corporativa													
	Robeco	RobecoSam Euro SDG Credits	LU0503372608	EUR	4,7	2,0	1,8	2,0	0,9	1.041,7	-2,0	2,3	3,9
Renta Fija Global													
	Carmignac	Unconstrained Global Bond	LU0336083497	EUR	5,2	2,4	3,1	3,4	0,7	881,4	-3,7	0,1	9,5
Temáticos													
	Bankinter	Sostenibilidad	ES0115157036	EUR	13,3	6,9	12,5	12,8	0,4	17,0	-10,7	5,6	7,0

Conclusión

En definitiva, es un buen momento para comenzar a tomar posiciones en un tipo de inversiones que predominarán en el mercado en los próximos años. Inversiones que contribuirán a desarrollar una industria cada vez más sostenible. Una sociedad cada vez más concienciada, el apoyo internacional y una regulación que favorecerá este tipo de inversiones son factores que permitirán demostrar que no es una moda pasajera y que esta tendencia ha venido para quedarse.

Estrategia de Inversión 3T 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	3,2	2,6	2,6	1,9	2,2	2,6	1,6	1,9	2,2	1,5	1,7	2,0
Consumo privado	2,9	2,5	2,3	1,4	1,7	1,9	1,3	1,6	1,8	1,2	1,4	1,6
Consumo público	1,0	1,9	2,1	1,5	1,8	2,1	1,1	1,3	1,5	1,0	1,2	1,3
Formación bruta de capital fijo	2,9	4,8	5,3	3,6	4,2	4,8	3,2	3,8	4,4	2,5	2,9	3,4
de la que: Bienes de equipo	5,2	6,0	5,4	3,7	4,4	5,1	2,5	3,0	3,4	2,5	2,9	3,4
de la que: Inversión en construcción	1,1	4,6	6,2	4,3	5,0	5,8	3,5	4,1	4,7	2,6	3,0	3,5
Demanda interna (aportación)	2,4	2,9	3,0	1,9	2,2	2,5	1,7	2,0	2,3	1,4	1,7	1,9
Demanda externa (aportación)	0,8	0,1	-0,4	-0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,0	0,2
Déficit público/PIB	-4,5	-3,1	-2,5	-2,4	-2,2	-2,0	-2,0	-1,8	-1,6	-1,7	-1,5	-1,3
Deuda pública/PIB			97,1	96,2	96,0	95,8	94,6	94,4	94,2	93,0	92,8	92,6
Tasa de paro (EPA)	18,6	16,6	14,5	15,1	13,6	12,1	14,3	12,8	11,3	13,6	12,1	10,6
IPC	1,6	1,1	1,2	1,0	1,3	1,5	1,2	1,5	1,7	1,2	1,6	1,9
Tipo intervención BCE	0,00	0,00	0,00	-0,10	0,00	0,00	-0,10	0,00	0,05	-0,10	0,00	0,10
Euribor 1m	-0,37	-0,37	-0,37	-0,50	-0,40	-0,35	-0,45	-0,35	-0,35	-0,35	-0,25	-0,25
Euribor 3m	-0,32	-0,33	-0,31	-0,41	-0,31	-0,25	-0,40	-0,30	-0,30	-0,30	-0,20	-0,20
Euribor 12m	-0,11	-0,19	-0,12	-0,30	-0,20	-0,15	-0,20	-0,10	-0,10	-0,15	-0,05	-0,05
Tipos a largo (Bund 10A)	0,21	0,42	0,24	-0,30	-0,20	-0,10	-0,10	-0,05	0,20	0,20	0,30	0,40
Prima de riesgo España (p.b.)	115	114	116	60	70	80	60	70	80	60	70	80
Tipos a largo España (10A)	1,36	1,56	1,40	0,30	0,50	0,70	0,50	0,65	1,00	0,80	1,00	1,20
Crédito empresarial (cartera acumulada)	-4,5	-2,8	-6,5	-4,0	-2,8	0,0	-3,0	-1,0	1,0	-2,0	0,0	2,0
Crédito hipotecario (cartera acumulada)	-3,0	-2,4	-1,2	-3,0	0,0	1,0	-2,5	0,5	2,5	-2,0	0,8	3,0

Estrategia de Inversión 3T 2019

España: cifras clave trimestrales (%)	2018r	2019e				2020e				2021e						
		1T19r	2T19e	3T19e	4T19e	Central	1T20e	2T20e	3T20e	4T20e	Central	1T21e	2T21e	3T21e	4T21e	Central
PIB	2,6	2,4	2,4	2,1	2,0	2,2	2,1	2,0	1,8	1,8	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7
Consumo privado	2,3	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7	1,5	1,4	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Consumo público	2,1	2,0	2,0	1,6	1,6	1,8	1,5	1,4	1,3	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	5,3	4,7	4,0	4,2	3,9	4,2	4,0	4,1	3,5	3,5	3,8	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9
de la que: Bienes de equipo	5,4	6,8	4,7	3,0	3,1	4,4	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0	2,9	2,7	2,9
de la que: Inversión en construcción	6,2	4,6	4,2	5,8	5,5	5,0	4,9	5,1	3,2	3,2	4,1	3,2	3,0	3,0	2,9	3,0
Demanda interna (aportación)	3,0	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	1,9	1,8	2,0	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7
Demanda externa (aportación)	-0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Déficit público/PIB	-2,5					-2,2					-1,8					-1,5
Deuda pública/PIB	97,1					96,0					94,4					92,8
Tasa de paro (EPA)	14,5	14,7	14,0	13,5	13,6	13,6	13,7	12,8	12,6	12,8	12,8	12,9	12,0	11,8	12,1	12,1
IPC	1,2	1,3	0,7	0,8	1,3	1,3	1,4	1,5	1,4	1,5	1,5	1,6	1,5	1,7	1,6	1,6

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 3T 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 3T 2019

ANEXO II: Link directo al documento sobre la imagen

Carteras Modelo de Fondos

Carteras Modelo de Fondos

Activos	Acciones	Deuda	Alternativos	Reserva
Agresiva	70%	30%	0%	0%
Equilibrada	50%	50%	0%	0%
Defensiva	30%	70%	0%	0%

Composición de la cartera agresiva:

Activos	Acciones	Deuda	Alternativos	Reserva
Agresiva	70%	30%	0%	0%

Selección Estabilidad

SELECCIÓN ESTABILIDAD 2019	(TOD)	Meta Ret. 2020/2019	2008	2007	2006	2015	N.º SAs	Fondo UE	Cant. SAs	SA
Munich Enhanced Yield Short Term	+2,4%	+2,1%	-2,3%	+0,0%	+3,7%	+0,0%	1,1	10.329	1048	EU066510K29
Carnegie Securité	+1,2%	+2,5%	-3,0%	+0,0%	+2,1%	+2,1%	1,0	8.939	1247	FR0010148120
PIMCO Income USD	+4,5%	+4,2%	-0,7%	+6,4%	+7,4%	+2,0%	1,8	68.034	5642	EU02879FL990
Pioneer Absolute Return Multi-Strategy	-0,7%	+2,0%	-3,7%	+1,5%	+1,8%	+2,2%	2,4	1.584	5748	LU0363630707
Franklin IZ Alternative Strategies USD	+4,3%	+1,3%	-2,9%	+5,5%	+3,0%	-0,5%	3,6	2.246	5734	LU0285756108
Fidelity Global Multi Asset Income	+5,5%	+2,4%	-5,0%	+5,4%	+5,2%	+0,0%	3,4	7.972	5354	LU0987487336
Nordea Stable Return	+4,2%	+3,4%	-5,8%	+2,5%	+2,0%	+2,5%	4,3	10.329	1681	LU0217384000
Templeton Global Bond USD	+1,9%	+5,5%	+1,5%	+2,2%	+4,7%	-5,9%	7,1	15.131	1779	LU0252951362
MEDIA SELECCIÓN ESTABILIDAD 2019	+3,0%	+2,9%	-2,7%	+3,2%	+4,0%	+0,2%	3,1			

Nota: (1) Con último liquidación disponible hasta la fecha.

TOP Selección Fondos

TOP SELECCIÓN FONDOS: LISTA de CONEXIÓN de ANÁLISIS

CATEGORÍA	FONDO	Clase	Activo	Ret. 2019	Ret. 2018	Ret. 2017	Ret. 2016	Ret. 2015	Ret. 2014	Ret. 2013	Ret. 2012	Ret. 2011	Ret. 2010	Ret. 2009	Ret. 2008	Ret. 2007	Ret. 2006	Ret. 2005	Ret. 2004	Ret. 2003	Ret. 2002	Ret. 2001	Ret. 2000	Ret. 1999	Ret. 1998	Ret. 1997	Ret. 1996	Ret. 1995	Ret. 1994	Ret. 1993	Ret. 1992	Ret. 1991	Ret. 1990	Ret. 1989	Ret. 1988	Ret. 1987	Ret. 1986	Ret. 1985	Ret. 1984	Ret. 1983	Ret. 1982	Ret. 1981	Ret. 1980	Ret. 1979	Ret. 1978	Ret. 1977	Ret. 1976	Ret. 1975	Ret. 1974	Ret. 1973	Ret. 1972	Ret. 1971	Ret. 1970	Ret. 1969	Ret. 1968	Ret. 1967	Ret. 1966	Ret. 1965	Ret. 1964	Ret. 1963	Ret. 1962	Ret. 1961	Ret. 1960	Ret. 1959	Ret. 1958	Ret. 1957	Ret. 1956	Ret. 1955	Ret. 1954	Ret. 1953	Ret. 1952	Ret. 1951	Ret. 1950	Ret. 1949	Ret. 1948	Ret. 1947	Ret. 1946	Ret. 1945	Ret. 1944	Ret. 1943	Ret. 1942	Ret. 1941	Ret. 1940	Ret. 1939	Ret. 1938	Ret. 1937	Ret. 1936	Ret. 1935	Ret. 1934	Ret. 1933	Ret. 1932	Ret. 1931	Ret. 1930	Ret. 1929	Ret. 1928	Ret. 1927	Ret. 1926	Ret. 1925	Ret. 1924	Ret. 1923	Ret. 1922	Ret. 1921	Ret. 1920	Ret. 1919	Ret. 1918	Ret. 1917	Ret. 1916	Ret. 1915	Ret. 1914	Ret. 1913	Ret. 1912	Ret. 1911	Ret. 1910	Ret. 1909	Ret. 1908	Ret. 1907	Ret. 1906	Ret. 1905	Ret. 1904	Ret. 1903	Ret. 1902	Ret. 1901	Ret. 1900	Ret. 1899	Ret. 1898	Ret. 1897	Ret. 1896	Ret. 1895	Ret. 1894	Ret. 1893	Ret. 1892	Ret. 1891	Ret. 1890	Ret. 1889	Ret. 1888	Ret. 1887	Ret. 1886	Ret. 1885	Ret. 1884	Ret. 1883	Ret. 1882	Ret. 1881	Ret. 1880	Ret. 1879	Ret. 1878	Ret. 1877	Ret. 1876	Ret. 1875	Ret. 1874	Ret. 1873	Ret. 1872	Ret. 1871	Ret. 1870	Ret. 1869	Ret. 1868	Ret. 1867	Ret. 1866	Ret. 1865	Ret. 1864	Ret. 1863	Ret. 1862	Ret. 1861	Ret. 1860	Ret. 1859	Ret. 1858	Ret. 1857	Ret. 1856	Ret. 1855	Ret. 1854	Ret. 1853	Ret. 1852	Ret. 1851	Ret. 1850	Ret. 1849	Ret. 1848	Ret. 1847	Ret. 1846	Ret. 1845	Ret. 1844	Ret. 1843	Ret. 1842	Ret. 1841	Ret. 1840	Ret. 1839	Ret. 1838	Ret. 1837	Ret. 1836	Ret. 1835	Ret. 1834	Ret. 1833	Ret. 1832	Ret. 1831	Ret. 1830	Ret. 1829	Ret. 1828	Ret. 1827	Ret. 1826	Ret. 1825	Ret. 1824	Ret. 1823	Ret. 1822	Ret. 1821	Ret. 1820	Ret. 1819	Ret. 1818	Ret. 1817	Ret. 1816	Ret. 1815	Ret. 1814	Ret. 1813	Ret. 1812	Ret. 1811	Ret. 1810	Ret. 1809	Ret. 1808	Ret. 1807	Ret. 1806	Ret. 1805	Ret. 1804	Ret. 1803	Ret. 1802	Ret. 1801	Ret. 1800	Ret. 1799	Ret. 1798	Ret. 1797	Ret. 1796	Ret. 1795	Ret. 1794	Ret. 1793	Ret. 1792	Ret. 1791	Ret. 1790	Ret. 1789	Ret. 1788	Ret. 1787	Ret. 1786	Ret. 1785	Ret. 1784	Ret. 1783	Ret. 1782	Ret. 1781	Ret. 1780	Ret. 1779	Ret. 1778	Ret. 1777	Ret. 1776	Ret. 1775	Ret. 1774	Ret. 1773	Ret. 1772	Ret. 1771	Ret. 1770	Ret. 1769	Ret. 1768	Ret. 1767	Ret. 1766	Ret. 1765	Ret. 1764	Ret. 1763	Ret. 1762	Ret. 1761	Ret. 1760	Ret. 1759	Ret. 1758	Ret. 1757	Ret. 1756	Ret. 1755	Ret. 1754	Ret. 1753	Ret. 1752	Ret. 1751	Ret. 1750	Ret. 1749	Ret. 1748	Ret. 1747	Ret. 1746	Ret. 1745	Ret. 1744	Ret. 1743	Ret. 1742	Ret. 1741	Ret. 1740	Ret. 1739	Ret. 1738	Ret. 1737	Ret. 1736	Ret. 1735	Ret. 1734	Ret. 1733	Ret. 1732	Ret. 1731	Ret. 1730	Ret. 1729	Ret. 1728	Ret. 1727	Ret. 1726	Ret. 1725	Ret. 1724	Ret. 1723	Ret. 1722	Ret. 1721	Ret. 1720	Ret. 1719	Ret. 1718	Ret. 1717	Ret. 1716	Ret. 1715	Ret. 1714	Ret. 1713	Ret. 1712	Ret. 1711	Ret. 1710	Ret. 1709	Ret. 1708	Ret. 1707	Ret. 1706	Ret. 1705	Ret. 1704	Ret. 1703	Ret. 1702	Ret. 1701	Ret. 1700	Ret. 1699	Ret. 1698	Ret. 1697	Ret. 1696	Ret. 1695	Ret. 1694	Ret. 1693	Ret. 1692	Ret. 1691	Ret. 1690	Ret. 1689	Ret. 1688	Ret. 1687	Ret. 1686	Ret. 1685	Ret. 1684	Ret. 1683	Ret. 1682	Ret. 1681	Ret. 1680	Ret. 1679	Ret. 1678	Ret. 1677	Ret. 1676	Ret. 1675	Ret. 1674	Ret. 1673	Ret. 1672	Ret. 1671	Ret. 1670	Ret. 1669	Ret. 1668	Ret. 1667	Ret. 1666	Ret. 1665	Ret. 1664	Ret. 1663	Ret. 1662	Ret. 1661	Ret. 1660	Ret. 1659	Ret. 1658	Ret. 1657	Ret. 1656	Ret. 1655	Ret. 1654	Ret. 1653	Ret. 1652	Ret. 1651	Ret. 1650	Ret. 1649	Ret. 1648	Ret. 1647	Ret. 1646	Ret. 1645	Ret. 1644	Ret. 1643	Ret. 1642	Ret. 1641	Ret. 1640	Ret. 1639	Ret. 1638	Ret. 1637	Ret. 1636	Ret. 1635	Ret. 1634	Ret. 1633	Ret. 1632	Ret. 1631	Ret. 1630	Ret. 1629	Ret. 1628	Ret. 1627	Ret. 1626	Ret. 1625	Ret. 1624	Ret. 1623	Ret. 1622	Ret. 1621	Ret. 1620	Ret. 1619	Ret. 1618	Ret. 1617	Ret. 1616	Ret. 1615	Ret. 1614	Ret. 1613	Ret. 1612	Ret. 1611	Ret. 1610	Ret. 1609	Ret. 1608	Ret. 1607	Ret. 1606	Ret. 1605	Ret. 1604	Ret. 1603	Ret. 1602	Ret. 1601	Ret. 1600	Ret. 1599	Ret. 1598	Ret. 1597	Ret. 1596	Ret. 1595	Ret. 1594	Ret. 1593	Ret. 1592	Ret. 1591	Ret. 1590	Ret. 1589	Ret. 1588	Ret. 1587	Ret. 1586	Ret. 1585	Ret. 1584	Ret. 1583	Ret. 1582	Ret. 1581	Ret. 1580	Ret. 1579	Ret. 1578	Ret. 1577	Ret. 1576	Ret. 1575	Ret. 1574	Ret. 1573	Ret. 1572	Ret. 1571	Ret. 1570	Ret. 1569	Ret. 1568	Ret. 1567	Ret. 1566	Ret. 1565	Ret. 1564	Ret. 1563	Ret. 1562	Ret. 1561	Ret. 1560	Ret. 1559	Ret. 1558	Ret. 1557	Ret. 1556	Ret. 1555	Ret. 1554	Ret. 1553	Ret. 1552	Ret. 1551	Ret. 1550	Ret. 1549	Ret. 1548	Ret. 1547	Ret. 1546	Ret. 1545	Ret. 1544	Ret. 1543	Ret. 1542	Ret. 1541	Ret. 1540	Ret. 1539	Ret. 1538	Ret. 1537	Ret. 1536	Ret. 1535	Ret. 1534	Ret. 1533	Ret. 1532	Ret. 1531	Ret. 1530	Ret. 1529	Ret. 1528	Ret. 1527	Ret. 1526	Ret. 1525	Ret. 1524	Ret. 1523	Ret. 1522	Ret. 1521	Ret. 1520	Ret. 1519	Ret. 1518	Ret. 1517	Ret. 1516	Ret. 1515	Ret. 1514	Ret. 1513	Ret. 1512	Ret. 1511	Ret. 1510	Ret. 1509	Ret. 1508	Ret. 1507	Ret. 1506	Ret. 1505	Ret. 1504	Ret. 1503	Ret. 1502	Ret. 1501	Ret. 1500	Ret. 1499	Ret. 1498	Ret. 1497	Ret. 1496	Ret. 1495	Ret. 1494	Ret. 1493	Ret. 1492	Ret. 1491	Ret. 1490	Ret. 1489	Ret. 1488	Ret. 1487	Ret. 1486	Ret. 1485	Ret. 1484	Ret. 1483	Ret. 1482	Ret. 1481	Ret. 1480	Ret. 1479	Ret. 1478	Ret. 1477	Ret. 1476	Ret. 1475	Ret. 1474	Ret. 1473	Ret. 1472	Ret. 1471	Ret. 1470	Ret. 1469	Ret. 1468	Ret. 1467	Ret. 1466	Ret. 1465	Ret. 1464	Ret. 1463	Ret. 1462	Ret. 1461	Ret. 1460	Ret. 1459	Ret. 1458	Ret. 1457	Ret. 1456	Ret. 1455	Ret. 1454	Ret. 1453	Ret. 1452	Ret. 1451	Ret. 1450	Ret. 1449	Ret. 1448	Ret. 1447	Ret. 1446	Ret. 1445	Ret. 1444	Ret. 1443	Ret. 1442	Ret. 1441	Ret. 1440	Ret. 1439	Ret. 1438	Ret. 1437	Ret. 1436	Ret. 1435	Ret. 1434	Ret. 1433	Ret. 1432	Ret. 1431	Ret. 1430	Ret. 1429	Ret. 1428	Ret. 1427	Ret. 1426	Ret. 1425	Ret. 1424	Ret. 1423	Ret. 1422	Ret. 1421	Ret. 1420	Ret. 1419	Ret. 1418	Ret. 1417	Ret. 1416	Ret. 1415	Ret. 1414	Ret. 1413	Ret. 1412	Ret. 1411	Ret. 1410	Ret. 1409	Ret. 1408	Ret. 1407	Ret. 1406	Ret. 1405	Ret. 1404	Ret. 1403	Ret. 1402	Ret. 1401	Ret. 1400	Ret. 1399	Ret. 1398	Ret. 1397	Ret. 1396	Ret. 1395	Ret. 1394	Ret. 1393	Ret. 1392	Ret. 1391	Ret. 1390	Ret. 1389	Ret. 1388	Ret. 1387	Ret. 1386	Ret. 1385	Ret. 1384	Ret. 1383	Ret. 1382	Ret. 1381	Ret. 1380	Ret. 1379	Ret. 1378	Ret. 1377	Ret. 1376	Ret. 1375	Ret. 1374	Ret. 1373	Ret. 1372	Ret. 1371	Ret. 1370	Ret. 1369	Ret. 1368	Ret. 1367	Ret. 1366	Ret. 1365	Ret. 1364	Ret. 1363	Ret. 1362	Ret. 1361	Ret. 1360	Ret. 1359	Ret. 1358	Ret. 1357	Ret. 1356	Ret. 1355	Ret. 1354	Ret. 1353	Ret. 1352	Ret. 1351	Ret. 1350	Ret. 1349	Ret. 1348	Ret. 1347	Ret. 1346	Ret. 1345	Ret. 1344	Ret. 1343	Ret. 1342	Ret. 1341	Ret. 1340	Ret. 1339	Ret. 1338	Ret. 1337	Ret. 1336	Ret. 1335	Ret. 1334	Ret. 1333	Ret. 1332	Ret. 1331	Ret. 1330	Ret. 1329	Ret. 1328	Ret. 1327	Ret. 1326	Ret. 1325	Ret. 1324	Ret. 1323	Ret. 1322	Ret. 1321	Ret. 1320	Ret. 1319	Ret. 1318	Ret. 1317	Ret. 1316	Ret. 1315	Ret. 1314	Ret. 1313	Ret. 1312	Ret. 1311	Ret. 1310	Ret. 1309	Ret. 1308	Ret. 1307	Ret. 1306	Ret. 1305	Ret. 1304	Ret. 1303	Ret. 1302	Ret. 1301	Ret. 1300	Ret. 1299	Ret. 1298	Ret. 1297	Ret. 1296	Ret. 1295	Ret. 1294	Ret. 1293	Ret. 1292	Ret. 1291	Ret. 1290	Ret. 1289	Ret. 1288	Ret. 1287	Ret. 1286	Ret. 1285	Ret. 1284	Ret. 1283	Ret. 1282	Ret. 1281	Ret. 1280	Ret. 1279	Ret. 1278	Ret. 1277	Ret. 1276	Ret. 1275	Ret. 1274	Ret. 1273	Ret. 1272	Ret. 1271	Ret. 1270	Ret. 1269	Ret. 1268	Ret. 1267	Ret. 1266	Ret. 1265	Ret. 1264	Ret. 1263	Ret. 1262	Ret. 1261	Ret. 1260	Ret. 1259	Ret. 1258	Ret. 1257	Ret. 1256	Ret. 1255	Ret. 1254	Ret. 1253	Ret. 1252	Ret. 1251	Ret. 1250	Ret. 1249	Ret. 1248	Ret. 1247	Ret. 1246	Ret. 1245	Ret. 1244	Ret. 1243	Ret. 1242	Ret. 1241	Ret. 1240	Ret. 1239	Ret. 1238	Ret. 1237
-----------	-------	-------	--------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Carteras Modelo de Acciones Españolas



Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo de Acciones USA

bankinter 05-jun.-19 12:04 PM **Analisis**
Top USA Selección

Nombre Propuesta	Evolución Última Cartera (del 30-abr-19 al 31-may-19)	Modificaciones en la selección				
Principales Carteras	Cartera Anítica	Entradas				
Colgroup	70,70	0,40	14,23	-11,60%	Wal Mart	Pfizer
Walt Disney	129,99	99,20	-35,36%	Regeneron	Johnson & Johnson	
Raytheon	241,20	211,13	-7,12%	Target	Boeing	
MexcoCard	156,24	133	-9,95%	Walt Disney	JF Morgan	
Microsoft	330,86	273,68	-16,99%	Carigate	VF Corp.	
Abbott	76,78	8,33	76,13	-9,91%		
Facebook	490,40	277,47	-42,61%			
Home Depot	203,70	189,85	-6,80%			
Procter & Gamble	106,48	0,70	102,91	-3,85%		
Coca-Cola	69,06	60,33	8,73%			
Visa	184,41	151,13	-18,09%			
Oracle	181,00	133,40	-26,16%			
Mc Donald's	137,37	106,27	-22,63%			
Netflix	170,54	143,28	-16,03%			
Walt Disney	120,10	100,00	-16,65%			
Cisco	30,90	32,00	-3,56%			
Amazon	1329,52	1770,07	-23,36%			
Google	1309,98	1009,50	-22,91%			
Apple	200,67	175,07	-12,73%			
Colgate Palmolive Co.	69,90	61,60	-11,16%			

Carteras Modelo de Acciones Dividendo

Analisis y Mercados
Carteras Acciones Dividendo

La siguiente tabla ofrece con mayor detalle la evolución de la Cartera desde el 31 de diciembre de 2018, así como las principales acciones de las compañías que la componen.

Selección	Var. Abs. (%)	Var. Rel. (%)	Var. Abs. (p.p.)
Car. Med. Ampliable	1,20%	1,11%	0,09%
Car. Med. Media	1,11%	1,00%	0,11%
Car. Med. Simplificada	1,00%	1,00%	0,00%

Detalle de la evolución

Los tablos siguientes muestran la evolución individualizada de los valores que integran las 2 carteras modelo europeas durante el pasado mes.

Selección	Var. Abs. (%)	Var. Rel. (%)	Var. Abs. (p.p.)
Car. Med. Ampliable	1,20%	1,11%	0,09%
Car. Med. Media	1,11%	1,00%	0,11%
Car. Med. Simplificada	1,00%	1,00%	0,00%