

# Estrategia de Inversión

## Perspectivas 4º trimestre 2018

*La gran estabilización* (no involución).  
¿El fin de la historia? En absoluto.  
Favorecer Estados Unidos.

### Índice

---

<b>Resumen</b>	4
Síntesis de estimaciones	5
1.- Perspectiva Global	7
2.- España y Portugal	33
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	47
4.- Temática trimestral: El riesgo divisa en un fondo de inversión. ¿Cubrir o no cubrir?	59
ANEXO I: España y Portugal, cifras históricas y estimaciones - Detalle.	62
ANEXO II: Links directos a los documentos de Análisis Bankinter.	64

### Equipo de Análisis y Asesoramiento

---

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

Fecha y hora de publicación de este informe: 28 de Sept. de 2018, 10:00h

## Advertencias legales

---

### Certificación de analistas

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

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

### Información importante

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

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

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

En los últimos 12 meses, el Grupo Bankinter, ha participado como asegurador y/o colocador y/ director/codirector en ofertas públicas de valores y ha percibido por tanto remuneraciones basadas en ello de las siguientes compañías: Prosegur Cash S.A, Masmovil Ibercom S.A, Neinor Homes S.A, Oryzon Genomics S.A, Aixare Patrimonio SOCIMI S.A, Grupo Antolin Irausa S.A, Audax energía S.A, Netex Knowledge Factory SL, Acciona S.A y Euron Wireless Telecom, S.A.

El Grupo Bankinter no es parte de un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación y no tiene suscritos contratos de liquidez o de creación de mercado con la compañía objeto de análisis en el presente informe.

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

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

-D. Pedro Guerrero Guerrero, Presidente del Consejo de Administración de Bankinter, es Consejero de Prosegur Compañía de Seguridad, S.A.

-D. Fernando Masaveu Herrero, Consejero de Energías de Portugal S.A.

-D. Gloria Hernandez Garcia, Consejera de Gamesa Corporación Tecnológica 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 intereses, incluyendo áreas separadas y en su caso, establecer medidas para prevenir y detectar el abuso de mercado con arreglo al Reglamento (UE) nº 596/2014 así como lo recogido en el Reglamento Delegado (UE) 216/958 relativo a la preparación de recomendaciones. La información relativa a la gestión de los conflictos de intereses y el Reglamento interno de conducta están disponibles bajo petición.

### Sistema de recomendaciones

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

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

### Aviso Legal

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

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

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

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

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

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

Todos los informes emitidos por el Departamento de Análisis de Bankinter S.A están a disposición de los clientes en la página web de Bankinter S.A ([www.bankinter.es](http://www.bankinter.es)).

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

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

## Resumen

- ***El 4T podría ser el mejor trimestre de 2018 para las bolsas europeas, pero sin ilusión.***-

Este año las bolsas europeas ofrecen retornos negativos cuando no debería ser así, pero la incertidumbre sobre la pérdida de tracción del ciclo expansivo y la política han provocado una reacción negativa desproporcionada que debería tender a corregirse en el 4T. Este trimestre debería ofrecernos un contexto más estable y una evolución del precio de los activos más predecible. En Europa la situación de fondo es mejor de lo que aparenta, pero la política sigue presionando a la economía, sobre todo en relación a las finanzas públicas, así que las rentabilidades (TIR) de mercado de los bonos soberanos corporativos no tardarán en elevarse. El soporte que el BCE proporciona a los precios de estos activos mediante su programa de inyección de liquidez (APP) desaparecerá en Diciembre 2018, haciendo inevitable el ajuste a la baja en sus precios. Todavía pasará tiempo antes de que los bonos europeos vuelvan a ser atractivos en términos de TIR de entrada (compra). Creemos probable que el EuroStoxx-50 consiga cerrar 2018 en positivo (aunque Italia lo pone francamente difícil), pero no así el Ibex-35 debido a la inestabilidad en la toma de decisiones políticas, sobre todo en aspectos que afectan directa e inmediatamente al Consumo Privado, a los beneficios empresariales y a la deuda y déficit públicos.

- ***¿Es el fin del ciclo? ¡En absoluto!.***-

Se trata de la entrada en una fase de normalización del ciclo durante la cual debemos ser mucho más selectivos que antes y aceptar que no siempre la evolución de todos los activos responde a pautas lógicas a corto plazo. Pragmatismo. Continuamos prefiriendo la bolsa americana al resto. Nos parece la más fiable al estar respaldada por unos resultados empresariales muy sólidos que, además, baten expectativas, y por un ciclo económico "intensamente expansivo" en el cual los precios inmobiliarios suben de manera constante y a un ritmo sostenible (en torno a +6% a/a) y, sobre todo, compatible con el crecimiento nominal de la economía. En Estados Unidos el inversor disfruta de un contexto "normal" en cuanto a las alternativas de que dispone: los bonos soberanos le ofrecen rentabilidades superiores al 2% desde 1 mes hasta 5 años y superiores al 3% en plazos más largos, la bolsa proporciona retornos en la zona baja del doble dígito y el inmobiliario se revaloriza a un ritmo que aproximadamente triplica la inflación. No se puede pedir más.

- ***Los que consideramos son los 3 principales riesgos abiertos tenderán a diluirse o, al menos, a asumirse deportivamente en los próximos meses.***-

Incluso puede que más rápidamente de lo que se piensa. Estos son: proteccionismo, política europea e inestabilidad de los emergentes. Estados Unidos será el ganador del reajuste arancelario y China el perdedor. Conviviremos *cordialmente* con la inestable política europea, aunque ésta seguirá limitando o bloqueando el avance de las bolsas. Y los emergentes se estabilizarán poco a poco para quedar olvidados durante cierto tiempo. Tal vez no sea mucho mejor que lo que tenemos ahora, pero sí "menos malo".

- ***Las bolsas rebotarán un poco hasta Diciembre y el yen tenderá a depreciarse.***-

Teniendo en cuenta que la Fed se volverá menos proactiva a medida que se acerquen las elecciones de medio mandato de Noviembre y que el entorno macro europeo mejorará, lo lógico sería que el **eurodólar** se moviera en el corto plazo en el rango 1,14/1,20, siendo más probable su cercanía hacia 1,20. Para el periodo 2019/20 revisamos nuestro rango estimado desde 1,20/1,30 hasta 1,15/1,20, lo que equivale a admitir que la solidez americana influirá positivamente sobre el USD, incluso a pesar de la probable mejora del contexto europeo. La pseudonormalización de los emergentes favorecerá la depreciación del **yen** más allá de 135/€. Los **potenciales de las bolsas** a 12 meses vista oscilan entre +15% (S&P500) y +13% (Ibex-35%) y estimamos rebotes modestos para Diciembre 2018, seguramente cerrándose algo el diferencial negativo de Europa con Estados Unidos.

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.-

Estimaciones Bankinter	2011r	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e
<b>1.- PIB (media anual)</b>										
España	0,1	-2,9	-1,7	1,4	3,4	3,3	3,1	2,6	2,3	2,1
Eurozona	1,6	-0,7	-0,4	0,9	1,6	1,7	2,5	2,0	1,8	1,7
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>-150</i>	<i>-220</i>	<i>-130</i>	<i>50</i>	<i>180</i>	<i>160</i>	<i>60</i>	<i>60</i>	<i>50</i>	<i>40</i>
Portugal	-1,6	-3,2	-1,4	0,7	1,5	1,4	2,7	2,1	2,3	2,0
EE.UU.	1,6	2,3	2,2	2,4	2,4	1,6	2,3	3,0	2,5	2,1
R.Unido	1,6	0,7	1,7	2,5	2,3	2,1	1,7	1,3	1,5	1,6
Suiza	2,0	1,1	1,8	1,9	0,8	1,3	1,6	2,3	1,9	1,7
Japón (año natural)	-0,2	1,5	2,0	0,4	1,4	1,0	1,8	1,1	1,4	1,2
China	9,6	7,8	7,3	7,4	6,9	6,7	6,9	6,5	6,0	5,8
India (año natural)	7,7	4,8	6,1	7,0	7,5	7,9	6,7	7,5	7,4	7,5
Brasil	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,5	1,0	1,5	2,6	3,0
Rusia	4,2	3,8	1,8	0,8	-2,8	-0,3	1,5	1,8	1,7	1,7
<b>2.- IPC</b>										
España	2,4	2,9	0,3	-1,0	0,0	1,6	1,1	1,7	1,6	1,8
Eurozona	2,7	2,2	0,8	-0,2	0,2	1,1	1,4	1,8	1,6	1,7
Portugal	3,9	2,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	1,5	1,1	1,3	1,4
EE.UU.	3,0	1,7	1,5	0,8	0,5	2,1	2,1	2,5	2,2	2,1
R.Unido	4,2	2,7	2,0	0,5	0,2	1,6	3,0	2,6	2,1	2,0
Suiza	0,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,3	0,0	0,5	1,0	1,1	1,2
Japón	-0,2	-0,1	1,6	2,4	0,2	0,3	1,0	0,9	1,2	1,0
China	4,1	2,5	2,5	1,5	1,6	2,1	1,8	2,2	2,3	2,3
India	6,5	11,2	5,9	-1,2	-2,4	2,1	3,6	4,1	4,7	4,5
Brasil	6,5	5,8	5,9	6,4	10,7	6,3	3,0	4,0	4,2	4,1
<b>3.- Paro</b>										
España (EPA)	22,6	25,8	25,7	23,7	20,9	18,6	16,5	14,8	13,2	12,7
Eurozona	10,7	11,9	11,9	11,3	10,4	9,6	8,6	8,1	7,8	7,5
Portugal	13,9	16,8	15,3	13,5	12,2	10,5	8,1	6,8	6,6	6,5
EE.UU.	8,9	8,1	7,4	6,2	5,0	4,7	4,1	3,6	3,5	3,5
R.Unido	8,4	7,8	7,2	5,7	5,1	4,8	4,5	4,0	4,1	4,2
Suiza	2,8	2,9	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2	2,6	2,6	2,6
Japón	4,5	4,3	3,7	3,4	3,3	3,1	2,7	2,5	2,4	2,3
China	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	3,9	4,0	4,2	4,3
Brasil	4,7	6,9	6,2	6,5	9,0	12,0	11,8	12,5	11,9	11,5
<b>4.- Crédito s. privado</b>										
España, empresarial (%)	-4,2	-14,5	-13,3	-6,3	-4,9	-4,5	-2,8	0,3	0,9	1,0
España, hipotecario (%)	-1,3	-3,0	-4,2	-3,0	-4,7	-3,0	-1,3	0,4	0,7	1,1
<b>5.- Tipos oficiales (Dic.)</b>										
UEM. Tipo intervención	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	0,0	0,0	0,0	0,10	0,40
UEM. Tipo depósito	0,00	0,00	0,00	-0,20	-0,30	-0,40	-0,40	-0,40	0,00	0,15
UEM. Compra activos (m€ / mes)	0	0	0	0	60	80	60	15	0	0
EE.UU.	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,25/0,5	0,5/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	3,00/3,25	3,0/3,25
R.Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,25	0,50	0,75	1,00	1,50
Suiza	0/0,25	0/0,25	0/0,25	-0,75/0,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,00/-1,00	-0,00/-1,00
Japón	0,0/0,10	0/0,10	0/0,10	0/0,10	0/0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China(*)	6,56	6,00	6,00	5,60	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,20
India	8,50	8,00	7,75	8,00	6,75	6,25	6,00	6,75	6,75	6,50
Brasil	11,00	7,25	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	6,75	6,75
<b>6.- Bono 10A (Dic.)</b>										
España	5,17	5,29	4,14	1,61	1,76	1,36	1,56	1,65	2,00	2,40
Alemania	1,83	1,32	1,85	0,54	0,63	0,21	0,43	0,65	1,00	1,40
Portugal	13,4	7,00	6,13	2,69	2,52	3,76	1,94	2,00	2,50	2,70
EE.UU.	1,90	1,75	3,02	2,17	2,26	2,45	2,35	3,15	3,50	3,75
R.Unido	3,30	1,77	2,92	1,77	1,96	1,24	1,20	1,70	2,10	2,50
Suiza	0,82	0,51	0,99	0,27	-0,40	-0,20	-0,20	0,30	0,60	0,80
Japón	0,99	0,79	0,74	0,33	0,26	0,05	0,04	0,15	0,20	0,25
<b>7.- Divisas</b>										
Eurodólar	1,296	1,319	1,374	1,209	1,086	1,052	1,175	1,14/1,20	1,15/1,20	1,15/1,20
Euroyen	99,66	114,5	144,7	144,8	130,6	123,0	135,3	130/140	135/145	135/145
Dólar yen	76,9	86,8	105,3	119,8	120,2	117,0	112,7	107/123	113/126	113/126
Eurolibra	0,833	0,812	0,830	0,776	0,737	0,84	0,88	0,85/0,90	0,85/0,90	0,90/0,95
Eurosuizo	1,217	1,210	1,227	1,203	1,088	1,07	1,16	1,10/1,15	1,15/1,20	1,15/1,20
<b>8.- Materias primas (Dic.)</b>										
Petróleo (Brent, \$/b.)	106,3	113,0	109,6	57,3	37,3	53,6	66,9	80/85	75/80	65/75
Oro (\$/oz.)	1.564	1.661	1.218	1.184	1.061	1.141	1.256	1.200/1.250	1.150/1.250	1.100/1.200

Fuente: Estimaciones Sept.'18 Análisis Bankinter

En bonos, divisas y materias primas 2017 y anteriores son cierres de mercado al 31 Dic.

(\*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2017	1T18	2T18	3T18	4T18	2018	1T19	2T19	3T19	4T19	2019	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
EE.UU.	2,3	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	2,7	2,5	2,4	2,3	2,5	2,2	2,0	2,0	1,9	2,0
ESPAÑA	3,1	3,0	2,7	2,5	2,3	2,6	2,4	2,3	2,1	2,2	2,3	2,2	2,3	2,0	2,1	2,1
UEM	2,5	2,4	2,1	1,9	1,8	2,0	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,80	1,70	1,70	1,65	1,7
PORTUGAL	2,7	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	2,8	1,7	2,4	2,2	2,3	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
R. Unido	1,7	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,5	1,4	1,6	1,5	1,6	1,7	1,5	1,7	1,6
JAPÓN	1,8	1,0	1,3	1,0	1,2	1,1	1,4	1,3	1,5	1,3	1,4	1,10	1,20	1,30	1,20	1,2
CHINA	6,9	6,8	6,7	6,4	6,2	6,5	6,1	6,1	6,0	5,9	6,0	5,8	6,0	5,7	5,8	5,8
BRASIL	1,0	1,2	1,0	2,1	1,8	1,5	2,2	3,3	2,5	2,5	2,6	2,8	3,0	3,1	3,1	3,0
RUSIA	1,6	1,3	1,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,6	1,8	1,7
INDIA	6,4	7,7	7,6	6,9	7,1	7,3	7,5	7,6	7,9	8,0	7,8	7,9	7,7	7,4	7,5	7,6
IPC	2017	1T18	2T18	3T18	4T18	2018	1T19	2T19	3T19	4T19	2019	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
EE.UU.	2,1	2,4	2,9	2,7	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0	2,1	2,1
ESPAÑA	1,1	1,2	2,3	2,2	1,7	1,7	1,7	1,5	1,9	1,6	1,6	1,7	1,5	1,9	1,8	1,8
UEM	1,4	1,3	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,60	1,60	1,70	1,70	1,7
PORTUGAL	1,5	0,7	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
R. Unido	3,0	2,5	2,4	2,7	2,6	2,6	2,5	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
JAPÓN	1,0	0,6	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8	1,0	1,0	1,2	1,2	0,60	0,80	0,80	1,00	1,0
CHINA	1,8	2,1	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3
BRASIL	3,0	2,7	4,4	4,2	4,0	4,0	4,0	4,2	4,1	4,2	4,2	4,2	4	4,1	4,1	4,1
INDIA	3,6	4,3	4,9	4,5	4,1	4,1	4,4	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,5
Paro	2017	1T18	2T18	3T18	4T18	2018	1T19	2T19	3T19	4T19	2019	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
EE.UU.	4,1	4,1	4,0	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
ESPAÑA	16,5	16,7	15,4	14,6	14,8	14,8	14,9	13,7	13,1	13,2	13,2	13,2	12,9	12,6	12,7	12,7
UEM	8,6	8,4	8,2	8,2	8,1	8,1	8,1	8,0	7,9	7,8	7,8	7,80	7,70	7,60	7,50	7,5
PORTUGAL	8,1	7,5	6,8	6,8	6,8	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
R. Unido	4,4	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2
JAPÓN	2,7	2,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,30	2,30	2,30	2,30	2,3
CHINA	3,9	3,9	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3
BRASIL	11,8	13,1	12,4	12,5	12,5	12,5	12,4	12,2	12,0	11,9	11,9	11,9	11,7	11,5	11,5	11,5
Tipo Dtor.	2017	1T18	2T18	3T18	4T18	2018	1T19	2T19	3T19	4T19	2019	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
EE.UU.	1,25/1,5	1,50/1,75	1,75/2,0	2,0/2,25	2,25/2,5	2,25/2,5	2,5/2,75	2,75/3,0	2,75/3,0	3,00/3,25	3,00/3,25	3,0/3,25	3,0/3,25	3,0/3,25	3,0/3,25	3,0/3,25
UEM	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,0	0,0	0,00	0,00	0,10	0,10	0,10	0,20	0,30	0,40	0,40
UEM (Dep.)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,15	0,15
UEM (QE)	60	30,0	30,0	30,0	15,0	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
R. Unido	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50
JAPÓN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CHINA	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,25	4,20	4,20	4,20
BRASIL	7,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
INDIA	6,00	6,00	6,25	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,50	6,50	6,50

Fuente: Estimaciones Sept.'18 Análisis Bankinter  
 (\*) China: 1 year Benchmark Lending Rate



## Informe de Estrategia de Inversión 4º trimestre 2018

Sept./Dic., 2018.

### 1.- Perspectiva Global.

*"La inteligencia es la capacidad para adaptarse al cambio"*  
Stephen Hawking

En nuestra Estrategia de Inversión del trimestre anterior advertíamos sobre los riesgos de la desaceleración del ciclo global y, sobre todo, con respecto a la necesidad de tener paciencia con las bolsas, que avanzarían muy despacio. De hecho, aludíamos a una estrategia que coloquialmente denominábamos **P3**: Posicionamiento, Perseverancia y Paciencia. A la vista de los resultados ofrecidos por las bolsas europeas a lo largo de 2018 queda demostrado que nunca tendremos demasiada paciencia. Ni suficiente perseverancia, sobre todo cuando vemos que la bolsa americana ofrece avances más que decentes mientras que prácticamente el resto del mundo retrocede o, en el mejor de los casos se estanca. Pero la situación podría mejorar en el 4º trimestre, aunque nuestra preferencia de inversión sigue siendo Estados Unidos, donde tanto la bolsa como los bonos y el inmobiliario se encuentran en condiciones de ofrecer rentabilidades positivas y, generalmente, coherentes con el riesgo asumido en cada clase de activo. Es el lugar más fiable por ciclo económico y beneficios empresariales.

*Las bolsas europeas podrían mejorar en el 4T pero, aun contando con ello, nuestra preferencia sigue siendo la bolsa americana.*

*:: 2018 está siendo endiablidamente complicado, pero es probable que mejore en el 4T.-*

Debería estar siendo un año más bien bueno en lo que a mercados se refiere, pero la falta de dirección de los activos, excepto en lo que a bolsa americana e inmobiliario se refiere, está decepcionando. **Resulta francamente difícil "ganar dinero". El sentido común y las valoraciones ahora no ayudan necesariamente en esta tarea.** Las bolsas europeas arrojan pérdidas, los bonos generalmente también (los gestores de fondos de bonos que consiguen rentabilidades positivas son muy pocos), la mayoría de los fondos de estilo de gestión de retorno absoluto incumplen su mandato (es decir, conseguir retornos positivos en cualquier contexto de mercado), los emergentes se tambalean y los precios inmobiliarios empiezan a correr demasiado, sobre todo en España (residencial +10,7% en 2T).

TABLA 1.2: Rentabilidades anuales ofrecidas por las principales bolsas desde 2007

Índice	DIC'07	DIC'08	DIC'09	DIC'10	DIC'11	DIC'12	DIC'13	DIC'14	DIC'15	DIC'16	DIC'17	Sept.'18
IBEX	+8%	-36%	+30%	-15%	-17%	-6%	+16%	+4%	-7%	-2%	+7%	-6%
EUROSTOXX 50	+4%	-42%	+20%	-4%	-22%	+14%	+12%	+1%	+4%	+1%	+6%	-2%
S&P 500	+1%	-39%	+28%	+10%	-3%	+12%	+26%	+11%	-1%	+10%	+19%	+9%
Nikkei 225	-11%	-50%	+16%	-2%	-18%	+15%	+57%	+7%	+9%	+1%	+19%	+5%
MSCI WORLD	+4%	-40%	+30%	+8%	-10%	+12%	+20%	+3%	-3%	+5%	+20%	+4%

Nota: Hasta el 25.09.2018

Fuente: Análisis Bankinter.



¿Es el fin del ciclo? ¡En absoluto! Se trata de la **entrada en una fase de normalización del ciclo durante la cual debemos ser mucho más selectivos** que antes y asumir que no siempre la evolución de todos los activos responde a pautas lógicas a corto plazo. Ese es el caso de las bolsas europeas, especialmente. Ofrecen retornos negativos cuando no debería ser así, pero la incertidumbre sobre la pérdida de tracción del ciclo expansivo y la política (la influencia del populismo tanto sobre las finanzas públicas, como sobre las expectativas de crecimiento económico) han provocado una reacción negativa desproporcionada que debería tender a corregirse en el 4T. **Este trimestre debería ofrecernos un contexto más estable y una evolución del precio de los activos más predecible.**

*Entramos en una fase de normalización difícil de gestionar...*

*:: Aunque resulte explicable que este año la bolsa americana suba y la europea retroceda, el desacoplamiento es excesivo y no está justificado.-*

Pero **continuamos prefiriendo la bolsa americana al resto**. Nos parece la más fiable al estar respaldada por unos resultados empresariales muy sólidos que, además, batan expectativas, y por un ciclo económico no solo expansivo, sino "intensamente expansivo" en el cual los precios inmobiliarios se expanden de manera constante y a un ritmo sostenible (en torno a +6% a/a) y, sobre todo, perfectamente compatible con el crecimiento nominal de la economía.

*...típica de la última etapa de un ciclo expansivo...*

**En Europa la situación de fondo es mejor de lo que aparenta**, pero el factor político introduce incertidumbres sobre la gestión de la economía, sobre todo en relación a las finanzas públicas, que no tardarán en elevar las rentabilidades (TIR) de mercado de los bonos soberanos... y también corporativos. **El soporte que el BCE proporciona a los precios de estos activos mediante su programa de inyección de liquidez (APP) desaparecerá progresivamente a lo largo del último tramo de 2018**, haciendo inevitable el ajuste a la baja en los precios de estos activos, sobre todo en el arranque de 2019. Todavía pasará tiempo antes de que los bonos europeos vuelvan a ser atractivos en términos de TIR de entrada (compra). Esto ya sucede en Estados Unidos, donde el inversor disfruta de un contexto "normal" en cuanto a las alternativas de que dispone: los bonos soberanos le ofrecen rentabilidades superiores al 2% desde 1 mes hasta 5 años y superiores al 3% en plazos más largos, la bolsa proporciona retornos en la zona baja del doble dígito y el inmobiliario se revaloriza a un ritmo que aproximadamente triplica la inflación. No se puede pedir más. Por eso **tiene sentido que el mercado americano sea el más atractivo y fiable, pero eso no justifica que las bolsas europeas arrojen pérdidas** este año, sobre todo con unos beneficios empresariales expandiéndose en el entorno de +12% (BPA EuroStoxx-50). Por eso pensamos que, en cuanto el frente político se alivie algo (Italia, España, pero también Alemania y otros estados), **el saldo negativo de las bolsas europeas debería regresar a positivo**, aunque en niveles no generosos debido a las incertidumbres abiertas. Pensamos que sería razonable esperar que el EuroStoxx-50 cierre modestamente en positivo este año, tal vez en el entorno de +2% vs -2% hasta ahora. **El Ibex-35 tiene más difícil regresar a positivo** debido a la inestabilidad en la toma de decisiones políticas, sobre todo en aspectos que afectan directa e inmediatamente al Consumo Privado, a los beneficios empresariales (impuestos, regulación...) y a la deuda y el déficit públicos.

*...y debemos asumir que no siempre la evolución de los precios de todos los activos responde a pautas lógicas a corto plazo.*

*:: Tras una fase de desaceleración del ciclo global durante los últimos meses la situación se reconduce y estabiliza, pero no involucre. -*

Hay que ocuparse y seguir muy de cerca la evolución de los acontecimientos, pero no preocuparse de manera derrotista o desproporcionada. **Hemos llegado a la fase final de un ciclo expansivo, caracterizada por la intensificación de los movimientos corporativos (M&A) y por las dudas sobre los multiplicadores pagados (PER, P/CF, EV/Ebitda, etc.),** sobre todo en el mercado americano una vez que Wall Street se ha situado en máximos históricos... unos máximos históricos que, sin embargo, defendemos que están justificados en base a la evolución de unos beneficios empresariales, que son (BPA del S&P500) aproximadamente un 60% superiores a los previos a la crisis financiera, algo que no sucede aún en Europa (y que no se sabe cuándo sucederá).

El **patrón de la recuperación de una crisis** es conocido, predecible y se repite: la **primera fase** consiste en una expansión muy dinámica de las bolsas en base a la aceptación de multiplicadores más elevados al mejorar las expectativas sobre los beneficios (muchos de los cuales pasan de negativo a positivo, de pérdidas a beneficios); durante la **segunda fase** la inflación se reactiva, los tipos de interés empiezan a subir, los beneficios empresariales se consolidan en positivo y eso hace que las bolsas avancen de forma menos rotunda, incluso con tomas de beneficios pasajeras para permitir la rotación de sectores (generalmente desde compañías "growth" hacia "value"); y en la **tercera y última fase**, en la que nos encontramos ahora, las bolsas avanzan de forma más comedida en coherencia con la expansión de los resultados empresariales de largo plazo, que también es más modesta, los costes de financiación permanecen bajos pero con expectativas de aumentar y eso hace que, en un contexto de negocio estable y confiado, tengan lugar frecuentes movimientos corporativos bien para concentrar sectores y reducir el número de competidores, bien para ganar economías de escala. Como en esta etapa las compañías priorizan su posicionamiento competitivo y la dimensión, una vez ya han conseguido notables mejoras de eficiencia durante una crisis ya superada, los apalancamientos operativos de las cuentas de resultados suelen ser superiores y eso permite o incita a aceptar multiplicadores más bien generosos en las fusiones y adquisiciones.

**Esta es la etapa más inflacionista para las cotizaciones**, a pesar de tener lugar en la última fase de la recuperación, ya que las primas pagadas sobre las cotizaciones de las compañías adquiridas deben ser lo suficientemente atractivas como para competir con éxito con otros posibles adquirientes y porque se calculan en base a una prolongada serie futura expansiva de los beneficios de la empresa objeto de adquisición puesto que aún es pronto para estimar con una mínima fiabilidad cuándo llegará el siguiente ciclo contractivo. En ese punto estamos ahora y no es un punto que nos lleve hacia una involucre.

Los que consideramos son **los 3 principales riesgos abiertos tenderán a diluirse o, al menos, a asumirse deportivamente en los próximos meses.** Incluso puede que más rápidamente de lo que se piensa. Estos son proteccionismo, política europea e inestabilidad de los emergentes.

*La probabilidad de una involucre en el ciclo y en los precios de los activos sigue siendo reducida.*

*Estamos en la fase del ciclo expansivo más inflacionista para las cotizaciones debido a la frecuencia de los movimientos corporativos.*

*El proteccionismo, la política europea y la inestabilidad de los emergentes son factores detractores del ciclo y del mercado que tenderán a reducir su influencia en el último tramo del año.*

TABLA 1.2: Estimaciones de crecimiento (PIB) actuales y anteriores

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

e = Estimación propia

(\*) Junio 2018. Informe de Estrategia de Inversión 3T 2018.

Fuente: Análisis Bankinter.

**:: Los riesgos abiertos reducirán su capacidad de influencia, pero dejarán heridas y cicatrices.-**

El proteccionismo americano muda progresivamente hacia lo que desde el principio defendimos que es: **un agresivo reajuste de las relaciones comerciales de Estados Unidos con el resto del mundo, pero sobre todo con China**. Los perjuicios sobre Canadá o Europa serán puntuales y colaterales. ¿Y por qué Canadá y Europa también? Sencillamente porque el petróleo canadiense, principalmente de arenas bituminosas en Alberta, compite con el americano. Y porque los aranceles para el comercio de autos entre Estados Unidos y Europa (las diferencias comerciales se centran sobre todo en autos) son asimétricas: las exportaciones europeas soportan un 2,5% y las americanas un 10%. Pero, al margen de esta especie de realineamiento arancelario con Europa, el conflicto se centra en China. Y **el ganador será Estados Unidos**, aunque solo sea porque puede actuar sobre unos 500.000M\$ de importaciones chinas mientras que China solo puede actuar sobre unos 125.000M\$ de importaciones americanas. Por eso **China no tendrá más remedio que centrar sus esfuerzos en ganar competitividad por una vía distinta a los precios**, lo que exige un reenfoque estratégico y una liberalización progresiva de su economía, levantando o suavizando las actuales barreras al comercio y a la inversión extranjera. Ese cambio llevará años y mientras tanto su economía se ralentizará. Pero en el largo plazo le favorecerá, haciendo de la economía china una economía más abierta. Todo esto no hace sino respaldar nuestra recomendación de no invertir en China, recomendación que mantenemos desde hace unos 3 años, al menos.

La **política europea** tomará, en la mayoría de los casos, la forma de un inconveniente con el que convivir. Nada más grave. Eso no es bueno, pero sí "menos malo" que el papel que ha desempeñado en los primeros 9 meses de 2018. El mayor poder de influencia del populismo en los gobiernos europeos (incluso en Alemania, con AfD) probablemente derivará en un **deterioro de las finanzas públicas y un crecimiento más**

*Estados Unidos será el ganador del reajuste de los aranceles,...*

*...y nos acostumbraremos a convivir cordialmente con la incertidumbre política en Europa.*

**lento** pero eso, aparte de ralentizar la creación de empleo y el Consumo Privado (que no es poco, pero tampoco es tan grave como para que las bolsas europeas se sitúen en negativo), sólo tendrá como consecuencia que el BCE podría ir más lento de lo esperado en su proceso de retirada. Sobre todo en lo que a empezar a subir tipos se refiere.

Durante 2019 tendrán lugar **relevos importantes tanto en Comisión Europea, como en el BCE** y eso puede hacer, junto con el contexto económico menos expansivo que se acaba de describir, que el proceso de normalización de tipos de interés en la Eurozona se vuelva incierto en cuanto a tiempos. Tan probable es que se retrase y sea más suave, como que se vuelva más agresivo. Por un lado, una economía menos dinámica y sometida a la influencia del populismo podría dar lugar a que el BCE empiece a subir tipos más tarde de lo esperado. En un escenario central, estimamos que, efectivamente, en Diciembre de 2018 terminará el programa de inyección de liquidez o APP, tal y como ahora es generalmente aceptado que sucederá, mientras que a lo largo de 2019 situará poco a poco en 0% su tipo de depósito desde el -0,40% actual y su tipo de crédito o de intervención en el rango 0,05%/0,15% porque pensamos que la primera o las primeras subidas serán "milimétricas y de experimentación". Luego, a lo largo del 2020 podría situarse en torno al 0,40%, donde se estabilizaría, a menos que la economía europea gane más tracción.

Pero, por otro lado, **el probable nombramiento de responsables más duros o "hawkish" al frente del BCE** podría llevar a que, de todas formas, ante el más mínimo repunte de la inflación, incluso aunque éste se debiera simplemente al petróleo, el BCE decida ir más rápido. La cuestión es que el italiano Draghi será relevado en Octubre 2019 y resulta improbable que el alemán Weidmann le sustituya, como quería Alemania hasta hace poco. Su enfoque excesivamente "hawkish" y sus insistentes declaraciones en ese sentido durante los últimos años han hecho inviable un consenso a su favor. En consecuencia, Alemania se centrará en aumentar su influencia mediante nombramientos en otros cargos europeos de carácter más político: Tajani, Presidente del Parlamento Europeo, termina su actual mandato en Julio 2019; Juncker, actual Presidente de la Comisión Europea, en Octubre 2019; y Tusk, Presidente del Consejo Europeo, en Noviembre 2019. Sin embargo, **Alemania probablemente aspira a aumentar su influencia en el BCE de todas formas, para lo cual promovería la candidatura de Liikanen**, actual gobernador del Banco de Finlandia y anterior Comisario Europeo, para sustituir a Draghi. Contaría con el respaldo de Austria y Holanda, además de Finlandia, al menos. Teniendo en cuenta que el actual subgobernador es un español (De Guindos), esta propuesta sí podría conseguir el respaldo suficiente una vez que Holanda (Duisenberg), Francia (Trichet) e Italia (Draghi) ya han dirigido el BCE con anterioridad. Si ese fuera el desenlace, con Liikanen al frente del BCE y la inflación europea repuntando algo por encima del 2% debido al petróleo (Sept. +2%), aunque la Tasa Subyacente o tendencial permanezca en niveles claramente inferiores (+1,0%), las subidas de tipos en la Eurozona podrían ir más allá y ser más rápidas de lo que se piensa. Nuestra estimación del tipo director en 0,40% en 2020 se apoya en una probabilidad superior de que Liikanen sea el siguiente gobernador del BCE, que lleve adelante una política monetaria algo más dura y que la economía europea descelere sólo un poco.

Sin embargo, en el fondo **eso tendría más ventajas que inconvenientes**. Nuestro argumento fundamental para pensar así es doble. En primer

*El tipo director del BCE podría subir hasta incluso 0,40% en 2020 y eso debería ser interpretado como una buena noticia, no solo para la industria bancaria.*

*El BCE podría adoptar un enfoque más duro si Liikanen sustituye a Draghi al frente del BCE, como creemos probable que suceda.*

lugar, es necesario que el contexto europeo se aproxime cuanto antes y lo más posible al americano, en el que los bonos empiezan a representar una alternativa de inversión razonable, como se ha argumentado antes. De esa manera el inversor europeo enfrentaría una situación casi normalizada, aunque a escala inferior a la que hoy disfruta Estados Unidos: los bonos ofrecerían un retorno aceptable y podrían representar una alternativa a las bolsas pero con riesgo muy bajo (el riesgo nunca es cero, ni siquiera en un bono que se conserva en cartera hasta su vencimiento), las bolsas ofrecerían una expectativa de revalorización razonable (lo sucedido en 2018 es atribuible a la política y no es representativo) y el inmobiliario continuaría ofreciendo un atractivo suficiente por ciclo y demanda final, a pesar de unas subidas de tipos que, incluso en su versión más agresiva bajo el mandato de Liikanen, serían milimétricas (¿0,50% en 2020 en lugar de 0,40%, por ejemplo?).

Pero, volviendo a la enumeración de los **riesgos abiertos**, no podemos olvidar que el tercer de ellos es **la delicada situación de las economías emergentes**, que ahora están, sencillamente, fuera de combate. **Argentina** pedirá más dinero al FMI en no mucho tiempo y el mercado lo encajará con deportividad. **Turquía** entrará en un declive lento en lo que a crecimiento económico se refiere pero su divisa dejará de caer a plomo y su situación pasará desapercibida poco a poco. **Brasil** seguirá bloqueado no sólo por la política sino también por una estructura económica que se resiste a evolucionar y que proporcionará crecimientos de su PIB absolutamente insuficientes (lo que podría terminar generando tensiones sociales de difícil solución). **China** crecerá cada vez menos debido a su alto endeudamiento y a las presiones comerciales... e **India** seguirá sufriendo el contagio negativo de esta complicada situación desde el resto de las economías emergentes sin razones específicas que justifiquen la triste evolución de su bolsa este año (Sensex +7% pero rupia -10% = -3%). Continúa siendo el único emergente en el que recomendamos mantener posiciones, aunque el contagio desde el resto exigirá tener paciencia antes de volver a disfrutar de los retornos adecuados.

**Estos 3 factores detractores del mercado** (proteccionismo, política europea y emergentes) **influirán mucho menos en el 4T, pero dejan una herida no cicatrizada en el ánimo inversor**: nos recuerdan que, aunque el contexto global sea bueno, eso no garantiza que las bolsas ofrezcan retornos positivos en el corto plazo. Con los factores negativos digeridos o casi digeridos y los bonos ampliando TIRes las bolsas deberían recuperarse (Europa) o seguir subiendo (Estados Unidos), sobre todo después de unos meses de sufrimiento que proporcionan valoraciones o **niveles de entrada más atractivos**.

De hecho, algo de esta reacción en positivo hemos visto a lo largo de las 3 últimas semanas de Septiembre, con la entrada de los "cazadores de gangas" permitiendo la recuperación de los sectores más castigados previamente: bancos, compañías de materias primas y componentes de autos, por ejemplo. Sin embargo, durante el 4T las subidas, si se producen como esperamos, responderán más a una mejora del fondo del mercado que a la búsqueda de gangas. Por eso debemos continuar posicionados (o reposicionarnos) en Tecnología (Software y Web Services, específicamente), Consumo Cíclico (especialmente lujo), Bancos (aunque de manera muy selectiva porque sigue siendo un sector tan inestable como atractivo por precio), Renovables, Construcción (España) y Farmacéuticas. **Recomendamos comprar algo de bolsa**

*Las economías emergentes seguirán fuera de combate durante algún tiempo.*

*Lamentablemente India sufre el contagio del resto de emergentes sin merecerlo, principalmente sobre su divisa.*



Europea de forma oportunista... pero, sobre todo, seguir favoreciendo desproporcionadamente la bolsa americana. Es el lugar más fiable por ciclo económico y beneficios empresariales. Seguimos pensando que la diversificación de nuestra [Cartera Modelo Americana](#) se consolida como una buena alternativa para hacer esto (+16% en 2018, con una rentabilidad anual similar desde su lanzamiento en junio 2010).

Tabla 1.3. Bolsas. Valoraciones y otras referencias. Objetivos para 2018 actualizados.

	Var. % 2018 (1)	Valoración 12 meses (2)	Cierres 25/09/18	Potencial (3) 12 meses	Rango estimado de cierre para Dic. 2018		Máximo Histórico	Fecha del máximo
Ibex-35	-5,5%	10.712	9.494	+12,8%	9.600	9.700	15.946	08.11.2007
EuroStoxx-50	-2,4%	3.895	3.420	+13,9%	3.400	3.500	5.464	06.03.2000
S&P 500	+9,3%	3.353	2.920	+14,8%	3.000	3.100	2.931	20.09.2018
Nikkei 225	+5,2%	26.624	23.940	+11,2%	24.000	24.100	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2018 hasta 25.09.2018. (2) Valoraciones estimadas para una perspectiva de 12 meses, hasta 30.09.2019.

(3) Potencial estimado desde el 25.09.2018 hasta 30.09.2019.

Fuente: Análisis Bankinter.

En un contexto como el descrito - menos inestable y algo más fiable y direccional - lo lógico sería que el flujo de salida de fondos desde los mercados emergentes se frenase, lo cual permitiría al yen depreciarse incluso acercándose hacia 135/€ desde 131,4/€ en el momento de redactar este informe. Por eso no modificamos nuestra anterior estimación 130/140/€ para Diciembre 2018, aunque creemos que más probablemente evolucionará hacia su zona más depreciada. Creemos razonable confirmar nuestra estimación 135/145/€ para el periodo 2019/20 aunque de forma pasajera pueda situarse fuera de ese rango dependiendo de factores externos, como el aludido flujo de fondos desde los mercados emergentes (cuando los mercados emergentes se vuelven inestables, una gran parte de las salidas de fondos se refugian en yenes).

El USD debería tender a apreciarse frente al euro, pero esto dependerá más de los mensajes verbales y la actitud de los respectivos bancos centrales que los respectivos diagnósticos macro. Por eso, teniendo en cuenta que la Fed se volverá menos proactiva a medida que se acerquen las elecciones de medio mandato de Noviembre (se elige el 100% de la Cámara de Representantes, 1/3 del Senado y 36 gobernadores) y que el entorno macro europeo probablemente mejorará algo, lo lógico sería que el eurodólar se moviera en el rango 1,14/1,20, siendo más probable su cercanía hacia 1,20. Para el periodo 2019/20 revisamos nuestro rango estimado desde 1,20/1,30 hasta 1,15/1,20, lo que equivale a admitir que la solidez americana influirá positivamente sobre el USD, incluso a pesar de la probable ligera mejora del contexto europeo.

Por último, algo muy importante que NO hacemos: NO bajamos niveles de exposición recomendados, aunque sí insistimos en concentrar la exposición más que antes en el mercado americano, donde nos sentimos más cómodos y confiados. Nuestros niveles de exposición recomendados según perfiles de riesgo continúan siendo los siguientes: 75% Agresivo, 60% Dinámico, 45% Moderado, 25% Conservador y 15% Defensivo. En la página 47 y siguientes ofrecemos un detalle completo sobre nuestras preferencias de inversión, nuestras valoraciones de las principales bolsas, nuestras Carteras Modelo de Fondos y Acciones y nuestra visión completa sobre el mercado.

*Defendemos que la bolsa americana sigue siendo el lugar más fiable por ciclo económico y beneficios empresariales.*

*Mantenemos niveles de exposición a bolsas bastante elevados porque esto (el ciclo expansivo y las bolsas alcistas) en absoluto se ha terminado.*

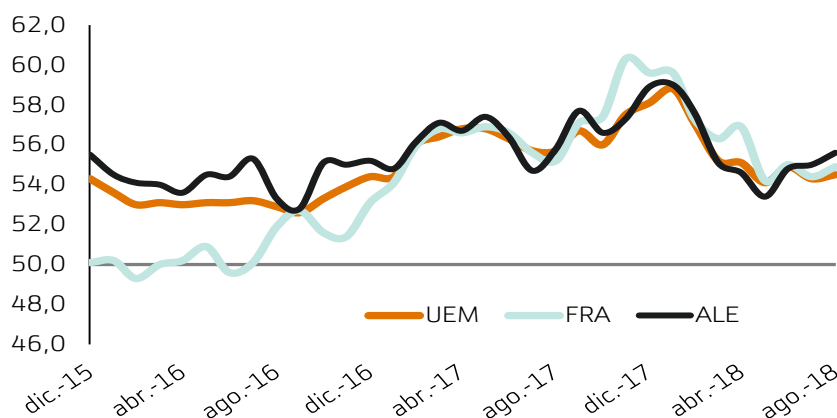
**Eurozona: "El ciclo expansivo pierde vigor pero la normalización continúa: Fin de la APP en 2018 y subidas de tipos en 4T'19".**

*El ciclo pierde impulso en la UEM y las estimaciones de crecimiento se revisan ligeramente a la baja (PIB +2,0% en 2018 y +1,8% en 2019). Los riesgos al crecimiento provienen del impacto de medidas proteccionistas, las turbulencias en emergentes y el abandono de las políticas monetarias acomodaticias en algunas jurisdicciones. Por otro lado, una mayor expansión fiscal en la UEM, junto con la positiva evolución del empleo y la gradual recuperación en salarios permite neutralizar estos factores. La inflación subyacente se mantiene por debajo del objetivo del BCE (1,0% vs 2,0%), pero las incipientes presiones de costes de origen interno se están acentuando, lo que reduce la incertidumbre sobre su evolución futura. En este contexto, esperamos que la APP llegue a su fin en diciembre. La primera subida en el tipo de depósito (-0,4% actual) podría tener lugar en septiembre/octubre de 2019. El mandato de Draghi finaliza en octubre y dejaría de este modo preparado el camino para la normalización en tipos.*

El ciclo expansivo pierde vigor en la UEM, sobre todo por una menor demanda externa. **El PIB avanzó al +2,1% (a/a) en 2T, desacelerando desde +2,4% en 2T y +2,5% de media en 2017.** La demanda interna se mantiene en niveles sólidos, pero el sector exterior se ralentiza. Las mejoras en empleo y salarios favorecen el buen tono del consumo. La inversión se ve soportada en unas condiciones financieras favorables y en la mejora de la rentabilidad de las empresas. Sin embargo, las exportaciones desaceleran al +3,2% en 2T vs +5,5% de media en 2017.

*El crecimiento pierde impulso en 2T'18: +2,1% vs +2,4% en 1T.*

**Gráfico 1.1.- Evolución del PMI Compuesto.-**



Fuentes: Bloomberg, Markit.

**Los indicadores adelantados y de confianza moderan el ritmo de descenso tras meses de caídas.** Los últimos registros de PMI ó de Confianza del Consumidor están mostrando una moderación en los retrocesos en comparación con las caídas más acusadas en meses anteriores. En cualquier caso permanecen en niveles relativamente altos, que permiten confiar en la continuidad del ciclo expansivo.

*Los indicadores adelantados moderan los descensos*

**En el frente político, Italia** centra las miradas. El gobierno ha de presentar ante la Comisión Europea sus objetivos fiscales a finales de sept. y el 15 de octubre el borrador de Presupuesto 2019. El Ministro de Finanzas, ha declarado la intención del Gobierno de respetar las restricciones de la UE, pero se enfrenta a las presiones de los partidos de la coalición (Movimiento 5 Estrellas y Liga Norte) para incluir las

*La disciplina fiscal de Italia en el centro de todas las miradas.*

demandas de renta básica y menores impuestos. El mercado monitorizará la propuesta final de déficit así como el cumplimiento final de estos objetivos.

El Consejo Europeo ha convocado una **cumbre extraordinaria sobre el Brexit** para mediados de noviembre, asumiendo que las negociaciones no quedarán resultas en la cumbre del 18/19 octubre. El tiempo apremia para cerrar un acuerdo ante la proximidad de la salida efectiva del Reino Unido: 29/03/2019. La libre circulación y la frontera con Irlanda siguen siendo un obstáculo. Por otro lado, en las recientes elecciones en Suecia, el populismo ha quedado relegado a la tercera posición, con unos resultados por debajo de las encuestas previas.

*La cumbre decisiva sobre el Brexit tendrá lugar a mediados de noviembre.*

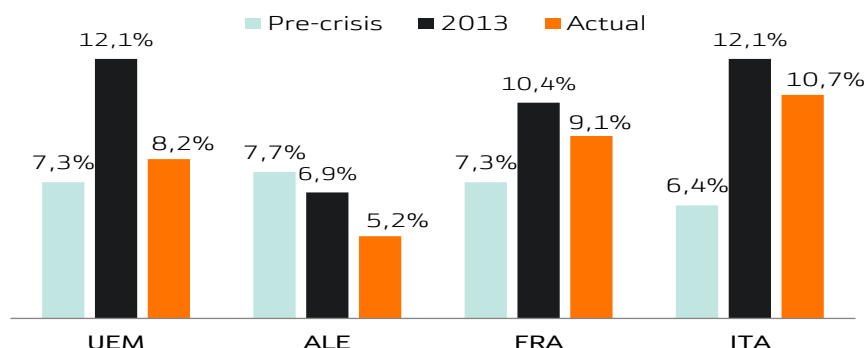
**Revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento.** Nuestra previsión de crecimiento para 2018 se sitúa ahora en +2,0% vs +2,1% ant. y +1,8% en 2019 vs 1,9% ant. España se mantiene como uno de los principales motores de la UEM (+2,6% para 2018 y 2,3% en 2019), a pesar de que también hemos revisado a la baja las estimaciones.

*Ligera revisión a la baja de las estimaciones de PIB.*

**Los principales retos al crecimiento** a los que se enfrenta la UE, es el impacto de políticas proteccionistas, las turbulencias en emergentes y la volatilidad en los mercados financieros (abandono gradual de las políticas monetarias acomodaticias en todas las jurisdicciones). Por otro lado, las políticas fiscales en Europa podrían ser más pro-cíclicas de lo inicialmente estimado y los salarios están repuntando gradualmente.

*La mayor expansión fiscal y el repunte en salarios compensan una menor demanda exterior*

*Gráfico 1.2.: Tasas de desempleo.*



Fuentes: Eurostat y Bloomberg

**Continúa la mejoría en el mercado laboral.** La tasa de paro en agosto se situó en 8,2% vs 8,6% a principios de año. Los avances en PIB permitirán nuevas reducciones de la capacidad ociosa (7,8% en 2019 y 7,5% en 2020). Además, los costes salariales también mantienen una buena dirección de gradual recuperación en la UEM (+2,2% en 2T vs +2,1% en 1T o +1,5% en 4T'17).

*El empleo y los salarios siguen mejorando*

**Menor incertidumbre sobre la inflación subyacente.** El IPC se situó en agosto en +2,0%, y la tasa subyacente (+1,0%), sigue lejos del objetivo del BCE (cercano pero inferior al 2%). Sin embargo, las presiones de costes de origen interno se están acentuando, lo que reduce la incertidumbre sobre su evolución futura. La reducción de la capacidad ociosa y la recuperación de los salarios permitirán un gradual repunte de la inflación subyacente.

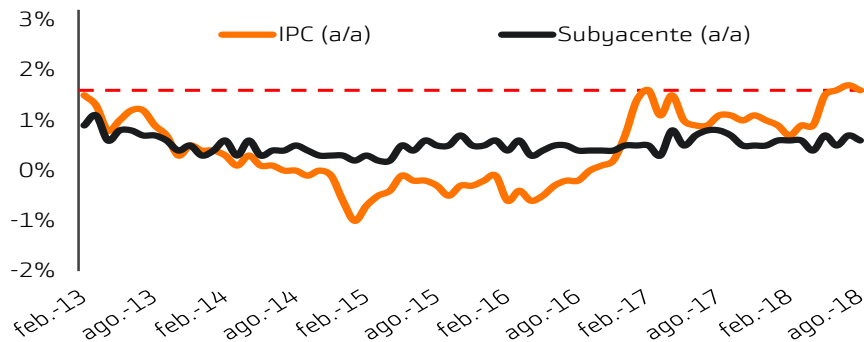
*Previsible repunte en inflación subyacente*



En cualquier caso, estimamos que el IPC se mantendría en niveles moderados en 2019-20 **+1,6%** y **1,7%** respectivamente.

*Moderada inflación  
prevista para 2018-2019*

**Gráfico 1.3.: Evolución de la inflación.**



Fuentes: Eurostat y Bloomberg

En este entorno, no esperamos que el BCE cambie su hoja de ruta. Pensamos que **la compra de activos (APP) -15.000M€/mes en 4T- llegará a su fin en diciembre**. La revisión a la baja del PIB o la ampliación de la prima de riesgo de Italia no harán modificar este escenario. A pesar del fin del QE, la política monetaria sigue siendo bastante acomodaticia, a través de la reinversión de los vencimientos y la *guía (forward guidance)* sobre los tipos de interés.

*La APP llegará a su fin en diciembre .....pero la política monetaria seguirá siendo acomodaticia.*

En cuanto a los tipos de interés, el BCE ha mantenido el actual *forward guidance*: los tipos permanecerán a los niveles actuales hasta al menos durante el verano de 2019. Pensamos que esta *guía* podría volverse más específica - en términos cuantitativos o en calendario-a medida que nos movemos hacia el 2019 y dejamos atrás la APP.

*Los tipos empezarán a subir en 2S 2019, empezando por el de depósito.*

En nuestra opinión, el primer movimiento sería en septiembre u octubre en el **tipo de depósito**, aumentando desde el -0,4% actual y colocándose en 0,0% a finales de año. Dragui termina su mandato en octubre y dejaría de este modo preparado el camino hacia la normalización en tipos en la Eurozona.

En cuanto al **tipo de referencia**, podríamos ver el primer movimiento **hacia finales de 2019** desde el 0,0% actual hasta 0,10%. **Para 2020** vemos **nuevas subidas** graduales que colocarían el tipo en el entorno del 0,40% para final de año.

En 2019 se producirán cambios relevantes en el Parlamento Europeo (elecciones en mayo), la Comisión Europea (fin de mandato en octubre) y en el BCE (cambio en tres de los seis miembros del Consejo Ejecutivo, incluyendo Draghi). Aunque las decisiones sobre tipos se toman en el Consejo de Gobierno de 25 miembros, es el Consejo Ejecutivo el que hace las propuestas y prepara la agenda del BCE. Merkel parece más inclinada a empujar a un representante alemán para la CE, lo que limita las posibilidades de Weidmann (Bundesbank) para sustituir a Draghi. El finlandés Liikanen ó el irlandés Lane aparecen como posibles candidatos. En cualquier caso, no vemos grandes cambios en la política monetaria de BCE como resultado del cambio en la presidencia.

*¿Quién sustituirá a Draghi al frente del BCE en 2019?*

## Suiza: "El SNB lo tiene claro, el Franco está sobrevalorado".

*Suiza disfruta de una situación macro envidiable. El PIB crece por encima de su potencial, el mercado laboral se aproxima al pleno empleo y el Superávit del sector público supera el 1,0% del PIB. La demanda interna acusa cierto deterioro en los índices de confianza y el sector exterior afronta la debilidad del comercio internacional con un Franco fuerte. El SNB está convencido de la necesidad de debilitar el Franco y mantiene una Política Monetaria expansiva y su compromiso de intervenir en el mercado de divisas. No estimamos un cambio en el tipo de interés de referencia en Suiza antes de que el BCE cambie el rumbo de su Política Monetaria. Pensamos que los tipos de interés en Suiza - negativos en prácticamente todos los tramos de la curva - desincentivan la inversión en Francos salvo en momentos de gran incertidumbre.*

**Diagnóstico:** La economía suiza disfruta de una situación envidiable desde un punto de vista macro. El PIB crece a un ritmo superior al +3,0% - ampliamente por encima de su potencial estimado a largo plazo -, el mercado laboral se aproxima al pleno empleo con una Tasa de Paro inferior al 3,0% y el Superávit del sector público supera el 1,0% del PIB. La demanda interna evoluciona satisfactoriamente pero el sector exterior afronta la debilidad del comercio internacional con un Franco que el SNB considera sobrevalorado.

*Suiza disfruta de una situación macro envidiable a pesar de la fortaleza del Franco*

**Perspectivas:** Los indicadores adelantados de actividad (KOF, PMI's etc...) se mantienen en niveles elevados pero anticipan un comportamiento más débil de la actividad en 2S'18. La pérdida de tracción en el comercio internacional y la revalorización del Franco (+3,5% vs Dólar vs Euro aprox. en el conjunto del año) entorpecen la evolución del sector exterior. Así las exportaciones muestran síntomas claros de ralentización (+1,6% en 2T'18 vs +3,4% en 1T'18; +4,1% en 4T'17). En el frente doméstico, la Demanda Interna acusa cierto deterioro en la Confianza de consumidores e inversores así como la pérdida de tracción del sector inmobiliario. Revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento para 2018 hasta +2,3% (vs +2,0% anterior) tras el buen comportamiento de la economía en 1S'18 aunque mantenemos sin cambios nuestras previsiones para 2019 y 2020 en +1,9% y +1,7% respectivamente.

*Los indicadores adelantados de actividad apuntan hacia un 2S'18 más débil*

**Política Monetaria e Inflación:** La revalorización del Franco y una Inflación reducida, anticipan la continuidad de una política monetaria expansiva por parte del SNB. La Inflación se sitúa en +1,2% (agosto) pero la Tasa Subyacente se mantiene en torno a +0,5%.

*El SNB está convencido de la necesidad de debilitar el Franco*

**El SNB está convencido de la necesidad de debilitar el franco, mantiene una Política Monetaria expansiva y su compromiso de intervenir en el mercado de divisas. No estimamos un cambio en el tipo de interés de referencia en Suiza antes de que el BCE cambie el rumbo de su Política Monetaria ¿finales de 2019?**

Pensamos que los tipos de interés en Suiza - negativos en prácticamente todos los tramos de la curva - desincentivan la inversión en francos salvo en momentos de gran incertidumbre. La reciente apreciación del franco frente al Euro - desde 1,20 en abril hasta 1,13 -, soporta la estrategia del SNB y nuestra visión sobre un Franco algo más débil con un rango estimado en 1,10/1,15 (vs 1,15/1,20 anterior) para 2018 y 1,15/1,20 para 2019 y 2020 (sin cambios).

*No esperamos cambios en la política monetaria del SNB antes de que el BCE cambie el rumbo de los tipos en la UEM*

## Reino Unido: "Se acerca la hora de la verdad para el Brexit".

*Reino Unido afronta un 3T'18/2019 con una agenda política intensa y un panorama económico incierto. El PIB crece por debajo de su potencial y el IPC acumula ocho meses por encima del objetivo del BoE. El desenlace del Brexit es incierto y puede condicionar las previsiones macro, la política monetaria y la dirección de los mercados. En el Brexit, existe voluntad institucional para alcanzar un acuerdo y evitar un mal desenlace (no-acuerdo) pero el calendario es apretado y en aspectos clave como la frontera en Irlanda es difícil acercar posturas. La buena noticia es que la libra se mantiene dentro de un rango asumible, las condiciones financieras no se han endurecido significativamente y los índices de actividad económica evolucionan en línea con lo esperado. El BoE continuará con la normalización gradual de la política monetaria. Estimamos una subida en el tipo de interés de referencia desde el 0,75% actual hasta el 1,00% en 2019 (no antes del 1T'19) y dos subidas más de + 25 pb cada una hasta alcanzar el 1,50% en 2020. Los acontecimientos clave que marcan la evolución del Brexit y los mercados son los siguientes: (i) 30 sep. /3 oct.: Convención del Partido Conservador británico, (ii) 18/19 Oct.: Comisión Europea, (iii) 1 nov.: Inflation Report, (iv) mediados de nov.: Cumbre Europea (extraordinaria), (v) 13/14 dic.: Consejo Europeo, (vi) ene. 2019 (fecha orientativa/no oficial para anunciar un posible acuerdo), (vii) 7 febr.: Inflation report y (viii) 29 mar.: inicio del Brexit.*

**Diagnóstico:** Reino Unido afronta un 3T'18/2019 con una agenda política intensa y un panorama económico incierto. La Tasa de Paro alcanza mínimos históricos, pero el PIB (+1,3% en 2T'18) crece por debajo de su potencial y el IPC (+2,7% en agosto) acumula ocho meses por encima del objetivo del BoE. El desenlace del *Brexit* es incierto y puede condicionar las previsiones macro, la política monetaria y la dirección de los mercados.

**Brexit:** *Se acerca la hora de la verdad.* El calendario para alcanzar un acuerdo con la UEM apremia y el discurso político es confuso. En R.U, la Primera Ministra (Theresa May; Partido Conservador) aboga por el entendimiento aunque reconoce que el proceso se encuentra en un *impasse* y el apoyo de su partido no es incondicional. De hecho, se especula con la posibilidad de que el Ejecutivo convoque elecciones anticipadas en noviembre. Los partidarios de permanecer en la UEM, como el Alcalde de Londres (Sadiq Khan; Partido Laborista), reivindican otro referéndum y los partidarios de un *Brexit* duro (UKIP) mantienen su discurso. El líder del principal partido de la oposición (Jeremy Corbyn; Partido Laborista) apuesta por alcanzar un acuerdo sin descartar otro referéndum.

En la UEM, Michel Barnier (negociador de la Comisión Europea) confía en llegar a un acuerdo en noviembre 2018, justo antes del próximo Consejo Europeo. Donald Tusk (Presidente del Consejo Europeo) apela a la responsabilidad para evitar una salida desordenada aunque considera que "un no-acuerdo es todavía bastante probable".

En conclusión, existe voluntad institucional para alcanzar un acuerdo y evitar un mal desenlace pero el calendario es apretado y en aspectos clave como la frontera en Irlanda es difícil acercar posturas. La buena noticia es que la libra se mantiene dentro de un rango asumible, las condiciones financieras no se han endurecido significativamente y los índices de actividad económica evolucionan en línea con lo esperado.

*Reino Unido afronta una agenda política intensa y un panorama económico incierto*

*El desenlace del Brexit es incierto y puede condicionar las previsiones macro, la política del BoE y la dirección de los mercados*

*El calendario es apretado y en aspectos clave como la frontera en Irlanda es difícil acercar posturas*

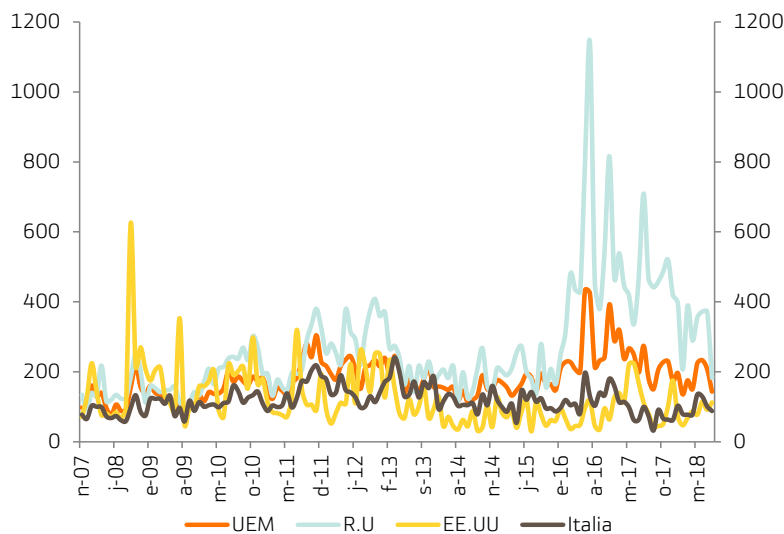
**Perspectivas y citas clave:** Los indicadores de actividad y los índices de confianza no anticipan un cambio de tendencia en las principales variables macro. **Mantenemos por tanto nuestras previsiones de crecimiento e inflación para 2018/2020 sin cambios significativos.** Revisamos una décima a la baja nuestra estimación de PIB 2018 hasta +1,4% debido a una menor aportación del sector exterior. Aumentamos nuestra perspectiva de inflación para 2018 hasta +2,6% (vs +2,5% anterior) y reducimos nuestra previsión para 2019 en una décima hasta +2,1%. En política monetaria, pensamos que **el BoE continuará con la normalización gradual de la política monetaria.** Estimamos una subida en el tipo de interés de referencia desde el 0,75% actual hasta el 1,00% en 2019 (no antes del 1T'19) y dos subidas más de + 25 pb cada una hasta alcanzar el 1,50% en 2020. Pensamos que **el BOE utiliza el "forward guidance" para mantener la estabilidad de la libra y relajar así las perspectivas de inflación y las condiciones financieras.**

*No se aprecian cambios sustanciales en la dirección de los indicadores macro más relevantes*

**Nuestras estimaciones pueden verse significativamente alteradas por un desenlace no deseado en el *Brexit*.** En este sentido, el BoE resalta la dificultad de realizar previsiones a largo plazo en el entorno actual y alerta del riesgo que supondría para la economía británica y la libra en particular un mal desenlace (no-acuerdo) en el *Brexit*.

*El BoE continuará con la normalización gradual de la política monetaria*

Gráfico 1.4.- Índice BBD sobre incertidumbre económica



Fuentes: Bloomberg

Detallamos a continuación los **acontecimientos clave que marcan la evolución del *Brexit* y los mercados:**

- (i) 30 sep. /3 oct.: Convención del Partido Conservador británico, (ii) 18/19 Oct.: Comisión Europea, (iii) 1 nov.: *Inflation Report*, (iv) mediados de nov: Cumbre Europea (extraordinaria), (v) 13/14 dic.: Consejo Europeo, (vi) ene. 2019 (fecha orientativa/ no oficial para anunciar un posible acuerdo), (vii) 7 febr.: *Inflation report* y (viii) 29 mar.: inicio del *Brexit*

*El BoE alerta del riesgo de un mal desenlace (no-acuerdo) en el *Brexit**

*Noviembre y diciembre son meses clave para dilucidar si un acuerdo entre Reino Unido y la UEM es factible.*

**EE.UU: "El ritmo de crecimiento se acelera, la inflación se aproxima al objetivo y nos acercamos al pleno empleo. La Fed mantiene su proceso de normalización monetaria".**

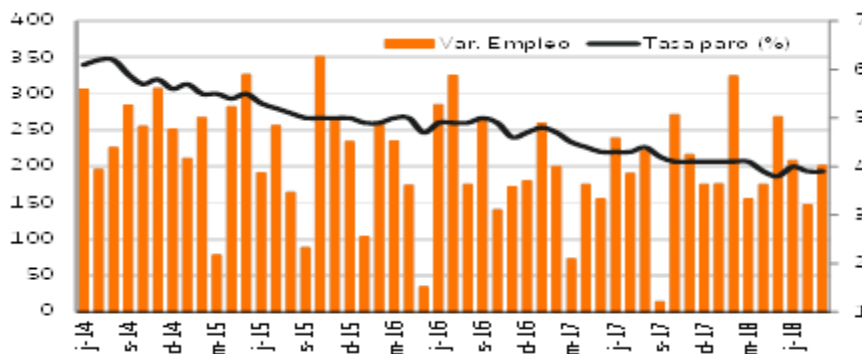
*El ciclo expansivo se fortalece. La desaceleración del 1T'18 fue transitoria y el crecimiento del PIB en el 2T'18 sorprendió al alza con un registro de +4,2%. Los indicadores adelantados más recientes también han sorprendido por su fortaleza y se acercan a máximos en muchos años. Nosotros ya revisamos al alza nuestras estimaciones de PIB en el anterior informe estratégico y ahora retocamos 1 décima el 2018 (+3,0% en 2018 y +2,5% en 2019). La Fed lo hizo en Junio: +2,8% en 2018 y +2,4% en 2019. Y nuevamente en septiembre: +3,1% y +2,5% respectivamente. El principal riesgo es el enfrentamiento comercial con China, aunque de momento el impacto no frenará significativamente las perspectivas de crecimiento americanas. La capacidad ociosa es cada vez más reducida (para 3,9%) y la inflación se aproxima al objetivo de la Fed (2%). La aplicación de estímulos fiscales cuando la utilización de los recursos es elevada y la economía crece por encima de su nivel a largo plazo justifica el mantenimiento de la subida gradual de tipos. En su última reunión del 25 de septiembre la Fed subió tipos por tercera vez en el año hasta el rango 2,00%/2,25%, apuntando a una subida adicional hasta 2,25%/2,50%. En 2019 la Fed seguirá con el proceso de ajuste y apostamos por tres nuevas subidas en el tipo director hasta el rango 3,00%/3,25%, acorde con una política monetaria normalizada. Muy relevantes serán las elecciones de mitad de mandato del 6 de noviembre, donde los republicanos podrían perder la mayoría en la Cámara de Representantes, lo que obligaría a Trump a suavizar el tono de algunas de sus políticas, reduciría ruido y permitiría a los mercados americanos focalizarse en los fundamentales que son buenos.*

El ciclo expansivo americano se acelera en EE.UU. y mantiene su liderazgo en crecimiento entre las economías desarrolladas, en un entorno en el que el crecimiento global se mantiene sólido, pero menos sincronizado. **La desaceleración del 1T18 fue puramente transitoria.** Tras un crecimiento del PIB del 2,2% (t/t) en 1T18, la economía americana sorprendió al alza con un crecimiento del +4,2% en el 2T18.

*EE.UU mantiene el liderazgo en crecimiento a nivel mundial*

Uno de los motores del crecimiento es el **consumo privado**, con un crecimiento en el 2T18 de +3,8% (tras +1,0% en 1T18). El mercado laboral se mantiene cerca del pleno empleo con una tasa de paro del 3,9% en mínimos de los últimos 20 años, con una creación de empleo en el entorno de 200,000 personas/mes y subidas salariales en +2,9% (último dato de aumento de las ganancias medias por hora en agosto, vs IPC de +2,7: mayor poder adquisitivo).

**Gráfico 1.5.- Mercado Laboral-**



*La desaceleración del 1T fue transitoria. El PIB del 2T sorprendió con un crecimiento de +4,2%*

Fuente: Bloomberg, Markit.

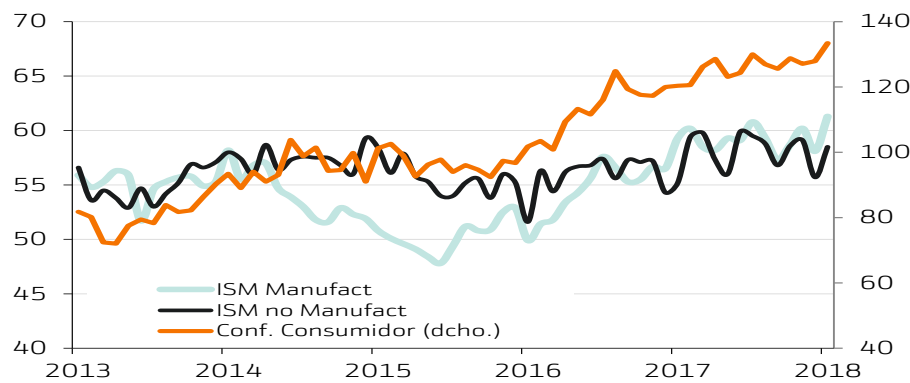
La inversión sigue aumentando su contribución al PIB. Tras un crecimiento del +6,2% en el 2T18, la reciente subida del precio de petróleo favorecerá las inversiones en el **sector de la energía**, la **inversión en propiedad intelectual** está acelerando en un proceso de creciente digitalización, mientras que la inversión **residencial** desacelera (-1,6% en el 2T18) y se mantiene mixta por regiones

*La inversión seguirá aumentando su contribución al PIB.*

Los indicadores de actividad más recientes apuntalan la reactivación de la actividad económica. Los **indicadores adelantados y de confianza han repuntado en agosto y se mantienen en niveles muy elevados**. El ISM Manufacturero superó ampliamente las expectativas y rozó el máximo histórico de mayo 2004 (61,3 vs máximo de 61,4) y la Confianza del Consumidor también batió las estimaciones registrando la mayor lectura de los últimos 18 años en agosto y septiembre.

*Los indicadores adelantados repuntan en agosto, alcanzando máximos en muchos años*

*Gráfico 1.6.: Indicadores Adelantados y de Confianza*



Fuente: Bloomberg

En este entorno, el crecimiento en EE.UU. (PIB) seguirá situándose por encima de su potencial de largo plazo, aunque el segundo semestre será algo menos expansivo que el primero. La Tasa de Paro continuará reduciéndose aun más hasta niveles cercanos a 3,5% en 2019.

*Revisión al alza de las estimaciones de crecimiento. La Fed revisa por tercera vez el crecimiento del PIB: +3,1% en 2018, +2,5% en 2019.*

Retocamos ligeramente al alza nuestras estimaciones de crecimiento para 2018, que ya revisamos al alza en el anterior informe trimestral. Nuestra previsión de crecimiento para 2018 se sitúa en +3,0% y +2,5% en 2019. La Fed también elevó sus estimaciones de crecimiento en su reunión del 12/13 de junio. Y nuevamente el 25/26 de septiembre. Las nuevas proyecciones de la Fed sitúan el crecimiento del PIB para 2018 en +3,1% (vs 2,8% anterior) y +2,5% para 2019 (vs 2,4% anterior).

Tras la aprobación por parte de EE.UU. de aranceles a las importaciones chinas y la respuesta de China, la incertidumbre en el frente comercial se despeja. Tras la aprobación de aranceles a China por importe de 50.000 M\$ en junio, en septiembre EE.UU. ha aprobado la imposición de nuevos aranceles del 10% sobre importaciones chinas por valor de 200.000 M\$, que podrían incrementarse hasta el 25% en enero 2019, lo que implicaría un importe adicional de 267.000 M\$. China ha respondido con aranceles sobre 60.000 M\$. Incluso en el peor escenario, el impacto sobre la economía china y el comercio global sería moderado y no haría descarrilar la fortaleza del ciclo.

*El potencial riesgo al crecimiento: la política proteccionista de Trump, no descarrilará la fortaleza del ciclo.*



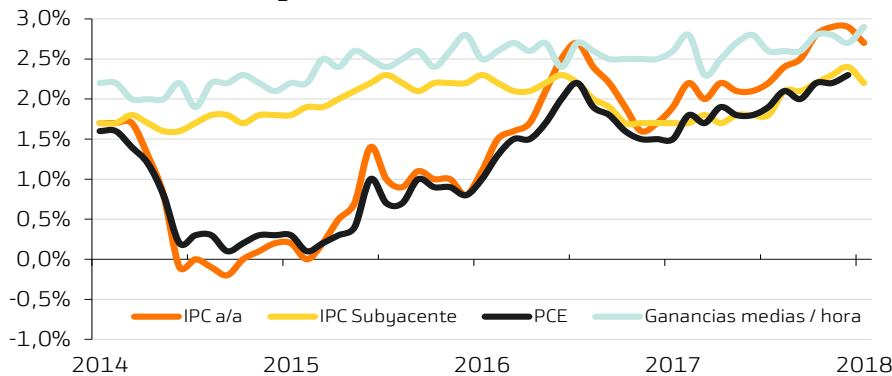
La **capacidad ociosa en el mercado laboral es cada vez más reducida**. La tasa de desempleo se sitúa en 3,9% (nivel más bajo desde Dic.2000). El ritmo de creación de empleo nos llevará a tasas en 2019-20 en el entorno del 3,5%, niveles no vistos desde los años sesenta.

La **inflación se acerca al objetivo de la Fed**. El PCE de julio ascendió a +2,3%, reflejando el incremento de los precios de la energía y colocándose por encima del objetivo a largo plazo de la Fed. El PCE subyacente, medida favorita de inflación de la Fed, se sitúa en el objetivo del 2,0%, repuntado desde el 1,5% de comienzos de año.

*La capacidad ociosa en el mercado laboral se va agotando*

*Los avances en inflación son cada vez más evidentes.*

**Gráfico 1.7.: Inflación y salarios. Evolución reciente**



Fuente: Bloomberg

En este entorno, la Fed mantiene su visión positiva sobre la economía e **insiste con su política de normalización de la política monetaria**. En su reunión del 25/26 de septiembre, la Fed ha elevado su tipo director por tercera vez en el año en 25pb hasta 2,00%/2,25% y sigue apuntando a una subida adicional en el año hasta el rango 2,25%/2,50%. De esta manera la Fed reacciona ante la evidencia de que la economía se está acelerando, la inflación se aproxima a su objetivo más rápido de lo previsto y el mercado laboral está próximo al pleno empleo.

En 2019 la Fed seguirá con el proceso de ajuste y prevemos tres subidas adicionales, que colocarían el tipo director en el rango 3,00%/3,25%. De esta manera se situaría ya en el nivel que la Fed considera de equilibrio a largo plazo (3,0%). Paralelamente, la Fed mantiene el ritmo de reducción de balance. Desde el comienzo del proceso el pasado octubre, el balance se ha reducido en 183.000M\$ (-4,1%).

Especial relevancia tendrán este trimestre las elecciones de mitad de mandato del 6 de noviembre, donde el Partido Republicano de Trump podría perder la mayoría en la Cámara de Representantes. Esta Cámara, entre otras, tiene la potestad de aprobar la política fiscal. La pérdida de la mayoría en esta Cámara bloquearía o dificultaría el avance de la agenda del Gobierno.

Al estar más equilibrados los poderes entre ambos partidos, **Trump se vería obligado a suavizar el tono** en asuntos como la disputa comercial con China, la posibilidad de un nuevo paquete de estímulo fiscal... suavizaría el impacto de la política sobre la economía, reduciría el ruido, permitiendo a los mercados focalizarse más sobre los fundamentales, que son buenos.

*Fed: Esperamos cuatro subidas en el tipo director en 2018 hasta el rango 2,25% / 2,50%... Y otras tres en 2019 hasta el rango 3,00% / 3,25%, nivel de normalización para la Fed.*

*Atención a las "mid-term elections" del 6 de noviembre, donde probablemente los Republicanos perderán el control de la Cámara de Representantes, lo que afectaría a la agenda del Gobierno y obligaría a Trump a suavizar el tono...*

## Japón: "En uno de sus mejores momentos de los últimos años."

*De manera discreta la economía japonesa ha ido mejorando su situación durante los últimos meses. El resultado es que el Nikkei se ha revalorizado en Septiembre aproximadamente +5% y así su avance acumulado en 2018 es +2%. Al igual que sucede con la UEM pero en sentido contrario, la bolsa no es más que el semáforo que más rápidamente indica la situación de fondo de una economía y de las empresas que en ella operan. Los indicadores industriales, comerciales, de precios y empleo más recientes muestran una mejora progresiva y silenciosa. Ésta, en combinación con un yen que recupera su senda depreciatoria y un frente político estabilizado, sitúan a la economía japonesa en uno de sus mejores momentos de los últimos años... aunque continúan sin resolver sus problemas estructurales (demografía y deuda pública, principalmente).*

La situación de la economía japonesa es incluso algo más cómoda que en el trimestre pasado gracias a una ayuda inesperada: la salida de fondos desde las economías emergentes en parte se reubica en Japón, aunque sólo sea provisionalmente, y eso permite que el Nikkei suba, lo cual, a su vez, influye positivamente en los indicadores de sentimiento. En primer término sobre la Confianza del Consumidor, que se encuentra en torno a 43 puntos, cerca de su máximo histórico en 50 puntos (Enero 2006). En teoría sólo niveles superiores a 50 indican una mejora de la situación futura con respecto a la actual, pero en la práctica este indicador nunca ha rebasado 50 puntos, de manera que 43 es suficientemente bueno. Además de tener la confianza cerca de máximos, Japón disfruta de pleno empleo (Tasa de Paro 2,5%), ha empezado a generar algo de inflación (+1,3%) aunque una gran parte se deba coyunturalmente al encarecimiento del petróleo (Inflación Subyacente +0,2%), la actividad industrial se reactiva (Producción Industrial +2,2%; Pedidos de Maquinaria +13,9%), el PIB se acelera (+1,3% en 2T), el Superávit por Cuenta Corriente es casi el 4% del PIB e incluso el BoJ empieza a especular con la posibilidad de ser menos proactivo. Y lo mejor es que **el yen vuelve a depreciarse** (132,6/€ y 113,0/\$) y eso reactivará más el PIB mediante exportaciones mientras esta tendencia se mantenga. Con ello Japón puede estar comenzando a disfrutar de un proceso constructivo que se retroalimenta.

En paralelo, el frente político se ha vuelto más estable al haber sido reelegido Abe como presidente de su partido (LDP) el 20 de Septiembre porque eso le permite conservar el cargo de Primer Ministro, cuyo mandato expira en Noviembre 2019. Si así fuera habría estado en el cargo 8 años cuando la media histórica es de solo 2 años, estabilidad que se extenderá a la política económica y monetaria.

Puesto que el frente macroeconómico se ha vuelto más sólido y el político más estable, **¿qué puede frustrar esta buena evolución?** Sólo 2 puntos débiles: el encarecimiento del **petróleo** y una hipotética **elevación de los aranceles** con Estados Unidos en el sector autos.

**El petróleo se ha convertido en un punto débil** para la economía japonesa desde que el accidente en la central nuclear de Fukuyama ha forzado a renunciar progresivamente a la energía nuclear en favor de combustibles fósiles, particularmente el petróleo. Sin embargo, las mejoras de productividad conseguidas por la economía japonesa más que neutralizan el coste derivado de las mayores importaciones de petróleo, como se muestra en el Gráfico 1.9 siguiente. Dicho gráfico ofrece cuántos yenes de PIB es capaz de producir la economía japonesa con un litro de petróleo. Como se puede observar, entre 1992 y 2018 la

*Paradójicamente, los recientes problemas de las economías emergentes han impulsado al Nikkei y elevado la Confianza del Consumidor al refugiarse el flujo de fondos parcialmente en Japón.*

*Casi todo parece bueno: el yen vuelve a depreciarse y la política se estabiliza..*



cifra sube desde 6.956JPY/Lt hasta 13.328JPY/Lt, siendo especialmente intensa esta mejora de productividad en los últimos 5 años, precisamente desde el momento en que Japón empezó a cerrar sus centrales nucleares. Esto pone de manifiesto que la productividad energética de Japón en términos de PIB se ha duplicado desde 1992, compensando con mejoras de eficiencia el aumento de las importaciones de petróleo, especialmente en los últimos años. Por eso pensamos que **el riesgo que representa el coste del petróleo para Japón seguirá siendo neutralizado con mejoras de productividad**. En consecuencia, este riesgo nos parece reducido.

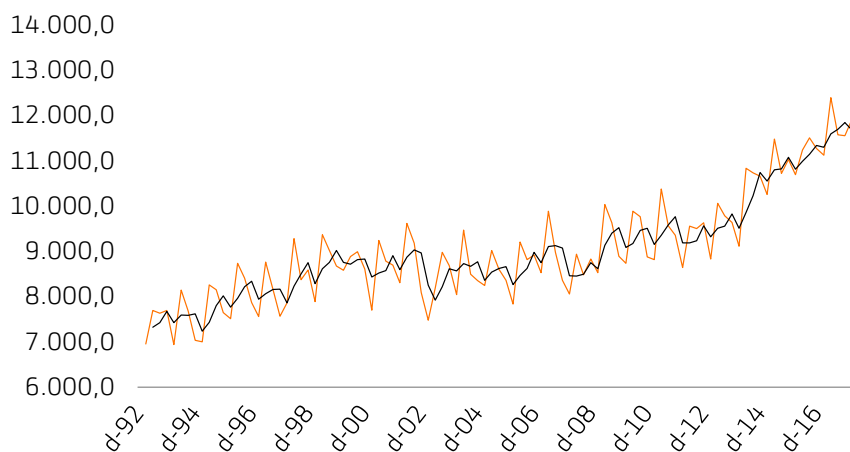
En cuanto al **segundo punto débil, la probable elevación de los aranceles con Estados Unidos**, este sí representa un riesgo superior. Abe no mantiene relaciones especialmente constructivas con Trump, por lo que hasta ahora no ha conseguido neutralizar este riesgo y sigue abierto. Teniendo en cuenta que la industria del automóvil tiene una elevada importancia en la economía japonesa (8,3% del empleo, 17,5% de las exportaciones de manufacturas, 21,6% de las exportaciones totales...<sup>1</sup>) cualquier deterioro en las condiciones de las relaciones comerciales sí supondría un problema relevante que probablemente impactaría negativa e inmediatamente en su PIB. Sin embargo, podríamos decir que este es el único flanco débil de la economía japonesa actualmente, de manera que, analizado con cierta perspectiva de conjunto, parece más un obstáculo a sortear que un problema grave que pueda deteriorar su excelente momento de forma.

En la medida que las economías emergentes estabilicen su situación y eso permita que el yen recupere su senda depreciatoria el actual contexto de la economía japonesa no debería deteriorarse, sino más bien estabilizarse o incluso mejorar algo más.

*El encarecimiento del petróleo y el aumento de las importaciones de esta materia prima representan un flanco débil que conviene monitorizar...*

*...pero las constantes mejoras de productividad neutralizan este riesgo.*

**Gráfico 1.8.: Japón: JPY de PIB/Lt Petróleo** (Media móvil 3 periodos en negro)



Fuente: Bloomberg

*La economía japonesa no sólo no debería deteriorarse, sino más bien estabilizarse o incluso mejorar algo más.*

<sup>1</sup> Japan Automobile Manufacturers Assoc.: <http://www.jama-english.jp/publications/MIJ2017.pdf>

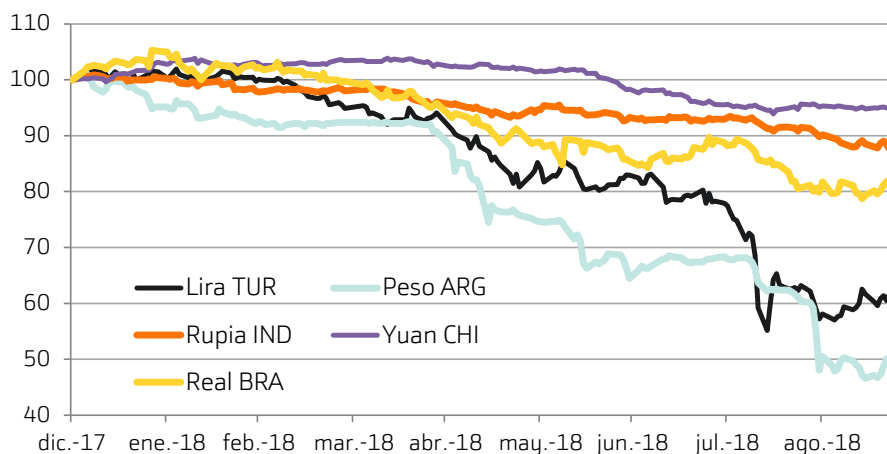
**Emergentes: "La tormenta de verano amaina, pero el binomio rentabilidad riesgo continúa siendo desfavorable en unas economías que desaceleran."**

*Las perspectivas para las economías emergentes de cara al 4T18 continúan siendo complicadas. La fuerte depreciación de divisas como la lira turca y el peso argentino y la salida de flujos de inversión se ha frenado en las últimas semanas. Sin embargo, la tendencia de desacoplamiento de los emergentes con respecto a los desarrollados se mantiene, debido a una amenaza global como la subida de los tipos de interés en EE.UU. y a algunas debilidades idiosincráticas de las principales economías emergentes. En China, el aumento de las tensiones comerciales con EE.UU. supone un freno a la expansión de su sector exterior y resta margen de maniobra al gobierno para poner freno al excesivo crecimiento del crédito. En India, la depreciación de la rupia, la subida de tipos de interés, el elevado déficit por cuenta corriente y un difícil proceso de reestructuración del sector financiero pueden impedir que unas tasas de crecimiento del PIB superiores a +7% se materialicen en un repunte de la bolsa. Brasil afronta unos próximos trimestres poco prometedores marcados por la desaceleración del crecimiento y un incierto proceso electoral en octubre. La probabilidad de que las elecciones permitan formar un gobierno con el apoyo necesario para emprender reformas estructurales y reducir el déficit público es reducida. Por último, la subida del precio del petróleo es un viento de cola para Rusia, pero su ritmo de crecimiento cercano a +2% no es todavía suficiente para compensar los riesgos.*

Los mercados emergentes han atravesado una fuerte tormenta de verano, en la que el proceso de caída de bolsas, bonos y **depreciación de sus divisas** iniciado en mayo, ha continuado. En nuestro Informe de Estrategia de Inversión de junio ya alertábamos acerca del riesgo de invertir en emergentes, que podían constituir una **"trampa de valor"** a pesar de los reducidos múltiplos a los que cotizaban. Y la realidad ha demostrado que no tener exposición a los emergentes ha sido una decisión acertada, ya que siguen **penalizados por la subida de tipos de interés en EE.UU.**, y algunas de sus propias **debilidades estructurales**.

*La subida de tipos en EE.UU. y la apreciación del dólar siguen siendo algunas de las causas de la salida de flujos de inversión de los mercados emergentes*

**Gráfico 1.9. Evolución de divisas emergentes**



Fuente: Bloomberg

*La depreciación de la lira turca y el peso argentino ha sido especialmente acusada durante el verano*

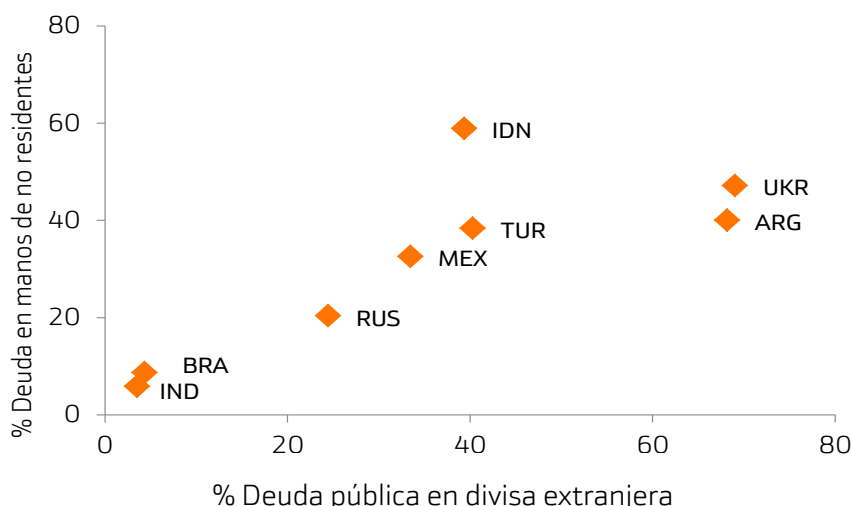
Turquía y Argentina constituyen 2 ejemplos paradigmáticos de la fragilidad de algunos emergentes y la rapidez con la que puede desencadenarse un **ciclo negativo que se retroalimenta**. Países con un ritmo de crecimiento alto pero desequilibrado van incurriendo en **déficit por cuenta corriente**, que se financia con inversiones extranjeras, atraídas por el elevado crecimiento del país. A medida que la inflación

repunta o se produce un *shock* externo, el ritmo de crecimiento económico se resiente y la entrada de capitales se frena. El menor flujo de capitales y la elevada inflación obligan al banco central a **eleva los tipos de interés**, lo que a su vez endurece las condiciones de financiación y detrae más crecimiento. El menor ritmo de expansión provoca una salida de capitales que a su vez **deprecia la divisa local** y encarece el servicio de la deuda emitida en divisa extranjera.

Esta peligrosa espiral se ha reproducido en **Turquía** y en **Argentina**, cuyos bancos centrales se han visto obligados a **subir los tipos de interés hasta el 24% y el 60% respectivamente** y cuyos gobiernos han presentado planes de recorte de gasto público, que en Argentina son necesarios para obtener una extensión de la línea de crédito del FMI finalmente acordada por importe de 57.000 M\$.

*Ambas economías han entrado en una espiral negativa de elevada inflación y salida de capitales que requieren para financiar sus déficits por cuenta corriente.*

**Gráfico 1.10.- Vulnerabilidad de la deuda externa.**



Fuente: FMI, Financial Stability Report

Aunque ninguno de estos países son relevantes en términos de dimensión económica o valor de mercado de sus compañías, el hecho de que el golpe se haya parado reduce el riesgo de contagio a otras economías emergentes, y frena un flujo de noticias negativo que contaminaba también a los mercados desarrollados. Por lo tanto, **se inicia una etapa de estabilización** y lo peor podría haber quedado atrás después de una caída de -21% desde máximos anuales en el MSCI Emerging Markets. Sin **embargo, nos mantenemos cautos ya que pensamos que no estamos ante una recuperación en V** debido al proceso de desaceleración que atraviesan las grandes economías emergentes que tratamos a continuación.

*Los Bancos Centrales se están viendo obligados a subir los tipos de interés de forma brusca y aplicar programa de reducción del gasto público.*

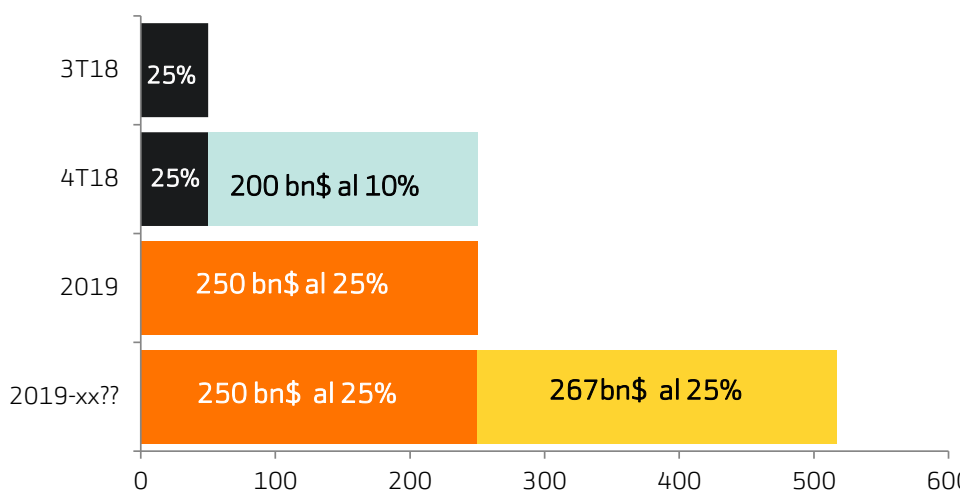
El análisis más relevante corresponde a **China**, cuyo proceso de desaceleración se puede ver acelerado por el auge de la **tensión comercial**. EE.UU. anunció en septiembre la imposición de **aranceles del 10% sobre exportaciones chinas por importe de 200.000 M\$,** que se unen a los aranceles ya implementados en junio sobre bienes por importe de 50.000 M\$. EE.UU. planea **eleva dicho arancel desde el 10% hasta el 25% en 2019** y amenaza con imponer **barreras comerciales**

adicionales sobre exportaciones por importe de 267.000 M\$, en el caso de que China aplique represalias que el gigante asiático ya ha anunciado con aranceles del 5% y el 10% sobre exportaciones estadounidenses por importe de 60.000 M\$.

A pesar de que el desenlace de una guerra comercial no suele arrojar ganadores y si una extensa lista de damnificados, consideramos que el impacto sobre el ciclo global y el mercado es limitado. En primer lugar, el proteccionismo parece circunscribirse a China y EE.UU. En segundo lugar, las medidas adoptadas son menos agresivas de lo planteado inicialmente y el período de transición de 3 meses antes de elevar los aranceles hasta el 25% parece una hábil jugada de Trump. Por una parte, concede tiempo de adaptación a su industria local y evita un aumento los precios antes de las elecciones *mid-term* de noviembre. Por otra parte, abre una oportunidad para la negociación con China, una potencia que no puede responder en el frente comercial (importa de EE.UU. "sólo" 130.000 M\$), pero sí puede contraatacar por otras vías, como las trabas a la inversión estadounidense en China o una devaluación competitiva del yuan que compense el efecto de los aranceles.

*El crecimiento de China se verá ralentizado por la tensión comercial con EE.UU. y las barreras arancelarias a sus exportaciones*

**Gráfico 1.11.- Calendario de imposición de aranceles a China.**



Fuente: Bloomberg

Por ello, creemos que la tensión comercial es un riesgo todavía manejable a nivel global, pero sí supone una amenaza para China. Por el momento, los indicadores no muestran una ralentización evidente: el PIB crece a un ritmo de +6,7% y las ventas minoristas han vuelto a aumentar a tasas anuales de +9%, lo que permite pensar que la inercia positiva del consumo se mantendrá durante un trimestre más.

*El tono de EE.UU. se ha endurecido, pero se abre un período de 3 meses para negociar antes de la subida de aranceles en 2019*

No obstante, la caída de la bolsa china hasta niveles mínimos de los últimos 4 años (retroceso de -25% en el CSI desde los máximos anuales de enero) puede erosionar levemente la confianza del consumidor. Por otra parte, los indicadores PMI, tanto en industria como en servicios, se han debilitado y superan el nivel de 50 por un margen cada vez más estrecho, lo que sugiere un ritmo de expansión más lento.

La tensión comercial sitúa a las autoridades chinas ante una **difícil disyuntiva**: intentar **reducir los elevados volúmenes de crédito** a costa de frenar la expansión o **introducir estímulos** con el objetivo de no comprometer ni el crecimiento económico ni la estabilidad política. Las declaraciones realizadas por el PBOC en agosto, afirmando que los bancos públicos deberían conceder crédito suficiente a exportadores, pymes y gobiernos locales, sugiere que el gobierno se ha decantado por seguir alimentando una burbuja de crédito que ya supera el 225% del PIB. Además, la reciente aceleración de los precios inmobiliarios en las 70 mayores ciudades del país hasta +8% también indica que los **principales factores de riesgo estructurales (sector inmobiliario y crédito) persisten**.

*La ralentización del crecimiento en China deja escaso margen al gobierno para intentar frenar el excesivo volumen de crédito*

En definitiva, el crecimiento de los 2 primeros trimestres y la inercia positiva del consumo nos llevan a mantener nuestra estimación de crecimiento del PIB en +6,5% en 2018. Por el contrario, **revisamos a la baja nuestras estimaciones de crecimiento desde +6,1% hasta +6,0% en 2019 y desde +6,0% hasta +5,8% en 2020**, debido a la progresiva ralentización del sector industrial y al impacto negativo de las barreras comerciales.

El escenario adverso para las economías emergentes también se está poniendo de manifiesto en **India**, donde **las excelentes cifras de crecimiento no han sido un factor de respaldo para las bolsas**. Los datos de PIB del 2T18 superaron ampliamente las expectativas, no sólo por el incremento del PIB de +8,2% sino también por un crecimiento saludable, en el que el consumo gana *momentum*, la inversión mantiene incrementos de doble dígito y el ciclo es menos dependiente del gasto público, que se ralentizó desde +16,8% hasta +7,6%. No obstante, tras haber eliminado la exposición directa a India en nuestras carteras modelo de forma táctica en 3T18, ahora rebajamos nuestra recomendación desde Comprar a Neutral, ya que consideramos que la bolsa india no tendrá una evolución positiva en el corto plazo.

En primer lugar, el crecimiento económico va a ralentizarse en próximos trimestres. En nuestra opinión, **la tasa de +8,2% registrada en 2T18 es artificialmente elevada** ya que compara con un 2T17 extraordinariamente débil por el efecto de la desmonetización y la salida de inventarios previa a la entrada en vigor del impuesto GST. En consecuencia, **los datos de finales de año y comienzos de 2019 no tendrán ese efecto base tan favorable** y se enfrentarán a 2 obstáculos adicionales: el efecto negativo del aumento del precio del petróleo para un país claramente importador y **el endurecimiento de las condiciones de financiación debido al incremento del tipo de interés** de referencia desde el 6,0% hasta el 6,50% en los últimos 4 meses.

*El crecimiento de India en el primer semestre de 2018 ha superado las expectativas, pero no está teniendo un reflejo en la evolución de su mercado bursátil*

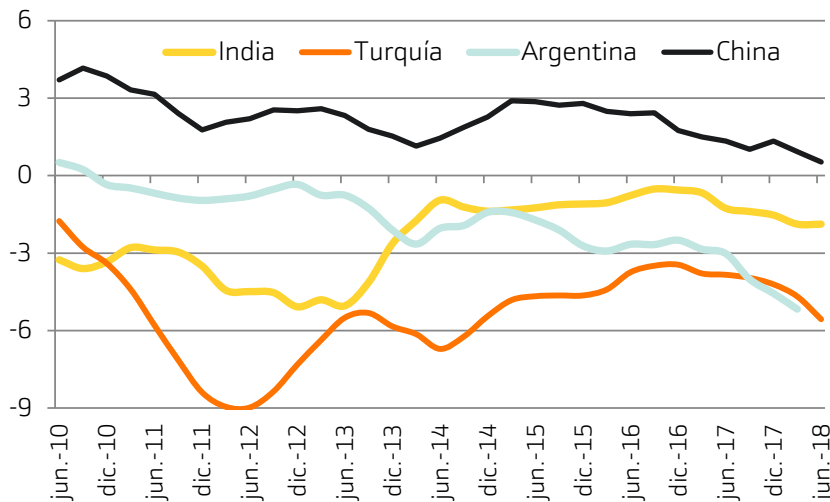
Además de estos menores niveles de crecimiento, la rupia india ha continuado depreciándose frente al dólar, ya que los incentivos fiscales a la compra por parte de inversores extranjeros de bonos denominados en rupias y las restricciones a las importaciones no esenciales son medidas del gobierno que se consideran insuficientes para reducir un **déficit por cuenta corriente** cercano al 2% del PIB.

Otro factor de incertidumbre que está penalizando a India es la **situación de su sector financiero**. El incierto resultado del proyecto de fusión de 3 entidades regionales para sanearlas y crear el tercer banco del país

junto con las turbulencias provocadas el pasado 21 de septiembre después de que Infraestructure Leasing & Financial Services, una entidad financiera no bancaria considerada sistémica por el RBI, admitiera que no había podido hacer frente a algunos pagos, ponen de relieve que el proceso de reestructuración del sector financiero será un

*El déficit por cuenta corriente, la depreciación de la rupia y el proceso de reestructuración del sistema financiero son obstáculos inmediatos...*

**Gráfico 1.12.- Déficit por cuenta corriente.**



Fuente: Bloomberg

proceso largo y complicado.

Por lo tanto, elevamos ligeramente nuestra estimación de crecimiento para 2018 desde +7,3% hasta +7,5%, mientras que los vientos en contra mencionados anteriormente nos llevan a **revisar a la baja nuestras estimaciones para 2019 desde +7,8% hasta +7,4% y para 2020 desde +7,6% hasta +7,5%**. El país mantiene un notable potencial de crecimiento a largo plazo y una **estabilidad política** notable. Modi encara con ventaja las **elecciones de 1T19**, ya que sus índices de aprobación son elevados y su partido gobierna en 20 de los 29 estados de India, incluyendo los más poblados y de mayor renta. Sin embargo, la depreciación de la rupia, el déficit por cuenta corriente y el contexto negativo del resto de emergentes hace que **el binomio rentabilidad riesgo de India no sea suficientemente atractivo por el momento**.

En el caso de **Brasil**, mantenemos una visión muy cauta y un **escaso potencial**, derivado de **2 problemas interrelacionados de difícil solución: desaceleración económica e incertidumbre política**. La ralentización fue tangible **en el 2T18**, con un crecimiento del PIB de +1,0% interanual, muy penalizado por el impacto negativo de la huelga de transportistas del mes de mayo. Aunque el crecimiento repuntará en los trimestres finales del año, la alteración en las cadenas de suministro y producción y la debilidad del real han provocado un **aumento de la inflación** desde niveles inferiores a +3% en mayo hasta +4,2% a finales de agosto.

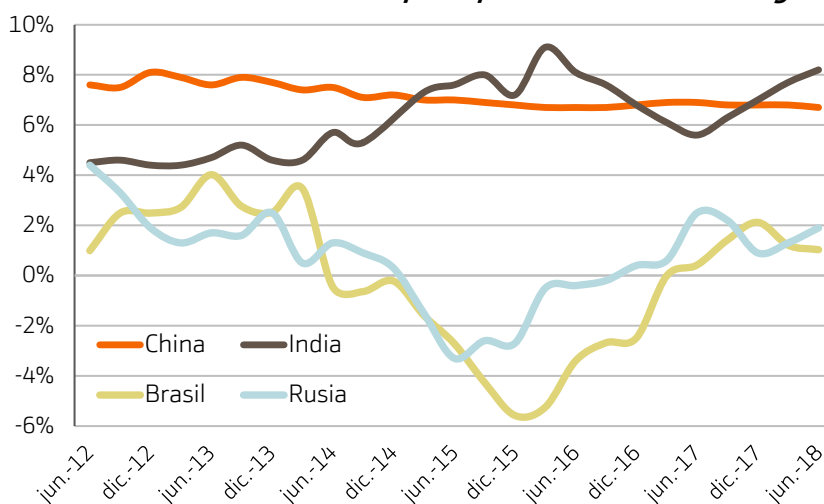
Por ello, estimamos que el **Banco Central se verá obligado a subir su tipo de interés de referencia desde 6,50% hasta 6,75% a lo largo de 2019**. El endurecimiento de las condiciones financieras también puede pesar

sobre el consumo, que se ralentizó desde +2,8% hasta +1,7% en 2T18 y continúa mostrando síntomas preocupantes tras el descenso de las ventas minoristas en agosto (primer retroceso en 15 meses).

Otro factor que puede restar impulso al crecimiento son **las elecciones del 7 de octubre**, en las que se eligen un nuevo presidente y los 513 escaños de la Cámara Baja. Además, se renuevan 54 de los 81 miembros del Senado y se eligen gobernadores en 27 estados, en un escenario de intensa polarización. El candidato de derecha radical y populista Jair Bolsonaro, que lidera las encuestas con un 26% de intención de voto, también es el que genera mayores niveles de rechazo (44% del electorado según *Datafolha*), lo que le resta apoyo de cara a una segunda vuelta que tendría lugar el 28 de octubre.

*La probabilidad de que las elecciones de octubre permitan la formación de un gobierno con sólido apoyo parlamentario para reducir el gasto público es muy reducida.*

**Gráfico 1.13.- Crecimiento PIB principales economías emergentes.**



Fuente: Bloomberg





En cualquier caso, el escenario más probable es que las **elecciones no sean un punto de inflexión** para la economía brasileña, sino el principio de una situación de *statu quo*, ya **que es difícil que algún partido consiga el apoyo parlamentario suficiente para adoptar decisiones difíciles** como un recorte del déficit público que se sitúa en el 7% del PIB.

*Revisamos nuevamente a la baja nuestras estimaciones para la economía brasileña, que crecerá a ritmos inferiores a +2% en 2018 y +3% en 2019.*

En este sentido, la reforma de un sistema de pensiones en el que el estado gasta un 33% de los ingresos fiscales es un objetivo tan ineludible como difícil de cumplir a corto plazo. En consecuencia, **rebajamos nuestras estimaciones de crecimiento desde +1,8% hasta +1,5% para 2018, desde +3,1% hasta +2,6% para 2019 y desde +3,3% hasta +3,0% en 2020.**



PERSPECTIVAS PARA LAS PRINCIPALES DIVISAS

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2018)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,14/1,20	La fortaleza de los indicadores recientes americanos frente a una estabilización en Europa, así como el diferencial de tipos a largo plazo a favor de EE.UU. (TIR T-Bond ~3,0% vs Bund ~0,50%) apuntan a un dólar alcista. El ruido político en Europa restará impulso al euro. Por otro lado, las previsiones de crecimiento oficiales en EE.UU se podrían revisar nuevamente al alza y la Fed subir más de lo que se piensa los tipos. En este contexto, <b>el dólar tiende a ganar atractivo</b> . Mantenemos el rango estimado para finales de año en 1,14/1,20.	Alcista 
Yen	135/145	El flujo de salida de fondos desde los mercados emergentes se frenará y permitirá al yen depreciarse incluso hacia 135/€. Por eso no modificamos nuestra estimación 130/140/€ para Diciembre 2018, aunque creemos que más probablemente evolucionará hacia su zona más depreciada. Creemos razonable confirmar nuestra estimación 135/145/€ para el periodo 2019/20 aunque de forma pasajera pueda situarse fuera de ese rango dependiendo de factores externos	Depreciatoria 
Franco Suizo	1,10/1,15	El SNB está convencido de la necesidad de mantener un franco débil y su Política Monetaria es expansiva. No estimamos un cambio en el tipo de interés de referencia en Suiza antes de que el BCE cambie el rumbo de su Política Monetaria. Pensamos que los tipos de interés en Suiza - negativos en prácticamente todos los tramos de la curva - desincentivan la inversión en francos en estas circunstancias.	Lateral 
Libra	0,85/0,90	Los indicadores de actividad y los índices de confianza no anticipan un cambio de tendencia en las principales variables macro. En política monetaria, pensamos que <b>el BoE continuará con la normalización gradual de la política monetaria</b> . Estimamos una subida en el tipo de interés de referencia desde el 0,75% actual hasta el 1,00% en 2019 (no antes del 1T'19) y dos subidas más de + 25 pb cada una hasta alcanzar el 1,50% en 2020. Pensamos que <b>el BOE utiliza el "forward guidance" para mantener la estabilidad de la libra y relajar las perspectivas de inflación</b> y las condiciones financieras.	Lateral 



## 2.- España y Portugal.-

### 2.1.- España: "el viento ya no vuela a nuestro favor. El crecimiento se normaliza"

*El viento ya no sopla a nuestro favor tanto como antes. La moderación en el crecimiento de la economía europea, la recuperación del turismo en destinos competidores o el incremento del precio del petróleo son factores exógenos que no nos benefician. En el ámbito doméstico, la incertidumbre en cuanto a la fiscalidad y la falta de acuerdo en el diseño de los Presupuestos Generales del Estado 2019 podrían terminar desacelerando el elevado crecimiento registrado en los últimos años.*

*A pesar de todo, España crece y continuará creciendo a ritmo fuerte (+2,6% en 2018 estimado), aunque cada vez más lejos de la barrera psicológica de +3%. El PIB del 2T'18 ya ha mostrado síntomas de agotamiento, por el lado tanto del Consumo como del Sector Exterior. Sin embargo, la Inversión ha vuelto a repuntar, tras la desaceleración del 1T'18.*

*Crecimiento económico ligeramente superior a +2% hacia 2020 es nuestra nueva realidad. Hemos de ir acostumbrándonos.*

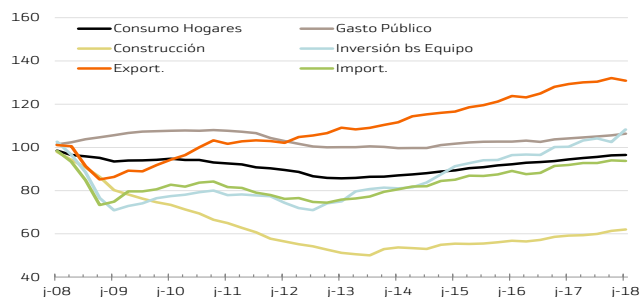
**El ejercicio 2018 será algo más débil de lo que fue 2017.** Esto significa – sencillamente – que seguiremos disfrutando de un ciclo expansivo. Eso sí, unos ritmos de crecimiento más normalizados serán nuestra nueva realidad.

*El ejercicio 2018 será algo más débil de lo que fue 2017....*

Esta menor robustez en términos de crecimiento responde a que algunos de los factores que habían sido un "viento de cola" en los trimestres precedentes han dejado de serlo. Es el caso del incremento del precio del petróleo o la menor llegada de turistas en la temporada estival. También afecta la ralentización de Europa, clave para nuestra economía, y particularmente, para las exportaciones.

**Radiografía de la economía:** A lo largo del 2T'18 el PIB ha crecido +2,5% y el dato anterior ha sido revisado a la baja hasta +2,8%. Ambos por debajo de la barrera psicológica de +3%. Si en el primer trimestre alertábamos de una menor calidad de algunos componentes, en esta ocasión se aprecia además una pérdida de impulso. Esta ha quedado patente fundamentalmente en el Consumo de los Hogares y en el Sector Exterior, dos de los pilares en los que se ha fundamentado el fuerte crecimiento económico de los últimos años.

Gráfico 2.1. Evolución componentes de PIB



Fuente: INE y Análisis Bankinter

*... seguiremos creciendo, pero a unos ritmos más normalizados.*

En el capítulo de la **Demanda Nacional** destacamos positivamente la evolución de la **Inversión**. Tras un primer trimestre débil ha retornado a niveles de crecimiento generosos en 2T'18 (+7,7% vs +3,9% en 1T'18) y similares a 2017.

También ha tenido una evolución positiva el **Gasto Público**, el cual se ha reducido cinco décimas hasta +1,9%. Sin embargo, este movimiento contrasta con la intención de elevar el techo del gasto por parte del Ejecutivo y previsiblemente asistiremos a un ascenso en los próximos trimestres.

La **Inversión en Construcción** volvió a incrementarse a un ritmo fuerte: +7% vs +5,7% en 1T'18. A pesar de ello, algunos indicadores del sector están reflejando síntomas de agotamiento. Es el caso de la Nueva Producción de Construcción, la cual descendió -4,1% en julio. Este nivel además compara negativamente con +2,6% de la Eurozona.

Dentro de la partida de Demanda Nacional, el componente que ha decepcionado ha sido el **Consumo de los Hogares**. Retrocedió repentinamente ocho décimas menos en el trimestre (+2,3%). Se ha visto afectado por factores puntuales, como la subida del precio del petróleo, el encarecimiento en el precio de la luz o un incremento en la inflación. No obstante, es importante comprobar si se trata de un retroceso puntual o si por el contrario anticipa un cambio de tendencia. No podemos anticiparlo, pero sí pensamos que esta tendencia podría mantenerse, a juzgar por la evolución de algunas variables que impactan: el ahorro de las familias se encuentra en mínimos históricos (-4,2% 1T'18), los salarios no terminan de repuntar, se aprecia una cierta fatiga en términos de creación de empleo y se espera un alza impositiva. Además, algunos indicadores adelantados de actividad están mostrando síntomas de desaceleración, como es el caso de las Ventas Minoristas o la Confianza del Consumidor. Por otra parte, el futuro endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE terminará encareciendo la financiación.

El **Sector Exterior** ha pasado a tener una contribución negativa en el PIB. Es una partida muy relevante, entre otros motivos porque ha sido uno de los pilares en los que se ha asentado el crecimiento económico en los últimos años. Esta partida se ha visto afectada por el debilitamiento de las economías europeas, hacia donde se dirige el 66% de nuestras exportaciones y también a una escalada de la tensión comercial.

*La Inversión ha destacado positivamente en 2T'18...*

*... también el gasto público y la Construcción.*

*Sin embargo, el Consumo y el Sector Exterior han desacelerado.*

Tabla 2.2 Comercio Exterior: desglose por áreas geográficas (enero /julio 2018).

Área geográfica	Exportaciones	Importaciones
	% Total	% Total
<b>Europa</b>	<b>71,9%</b>	<b>60,3%</b>
<b>Unión Europea</b>	<b>66,1%</b>	<b>54,5%</b>
Zona Euro	51,9%	44,1%
Alemania	11,0%	12,9%
Francia	15,3%	11,3%
Italia	8,1%	6,6%
Portugal	7,2%	3,7%
<b>Resto UE</b>	<b>14,2%</b>	<b>10,4%</b>
Reino Unido	6,8%	3,6%
<b>Resto Europa</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,9%</b>
Turquía	2,0%	2,2%
<b>América</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,4%</b>
<b>América del Norte</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,7%</b>
Estados Unidos	4,5%	4,1%
<b>América Latina</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,5%</b>
Brasil	0,8%	1,5%
México	1,6%	1,5%
<b>Asia</b>	<b>8,9%</b>	<b>20,5%</b>
<b>Asia (ex Oriente Medio)</b>	<b>6,0%</b>	<b>17,1%</b>
China	2,1%	8,0%
Japón	0,9%	1,4%
<b>Oriente Medio</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,5%</b>
Arabia Saudí	0,9%	1,5%
<b>África</b>	<b>6,4%</b>	<b>8,4%</b>
Marruecos	3,0%	2,2%
<b>Oceania</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,3%</b>
Australia	0,6%	0,2%
<b>Otros</b>	<b>1,6%</b>	<b>0,1%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Ministerio de Industria, Comercio y Turismo y Análisis Bankinter

Tampoco ha sido un buen trimestre en términos de **Turismo**. La llegada de turistas durante la temporada estival ha sido menor que en años previos, entre otros motivos porque no hemos podido disfrutar de los "vientos de cola" que otros trimestres nos han favorecido. Es el caso de la recuperación del atractivo turístico en varios destinos, fundamentalmente Egipto y Turquía. También se ha visto afectado por una ralentización económica en Europa, tensión política en España y un clima que este año también ha favorecido a otros países del norte.

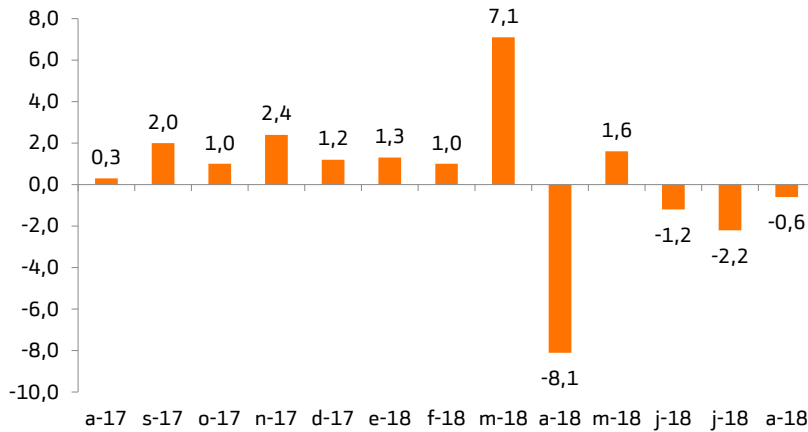
Como referencia, durante los meses de julio y agosto, las pernoctaciones se han reducido -1,3% (a/a). Por otra parte, los países de mayor procedencia de turistas fueron Reino Unido (25,4%) y Alemania (18,2%) y en ambos casos los descensos en agosto han sido significativos: -4% y -11,3% respectivamente. Uno de los aspectos que más preocupa es su impacto en el empleo, puesto que trabajan en el sector aproximadamente 2,6M de personas.

*El 66% de nuestras exportaciones se dirigen a la Unión Europea y ha desacelerado.*

*También el Turismo se ha debilitado en 2T'18, por la recuperación del Turismo en Egipto o Turquía.*

*También ha sido un mal verano en términos de pernoctaciones.*

Gráfico 2.3. Tasa de Variación Anual de las pernoctaciones en %.



Fuente: INE y Análisis Bankinter.

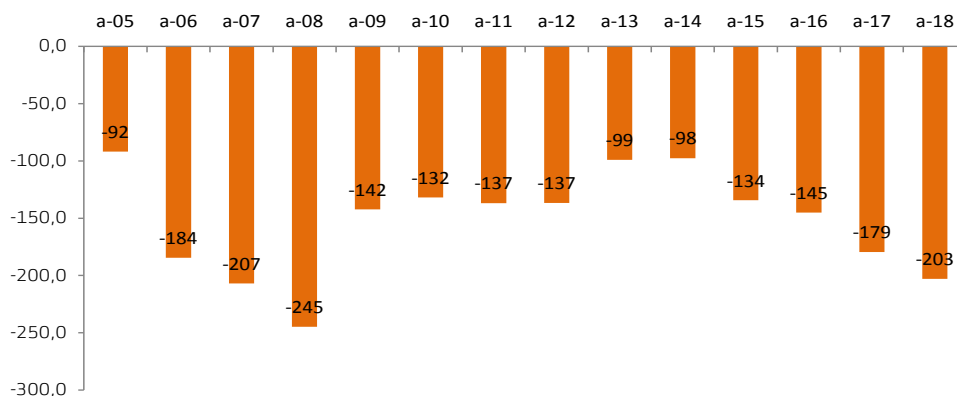
*Se ha producido un fuerte incremento en términos de precios, por la energía.*

Los precios han mantenido una tendencia alcista, y cerraron el mes de agosto en +2,2%. El ascenso responde a factores puntuales, como el incremento del precio de la energía. A pesar de ello, pensamos que irán moderándose en los próximos trimestres, acercándose progresivamente hacia la estabilidad de precios (<2%). **Estimamos que la inflación cerrará el año en +1,7%, +1,6% en 2019 y +1,8% en 2020.** Esta estimación implica tres décimas más de lo estimado en junio de 2018, por un impacto superior del precio de la energía. Este nivel de precios es superior al registrado en la Eurozona (+2% en agosto), lo que hace que se reduzcan las ganancias de competitividad vía precios que hemos conseguido en los últimos años y que han favorecido el auge de las exportaciones.

El **Mercado Laboral** a lo largo de este año ha continuado creando empleo con fuerza. Las altas a la Seguridad Social se han elevado en +379.000 personas. Es una cifra positiva, aunque peor que la registrada en 2017, donde en el mes de agosto ya superaban las +460.000 nuevas altas. A pesar de que la creación de empleo se mantiene a un ritmo fuerte, agosto ha sido un mes débil. Tradicionalmente suele serlo, por el fin de la temporada estival, sin embargo este mes ha sido el peor desde 2008. A pesar de ello, la **Tasa de Paro** cerró 2T'18 en 15,3% y estimamos que **se irá reduciendo progresivamente hasta 14,8% en 2018, 13,2% en 2019 y 12,7% en 2020.**

*En España se sigue creando empleo...*

Gráfico 2.4.: Destrucción de empleo en los meses de agosto.



... pero agosto ha sido el peor mes desde 2008.

Fuente: SEPE y Análisis Bankinter

Lo salarios no terminan de repuntar, por lo que perdemos poder adquisitivo.

Otro aspecto relevante son los **salarios**. Durante el 2T'18 tan sólo han aumentado +0,5% (a/a), nivel que contrasta con una inflación de +2,3% a cierre del mes de junio. Esta diferencia se traduce en una pérdida de poder adquisitivo para los consumidores que se agudiza con respecto a trimestres previos. El incremento de los salarios es un aspecto muy importante por su impacto en el consumo.

En definitiva, algunos indicadores de nuestra economía están mostrando síntomas de agotamiento y probablemente la inercia alcista se irá moderando en los próximos trimestres. De esta manera hemos de acostumbrarnos a niveles de crecimiento menos boyantes. Esto es coherente con un entorno internacional algo menos benigno: una economía europea que pierde tracción, volatilidad en los países emergentes, tensión derivada del proteccionismo, encarecimiento del crudo o unas condiciones financieras algo menos favorables. A lo que se une la incertidumbre política en España. Retornar a niveles de crecimiento más próximos a +2% hacia 2020 es algo natural y hasta saludable después de los fuertes crecimientos registrados en los años previos. En este contexto, **estimamos que el PIB terminará 2018 creciendo en el entorno de +2,6%, 2019 +2,3% y 2020 en +2,1%**. Esta estimación supone una revisión a la baja con respecto a +2,8%, +2,4% y +2,3% estimado previamente, por los factores expuestos.

Estimamos que el PIB crecerá +2,6% en 2018, +2,3% en 2019 y +2,1% en 2020.

Por otra parte, desde un punto de vista estrictamente económico, el cambio de Gobierno podría introducir una serie de cambios en lo que respecta a la economía y a la fiscalidad.

Un hipotético cambio de la política económica no tendrá un impacto relevante, siempre y cuando se mantenga un objetivo de consolidación fiscal.

Pensamos que un hipotético cambio de la política no tendrá un impacto exterior relevante siempre y cuando España mantenga un objetivo de consolidación fiscal que sea acorde a lo pactado por Bruselas. Este objetivo debe implicar déficit público moderado en un contexto de crecimiento económico todavía superior a la Eurozona. Esto es

fundamental para cumplir con los objetivos a corto plazo, sobre todo en lo que respecta a las pensiones.

Algunos aspectos sensibles a monitorizar en los próximos trimestres serían los siguientes:

- (i) **Incremento de la presión fiscal:** todavía no se han concretado qué bienes y servicios estarán sujetos a una mayor carga impositiva. Entre las alternativas que se barajan se encuentran las transacciones financieras, el IRPF (fundamentalmente a las rentas más altas), diésel o depósitos y Sicav's. El principal riesgo que identificamos de estas alzas impositivas es el impacto en términos de consumo privado, en un contexto en el que algunas de las partidas del PIB están mostrando síntomas de desaceleración, como el Sector Exterior o el Consumo.
- (ii) **Presupuestos Generales del Estado 2019:** el Gobierno actual tiene apoyo limitado en el Congreso, puesto que tan solo cuenta con 84 diputados. Esto supone que cualquier implementación o cambio de una reforma exigirá el consenso de un Congreso muy fragmentado. Para cerrar los Presupuestos 2019 el Gobierno - *previsiblemente* - deberá realizar una serie de concesiones a determinados grupos políticos que terminarán impactando en el gasto público. No descartamos la posibilidad de un adelanto electoral.
- (iii) **Incremento del Gasto Público:** el objetivo del Gobierno es incrementar el gasto público y situar el déficit en el entorno de -2,7% este año y -1,8% en 2019 frente a -2,2% y -1,3% respectivamente del Gobierno anterior. En principio, parece difícil que el Ejecutivo pueda elevar el techo de gasto, puesto que está regulado por la Ley de Estabilidad Presupuestaria de 2012. Dicha Ley, la cual rige tanto deuda como déficit, establece que la senda de déficit propuesta por el Gobierno ha de ser aprobada por el Congreso y por el Senado otorgando a ambas cámaras el mismo peso. De esta forma, podría ser vetado por el Senado, donde el actual Gobierno no tendría los apoyos necesarios. En nuestra opinión un incremento significativo del techo de gasto terminaría impactando en términos de prima de riesgo.
- (iv) **Inflación:** Una subida continuada de los precios puede suponer un riesgo por tres vías: (i) pérdida de competitividad vía precios. (ii) Erosión del poder adquisitivo, si no se produce un alza similar en los salarios. (iii) Endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE antes de lo que se estima (primeras subidas de interés en 2S'19).
- (v) **Endurecimiento de la política monetaria:** supondrá una normalización de los tipos de interés, algo que es absolutamente razonable y hacia donde debe dirigirse la política monetaria. El riesgo fundamental es que se endurezca antes de que realmente estemos preparados para ello. Y esto a su vez provoca, *inevitablemente*, un incremento en los costes de financiación. Algo que

*Hay algunos aspectos que conviene monitorizar como la presión fiscal, la dificultad de alcanzar un acuerdo referente a los Presupuestos y el incremento del Gasto Público.*

*No descartamos la posibilidad de un adelanto electoral.*

*La Inflación también supone un riesgo nada despreciable, aunque el repunte podría ser puntual.*

*El endurecimiento de la política monetaria supondrá un incremento de los costes de financiación.*

preocupa, si tenemos en cuenta el nivel de endeudamiento de la economía española: cerró 2017 en 98,3% del PIB, en un contexto en el que el ahorro de las familias se encuentra en mínimos históricos... con el consiguiente impacto en términos de consumo. En esta misma línea, **la agencia de calificación crediticia S&P mantuvo su calificación crediticia en A- y su perspectiva en positiva en su revisión de septiembre. No obstante alertaba de dos asuntos que le preocupaban de nuestra economía: Cataluña y el ritmo de disminución de la deuda pública.**

**En definitiva,** España crece con fuerza y lo seguirá haciendo, aunque los riesgos que ahora enfrenta son superiores a los de meses atrás. Los menores vientos de cola, la pérdida de impulso europeo, el alza del petróleo y una mayor incertidumbre política son factores que podrían restar unas décimas al crecimiento. El empleo continuará mejorando y el consumo seguirá siendo uno de los pilares en los que se asienta la economía, aunque con algo menos de tracción en ambas variables.

PERSPECTIVA SOBRE ESPAÑA

ESCENARIO CENTRAL

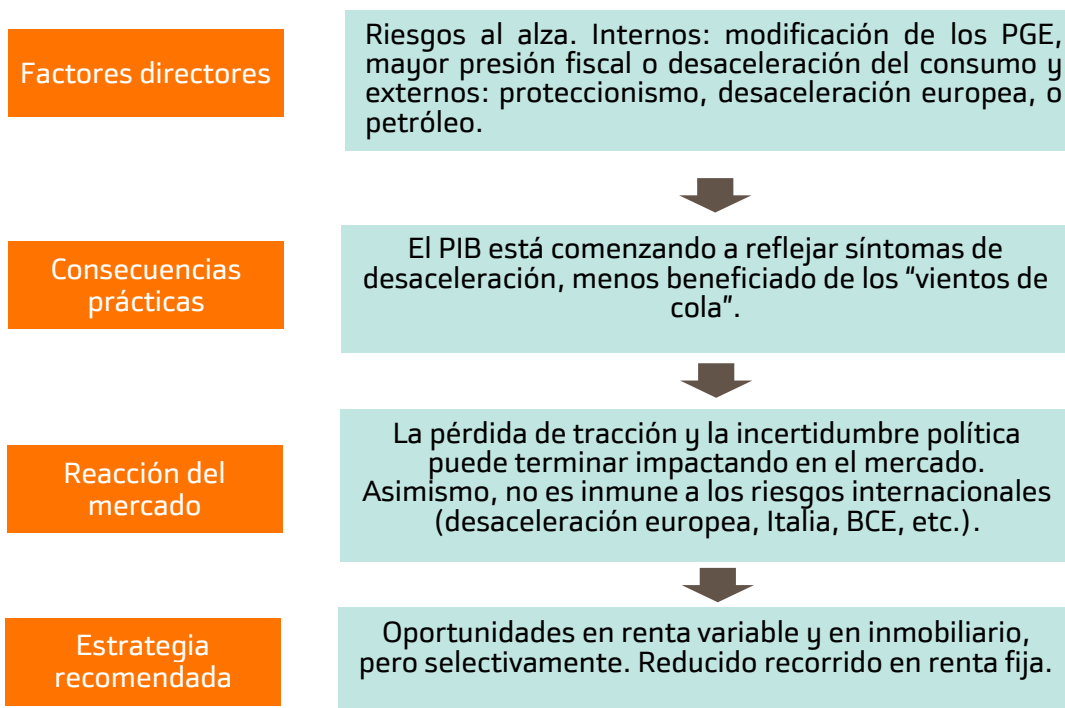


TABLA DE PREVISIONES MACRO (\*):

España, cifras clave	2017r	2018e			2019e			2020e		
		Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	3,1%	1,7%	2,6%	3,2%	1,4%	2,3%	3,1%	1,3%	2,1%	3,0%
Consumo Privado	2,4%	1,9%	2,4%	2,8%	1,5%	2,1%	2,6%	1,3%	1,8%	2,3%
Gasto Público	1,6%	1,5%	2,0%	2,5%	1,9%	2,5%	3,0%	2,0%	2,5%	3,0%
Inversión empresarial	6,1%	3,8%	4,4%	4,8%	1,5%	2,0%	2,5%	2,1%	2,6%	3,1%
Construcción	4,6%	4,1%	4,6%	5,0%	3,2%	3,8%	4,3%	2,7%	3,2%	3,7%
Demanda interna	2,8%	1,7%	2,7%	2,6%	1,6%	2,3%	2,7%	1,7%	2,1%	2,7%
Aportación sector exterior	0,3%	0,0%	0,0%	0,6%	-0,2%	0,0%	0,4%	-0,4%	0,0%	0,3%
Déficit Público/PIB	-3,1%	-3,2%	-2,4%	-1,9%	-2,3%	-1,6%	-0,9%	-1,7%	-1,0%	-0,3%
Deuda/PIB	98,3%	101,2%	97,2%	94,2%	100,7%	95,7%	92,7%	98,4%	93,4%	90,4%
Tasa de paro (EPA)	16,5%	16,3%	14,8%	13,3%	15,2%	13,2%	11,2%	14,7%	12,7%	10,7%
IPC	1,1%	1,2%	1,7%	2,6%	1,0%	1,6%	2,4%	1,1%	1,8%	2,7%

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

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

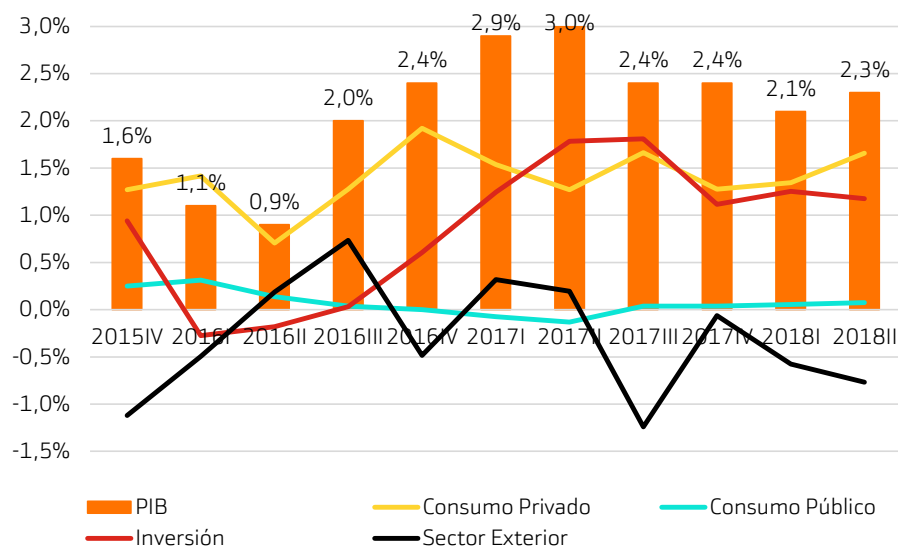


## 2.2.- Portugal: "La expansión puede haber alcanzado su punto máximo, incluso también en el inmobiliario."

*Mantenemos sin cambios nuestras previsiones de ralentización del crecimiento del PIB 2018 hasta +2,1 % desde +2,7 % en 2017. Pensamos que el momento álgido del crecimiento acaba de quedar atrás y que a partir de ahora Portugal enfrenta un periodo de consolidación y de convergencia con la media de crecimiento de la Unión Europea. En este entorno, menos intensamente expansivo, resulta fundamental centrarse en los verdaderos motores del crecimiento futuro del PIB - Exportaciones e Inversión -, reduciéndose su elevada dependencia del Consumo Privado. Si bien por el lado de la Inversión las perspectivas resultan favorables, Portugal enfrenta la ardua tarea de equilibrar la Balanza Comercial ante un previsible fuerte aumento de las Importaciones y el determinante desafío de la competitividad en un contexto de incrementos salariales.*

El punto álgido del crecimiento de la economía portuguesa parece haber quedado atrás y ahora el país enfrenta un periodo de consolidación y de convergencia con la media de la Unión Europea. **Seguimos estimando una ralentización del crecimiento del PIB para este año**, puesto que la evolución de los indicadores de actividad más recientes confirma esta perspectiva. En este sentido, y dado que la coyuntura externa frente al trimestre anterior apenas cambia, decidimos mantener **intactas nuestras estimaciones de crecimiento para 2019 y 2020: +2,1% y +2,3% respectivamente.**

Gráfico 2.2.1 - Contribución de los principales componentes del PIB.-



*Superado el punto de máxima velocidad de la recuperación, parece probable una ralentización que no debería ser preocupante.*

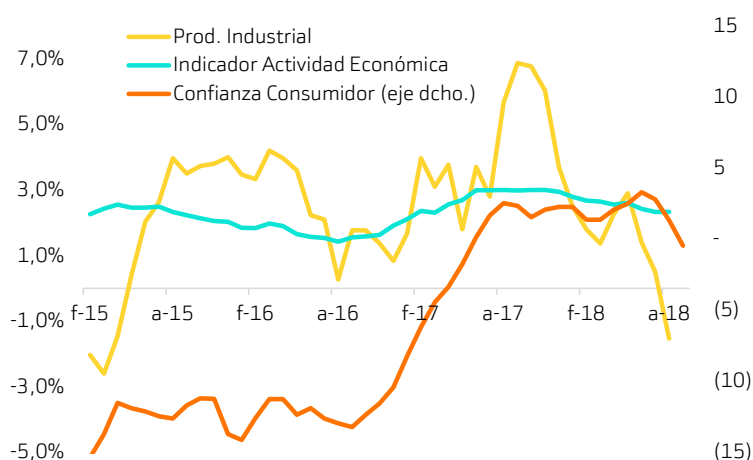
Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

El PIB 4T 2018 se situó en +2,3%, lo que supone el octavo trimestre consecutivo por encima de la barrera de +2,0%, algo que no ocurría desde la década de los '90. El Consumo Privado continúa destacando como principal palanca del crecimiento del PIB.

Pero es importante no perder de vista la evolución del indicador avanzado de **Confianza del Consumidor**, que generalmente constituye un buen indicador de la evolución futura del Consumo Privado. En los últimos meses, este indicador inició una tendencia decreciente pero, a pesar de ello, se sitúa muy por encima de la media de los últimos años y está cerca de su máximo histórico, alcanzado en mayo de este año. La **subida del precio de las vivienda** y el consecuente impacto sobre la percepción de riqueza por parte de las familias, junto con una **aceleración del crecimiento del PIB** y una **inflación muy reducida**, explican el significativo aumento de la confianza de los portugueses, sobre todo a lo largo del año pasado.

*Sólida recuperación de los precios inmobiliarios y mejora continuada de los indicadores de confianza.*

**Gráfico 2.2.2 - Indicadores de actividad económica. -**



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Sin embargo, el reciente aumento del nivel de precios, unido a una inflación que alcanzó +1,6% en julio (frente a la media de +0,9% en el primer semestre), explican parcialmente la inversión de la tendencia de este indicador en los últimos meses. Como destacamos el trimestre pasado, la **elevada carga fiscal indirecta** (IVA, etc.), que incidió sobre todo en productos de menor elasticidad, ha pasado prácticamente desapercibida para las familias portuguesas, puesto que se produjo en un periodo de baja inflación junto con un ligero **alivio de la carga fiscal personal directa** (IRPF). Pero, a medida que los precios aumentan, esta "carga" fiscal indirecta resulta cada vez más visible en la economía portuguesa. Uno de los ejemplos más destacados es el precio de los combustibles, que ha aumentado por causa de la subida del precio del crudo y por la elevada carga impositiva sobre el precio de venta final, que supera el 50% en Portugal.

*La elevada presión fiscal dinámica representa un serio riesgo en el momento de la desaceleración.*

Con la confianza de los consumidores en descenso **cabe esperar que el aumento del consumo de las familias**, que resulta fundamental para mantener el actual ritmo de crecimiento del PIB, proceda sobre todo de la **creación de empleo** y de un **aumento de los salarios**. Si, por un lado la reciente evolución del PIB ha cumplido con nuestras expectativas, no podemos decir lo mismo acerca de la **caída de la tasa de desempleo**, que nos ha sorprendido positivamente, trimestre tras trimestre. Desde agosto de 2017, la tasa de desempleo portuguesa se sitúa por debajo de la media de la Eurozona. En este sentido, la tasa actual del 6,8% contrasta con la media

del 8,28% Eurozona y representa menos de la mitad de la tasa española (15,3%). Esta **notable evolución del mercado laboral** pone de manifiesto la capacidad de la economía portuguesa para "recomponerse" en lo que respecta a los años de crisis. No obstante, alertamos sobre la **débil composición del mercado de trabajo en Portugal**, con una elevada dependencia del sector turístico (se estima que uno de cada cinco empleos está asociado al turismo), sector caracterizado por una elevada temporalidad y el predominio de contratos de trabajo a tiempo parcial.

Ante este escenario más débil en lo que respecta al consumo, resulta fundamental centrarse en los verdaderos motores del crecimiento futuro del PIB: **Exportaciones e Inversión**. Comenzando por las **Exportaciones**, Portugal se enfrenta a una ardua tarea para poder consolidar la Balanza Comercial. La caída del precio del petróleo en los últimos años supuso un "balón de oxígeno" en lo que respecta al déficit energético. Pero la era del crudo barato parece haber llegado a su fin y la ola de proteccionismo global representa un riesgo importante para las exportaciones portuguesas. Además, se espera que el peso de las **Importaciones** continúe aumentando, puesto que una gran mayoría de los bienes duraderos comprados en Portugal por las familias, así como los equipos adquiridos por las empresas, proceden del extranjero. En este sentido, y para equilibrar la balanza, resulta necesario efectuar un esfuerzo adicional en la dinamización de la venta de productos al extranjero mediante **el aumento de la competitividad**. Dicha competitividad se gana mediante la inversión en más y mejor planta y equipo, al tiempo que se contienen los costes laborales. Si bien aparentemente estamos en el camino correcto en lo que respecta al primer factor (la Inversión Empresarial aumentó +10% en los últimos dos trimestres), en relación con el segundo factor existen algunos riesgos. Fundamentalmente en lo que respecta al **aumento del salario mínimo**, que deberá ser vigilado para evitar que no comprometa la evolución de las exportaciones.

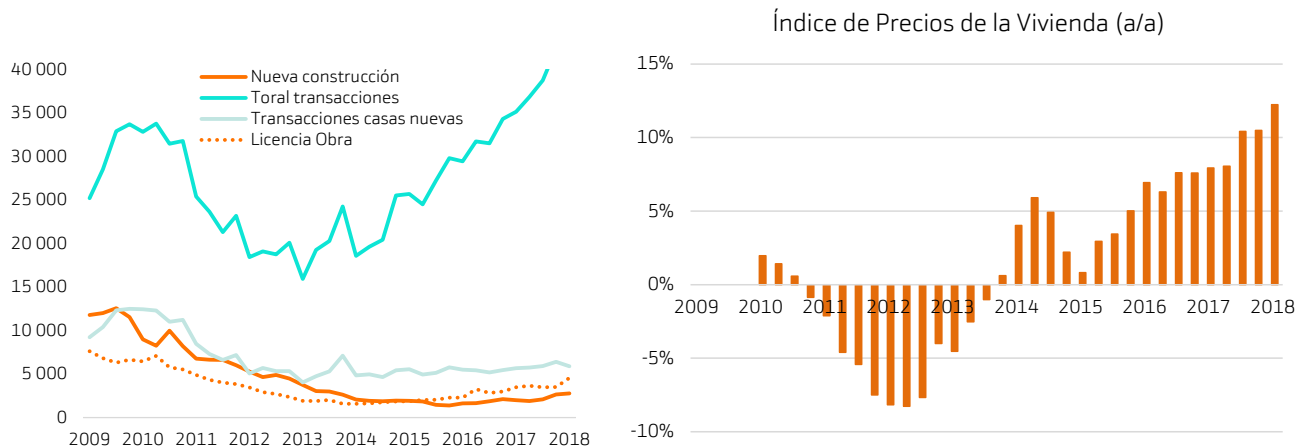
En lo que respecta a la **Inversión**, las perspectivas son favorables. El fuerte crecimiento que sigue produciéndose en el segmento de **maquinaria y equipo** rebate la visión de que el aumento de la inversión se debe exclusivamente al repunte del sector de la construcción. La mayor demanda y el bajo coste de la financiación son factores que han animado a los empresarios portugueses a invertir en nueva capacidad de producción, así como en la sustitución de equipos obsoletos, tras varios años de un nivel de inversión reducido.

En cualquier caso continuamos defendiendo la idea de que el principal impulsor de la inversión en el PIB será la **construcción de nuevas casas, ya que estamos ante un sector inmobiliario "caliente" pero no "sobrecalentado"**.

*Hipotéticos aumentos del salario mínimo representarían una amenaza para la competitividad de las exportaciones.*

*No nos encontramos ante un sector inmobiliario sobre el amenazado por una burbuja de precios.*

Gráfico 2.2.3 – Sector inmobiliario. -



Estimamos que seguirá produciéndose una revalorización de los precios en el segmento residencial, si bien a un ritmo más moderado: **+6% en 2018, +4% en 2019 y +1,5% en 2020**. El mercado inmobiliario continúa apoyándose fundamentalmente en tres factores:

- i. **Aumento de la demanda**, tanto en lo que respecta a la vivienda residencial, debido a la evolución del ciclo económico y el acceso a la financiación, como a la inversión. La escasez de alternativas de inversión rentables, en un escenario de tipos de interés negativos, hace que la inversión inmobiliaria resulte particularmente atractiva (rendimientos brutos en el mercado del alquiler que rondan el 5,7%). Además, las atractivas condiciones fiscales para no residentes continúan impulsando la demanda extranjera (25% de las compras de casas en 2017), recurriendo fundamentalmente a capital propio, sin endeudamiento.
- ii. **Escasez de oferta de inmuebles**. Este desequilibrio continuará presionando los precios al alza, una vez que los actuales niveles de producción de nuevas casas (véase el gráfico situado sobre estas líneas), resultan claramente insuficientes ante la demanda existente. Cabe esperar que el *gap* entre la demanda y la oferta persista hasta por lo menos el año 2020.
- iii. **Bajo coste de la financiación**. Los tipos de interés en el crédito para la compra de vivienda ha disminuido gracias tanto a la caída del Euribor como a la caída de los diferenciales medios. Si bien el Euribor continúa en terreno negativo, según nuestras estimaciones entrará en terreno positivo a partir del próximo año. Este efecto podría ser compensado parcialmente por la intensa competencia en el sector.

*Los precios del inmobiliario residencial tenderán a desacelerarse hasta 2020, pero a corto plazo aún continuarán subiendo por encima de la inflación.*

En resumidas cuentas, **ninguno de los 3 factores de apoyo mencionados anteriormente experimentará un ajuste brusco**. Todos deberán normalizarse, si bien de forma muy lenta, lo que a su vez conducirá a una estabilización de los ritmos de subida de los precios.

No obstante, observamos algunas señales de **sobrevaloración de los precios en los centros históricos de Lisboa y Oporto**. Si bien responden a una escasez particularmente acentuada de la oferta y al *boom* del turismo,

podrían experimentar una ligera corrección en caso de que se adoptasen más **restricciones legales al alojamiento local** o tenga lugar una **ralentización de la demanda internacional**, tras los fuertes aumentos de los precios registrados en los últimos meses (> 20% en 1T 2018). Es posible que, en un determinado plazo este aumento suponga que el mercado inmobiliario en los centros históricos de las principales ciudades portuguesas resulte menos atractivo para la inversión internacional en comparación con el resto de las ciudades europeas y esto es un riesgo relevante a monitorizar.

Por último, en el capítulo de las **finanzas públicas** no vemos grandes riesgos de incumplimiento de nuestras estimaciones para este año: un Déficit Fiscal de -0,7% y una Deuda Pública del 124% s/PIB. No obstante, podrían mejorarse estos objetivos. Monitorizaremos las negociaciones del Presupuesto 2019, así como de años sucesivos. Las exigencias de los distintos partidos de la coalición de gobierno podrían poner en riesgo la viabilidad de las metas para los próximos años. Hipotéticos nuevos aumentos del salario mínimo o la descongelación de pensiones, etc., podrían obligarnos a revisar nuestras estimaciones a la baja.

En definitiva, **el momento de máxima expansión de la economía portuguesa parece haber quedado atrás** y, por lo tanto, es el momento de consolidar equilibrios estructurales y continuar con el proceso de desapalancamiento público. La coyuntura externa ha ayudado, sobre todo en lo que respecta a las políticas monetarias acomodaticias, si bien se aproxima el momento en que dicha ayuda desaparecerá.

*Este es el momento de consolidar equilibrios estructurales y continuar con el proceso de desapalancamiento público.*



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

Portugal, cifras clave	2017r	Pesimista	2018e Central	Optimista	Pesimista	2019e Central	Optimista	Pesimista	2020e Central	Optimista
PIB	2,7%	1,0%	2,1%	3,4%	1,1%	2,3%	3,2%	0,6%	2,0%	3,3%
Consumo Privado	2,3%	1,5%	2,1%	2,2%	1,4%	1,8%	2,1%	1,1%	1,6%	2,0%
Gasto Público	0,0%	0,1%	0,4%	0,7%	0,3%	1,0%	1,2%	0,3%	1,0%	1,4%
Inversion	8,4%	4,0%	6,6%	8,0%	2,5%	4,8%	5,5%	2,0%	4,3%	6,0%
Demanda Interna	2,8%	1,7%	2,6%	2,9%	1,4%	2,2%	2,5%	1,1%	2,0%	2,6%
Aport. Sector Exterior	-0,2%	-0,7%	-0,4%	0,5%	-0,3%	0,2%	0,7%	-0,5%	0,0%	0,7%
Déficit Público/PIB	1,1%	2,0%	0,8%	0,5%	1,5%	0,5%	0,0%	1,3%	0,2%	-0,8%
Deuda/PIB	126%	127%	124%	122%	126%	122%	120%	126%	120%	116%
Bono 10 años (TIR, Dic)	1,9%	2,3%	2,0%	1,7%	2,8%	2,5%	2,1%	2,1%	2,7%	3,2%
Tasa de Paro	8,1%	7,1%	6,8%	6,3%	7,0%	6,6%	6,2%	7,0%	6,5%	6,0%
IPC	1,5%	0,7%	1,1%	1,7%	0,8%	1,3%	2,0%	0,8%	1,4%	2,0%

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

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

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

*Un trimestre más mantenemos una **estrategia de inversión pro renta variable (en particular EE.UU., seguida de Europa)**, frente a una renta fija en entorno de subidas de TIRes. En este sentido, en renta fija favoreceríamos los plazos cortos en EE.UU. La **macro sigue siendo positiva, pero se ha puesto de manifiesto el desacoplamiento en el ritmo de crecimiento entre EE.UU., más sólido, frente a la Zona Euro, con signos de ralentización.** Aunque las tensiones comerciales siguen siendo un tema abierto, se han centrado más en el entorno EE.UU.-China. En términos de **incertidumbres** en los próximos meses, destacan **varios retos en Europa** como el proceso de normalización de las compras de bonos del BCE, las negociaciones del Brexit y la presentación de los presupuestos 2019. **En resumen, mantenemos los niveles de exposición de riesgo por perfiles.***

Los indicadores macroeconómicos del 3T'18 siguieron siendo positivos, pero han puesto de manifiesto el **desacoplamiento en el ritmo de crecimiento entre EE.UU. y la Zona Euro que ha dado algunas muestras de desaceleración.** De hecho, el BCE ha revisado a la baja sus expectativas de crecimiento desde mediados de junio en dos ocasiones para el año 2018 (al 2% desde el 2,4%), mientras que la Fed lo hacía al alza en una ocasión (al 2,8% desde el 2,7%).

Ha sido un trimestre con picos de volatilidad fundamentalmente ante:  
**(1) Las tensiones comerciales, que recientemente parecen haberse centrado el foco en la relación EE.UU. y China,** tras el principio de acuerdo con UE a finales de julio y el acuerdo con México. Aunque todavía hay otros frentes abiertos como las negociaciones con Canadá;  
**(2) Las turbulencias en los mercados emergentes** (especialmente Turquía, Argentina y Sudáfrica) han remitido tras las medidas adoptadas, permitiendo **un movimiento de mayor aceptación de riesgo,** que ha acompañado la tendencia al alza de las TIRes de los bonos en Europa. **(3) Finalmente, el petróleo Brent** volvía a niveles superiores a 80\$/bbl, tras la última reunión informal de la OPEP que retrasaba la decisión sobre el aumento de producción a la reunión (3 de diciembre).

La evolución de las bolsas ha sido acorde con este entorno. El S&P500 acumula una revalorización del **9,1% en el 3T'18\*** (7,2% en el año), algo por debajo en el trimestre el Nasdaq 6,6% (aunque +16,0% en el año). En el lado europeo un escueto **0,7% del EuroStoxx50** (-2,4% en el año) y **-1,3% del Ibex35** (-5,5% en el año). En Europa el sector con mejor comportamiento ha sido el asegurador (+9,9% en el 3T'18, 2,8% en el año). Por contra, el sector *retail* -5,2% en el 3T'18 (+0,6% en el año).

**Factores de incertidumbre.** Europa se enfrenta a varios retos en los próximos meses: por una parte, comienza **el proceso de normalización en el programa de compras de bonos a partir de octubre** y finalización en diciembre (aunque seguirá la reinversión de los vencimientos); por otra parte, las **negociaciones sobre el Brexit** que se espera puedan quedar definidas de cara a una Cumbre a mediados de noviembre, y; la presentación de **los presupuestos para 2019** de los distintos países de la UEM (que pondrán de manifiesto los niveles de déficit público objetivo). En el lado americano, las *mid-term elections* y el desenlace de las tensiones comerciales, particularmente con China, serán los principales factores de riesgo.

*Menos sincronización en el crecimiento: EE.UU. mantiene la fortaleza, mientras Europa da muestras de desaceleración*

*Picos de volatilidad y TIRes de los bonos americanos y europeos al alza*

*Bolsas en el 3T18\*: +8% el Dow Jones vs -1,1% el EuroStoxx50 \* [datos hasta el 25 sept]*

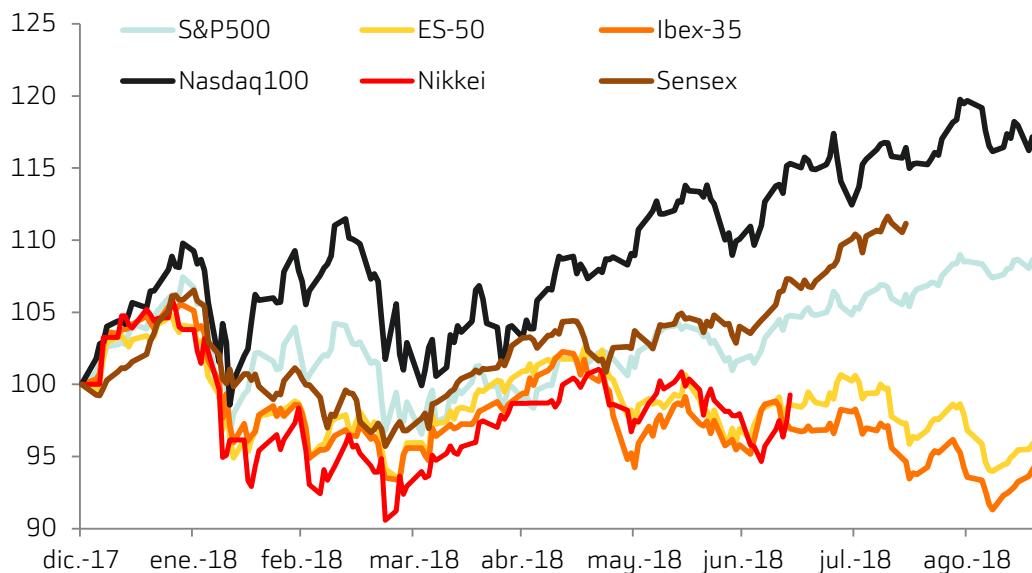
*Trimestre clave en Europa, el BCE comienza la reducción de la compra de activos y debe definirse el tipo de Brexit.*



En este entorno, mantenemos la estrategia de inversión más pro-renta variable con preferencia a la americana, seguida de la europea, frente a la renta fija que afronta el escenario de normalización en la política monetaria en EE.UU. y el descenso en la compra de activos del BCE. En este sentido, favoreceríamos los plazos cortos en EE.UU. En términos de crecimiento de estimaciones de beneficios, observamos también una tendencia en el último trimestre al alza en los BPAs esperados en EE.UU. (aunque en 2019 perderán el impulso extra que ha supuesto este año la reforma fiscal) y Japón, frente a ligeros ajustes a la baja en Europa. La resolución definitiva de la situación comercial aumentaría la visibilidad de las estimaciones de beneficios.

*Estrategia de Inversión, pro renta variable.*

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



Nota: Hasta el 25/09/2018

Fuente: Bloomberg, con elaboración propia.

Nuestras valoraciones se enfocan ya a 2019, por lo que en la siguiente tabla damos alguna referencia, a modo orientativo, de cara al cierre de este ejercicio:

Cuadro 3.2- Niveles más probables para 2018

Índices	Rango más probable de cierre de 2018		
Ibex 35	9.600	/	9.700
EuroStoxx 50	3.400	/	3.500
S&P500	3.000	/	3.100
Nikkei	24.000	/	24.100

Fuente: Análisis Bankinter.

Los niveles de exposición recomendados a bolsas para los distintos perfiles de riesgo se mantienen sin variaciones (tal y como muestra la tabla 3.3). Estos niveles fueron ya ajustados ligeramente a la baja desde abril 2018 (para los perfiles dinámico y agresivo lo revisamos a la baja desde abril 2018 (para los perfiles dinámico y agresivo lo revisamos a la baja un -10% y en el resto de los casos -5%, de forma lineal).

*Sin cambios en los niveles de perfil de riesgo recomendados*

**Cuadro 3.3: Niveles de exposición recomendados según perfil de riesgo.-**

INVERSOR LOCAL (Zona Euro): Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.				
Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
75%	60%	45%	25%	15%
INVERSOR GLOBAL: Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.				
Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
75%	60%	45%	25%	15%

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.

### VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

Nuestro método de valoración se mantiene inalterado. Empleamos el PER Objetivo sin introducir cambios metodológicos de relevancia. Además, como es tradicional, en el caso del Ibex 35 incorporamos un enfoque *bottom up* basado en los precios objetivos estimados por Análisis Bankinter. La novedad en este punto es la fijación de un recorte del 10% sobre la valoración obtenida a través de este último método. Con este ajuste, tratamos de anticiparnos a la reducción de estimaciones de beneficio que prevemos para España en los próximos trimestres como consecuencia de la pérdida de tracción de la economía. A este respecto conviene tener en mente que en este informe comenzamos a emplear para el BPA (beneficio por acción en adelante) la estimación de consenso para 2019 (vs. la estimación para 2018 en el informe previo). Nuestras valoraciones contemplan un horizonte temporal de 12 meses y, por tanto, esta modificación parece lo más razonable.

*Mantenemos sin cambios nuestro método de valoración. Empleamos el PER Objetivo y, adicionalmente en el Ibex-35, un enfoque bottom up.*

Mantenemos tres escenarios en nuestras valoraciones: el central, el favorable y el desfavorable. Cogemos como base el escenario central. La diferencia entre ellos deriva de: (i) el nivel de BPA empleado y (ii) los tipos para el bono a 10 años que asumimos. En los índices europeos (Ibex 35 y Eurostoxx 50), optamos de nuevo por la prudencia. Por ello, recortamos el BPA de consenso -5% en el escenario central, -10% en el desfavorable y no efectuamos ningún ajuste en el favorable. En EE.UU. la fortaleza de la economía y las habituales revisiones al alza de las estimaciones de consenso, nos llevan a establecer un ajuste al BPA empleado en nuestro escenario central de +2,00%, +7,00% en el favorable y -3,0% en el desfavorable. Finalmente, en el Nikkei extremamos la prudencia por los drásticos ajustes a las estimaciones que se producen tradicionalmente en el país. Por ello, recortamos -7,5% el BPA que empleamos en el escenario central, -10,0% en el desfavorable y -3,0% en el favorable.

*Contemplamos tres escenarios: central, favorable y desfavorable. La diferencia entre ellos deriva de las hipótesis empleadas para los tipos a 10 años y los niveles de BPA.*

Respecto al bono a 10 años, empleamos los tipos de mercado en el escenario central para todos los índices y los ajustamos en -50 p.b./+50 p.b. en los escenarios favorable y desfavorable en el caso del Ibex 35 y el S&P 500, en -25 p.b./+25 p.b. en el Eurostoxx 50 y -15p.b./+15 p.b el Nikkei.

En cuanto a las primas de riesgo, aumentan en el caso del Ibex 35 (hasta 6,2% desde 5,35%) y el Eurostoxx 50 (hasta 5,72% desde 5,12%) como reflejo de la pérdida de dinamismo que estimamos para la economía europea. Especialmente para la española. En el caso del S&P 500 (2,53% vs. 2,43% anterior) y el Nikkei (5,25% vs. 5,15% anterior) se mantienen prácticamente inalteradas.

Con todo ello, recortamos los niveles objetivo para los índices europeos mientras que los elevamos para el S&P 500 y el Nikkei. Esta revisión va en línea con las estimaciones de beneficios, que empeoran en Europa mientras mejoran en EE.UU. y Japón. Finalmente, nuestras preferencias de inversión no cambian: seguimos apostando por EE.UU. como primera opción, seguido por Europa (selectiva y tácticamente) mientras que nuestra recomendación sobre España y Japón es neutral.

*En línea con la evolución de estimaciones de BPAs, elevamos precio objetivo al S&P 500 y al Nikkei mientras que recortamos el del Eurostoxx 50 y el Ibex 35*

### IBEX 35

Revisamos a la baja el precio objetivo para el selectivo hasta 10.712 puntos desde 11.781 estimado en junio. Esta valoración deriva de diferentes factores: (i) un ligero incremento de la TIR del bono español a 10 años (hasta 1,49% desde 1,44% previo), (ii) el recorte de las estimaciones para el BPA de 2019 (-0,6% hasta 827,4€), (iii) un ajuste bajista de -10% sobre el modelo *bottom up* con el fin de anticiparnos a una futura revisión a la baja de los beneficios empleados en los modelos de valoración de las compañías del Ibex y (iv) una prima de riesgo más elevada para contemplar la pérdida de impulso que estimamos para la economía española en próximos meses. Conviene tener en mente que los modelos *top down* (PER Objetivo, entre otros) incorporan con mayor antelación los cambios en las perspectivas de crecimiento mientras que los analistas micro (análisis *bottom up*) suelen reaccionar con menor celeridad. Esta valoración implica un potencial de +12,8% y un PER implícito de 13,6x.

*Recortamos nuestro precio objetivo hasta 10.712 puntos ante la rebaja de estimaciones para el BPA, una mayor prima de riesgo y el incremento de la TIR del bono a 10 años. Esta valoración implica un potencial de +12,8% y un PER implícito de 13,6x.*

### EUROSTOXX 50

Fijamos una valoración de 3.895 puntos para el índice vs. 3.951 puntos anterior. Este recorte de valoración se fundamenta en la revisión a la baja del BPA de consenso (-0,5% hasta 273,04€) y el incremento de la prima de riesgo como consecuencia de la moderación que estimamos en las tasas de crecimiento en próximos trimestres. Con ello, el potencial para el selectivo se sitúa en +13,9% desde niveles actuales de cotización. El PER implícito queda en 15,0x.

*El recorte de estimaciones de BPAs y una mayor prima de riesgo nos lleva a revisar a la baja nuestro precio objetivo hasta 3.895 puntos. Potencial +13,9%.*

### S&P 500

Nuestro escenario central apunta a un precio objetivo de 3.353 puntos considerando ya los beneficios 2019E (por lo que no es del todo comparable con los 3.098 puntos anterior). Supone un potencial del 15% desde los niveles actuales. El principal catalizador, en un entorno de rentabilidad al alza del T-Note al alza es el crecimiento de beneficios empresariales, que han sido revisados al alza en el último trimestre en un 1,5% y 1,8% para 2018 y 2019 respectivamente (a 178,3\$ 2019E). El PER implícito en nuestro escenario central es de 18,4x (vs. 19,1x anterior). **Mantenemos nuestra recomendación en Comprar y nuestra preferencia por el mercado americano.**

*Objetivo en el escenario central 3.353 puntos, potencial al alza del 15%*

### NIKKEI

Nuestro precio objetivo en el escenario central asciende a 26.624 puntos sobre beneficios 2019 (igualmente, no del todo comparable con los 23.674 puntos anterior). Las expectativas de beneficio, al igual que en EE.UU., han sido revisadas al alza (un 3,5% para el BPA 2018 y un 1,5% para 2019, alcanzando 1.599,07 JPY). En cambio la TIR del bono a 10 años ha pasado al 0,108% (desde 0,039% en junio), tras la flexibilización en las compras de bonos estatales. El PER implícito en nuestro objetivo es 18x (vs 18,6x anterior). Mantenemos nuestra recomendación de Neutral.

*Mejoran las expectativas de beneficios.*

Cuadro 3.4: Tabla resumen de valoraciones bolsas

Valoración Escenario Central		
	Valoración	Rentabilidad por dividendo
<b>IBEX-35</b>	<b>10.712</b>	<b>4,05%</b>
Potencial	12,8%	
<b>EUROSTOXX-50</b>	<b>3.895</b>	<b>3,59%</b>
Potencial	13,9%	
<b>S&amp;P 500</b>	<b>3.353</b>	<b>1,80%</b>
Potencial	15,0%	
<b>NIKKEI</b>	<b>26.624</b>	<b>1,69%</b>
Potencial	11,2%	

Notas:

Cálculos con cierre 25 de septiembre de 2018

Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

Cuadro 3.5: Tabla extendida de valoraciones para bolsas en 2018.-

IBEX-35		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	0,99%	1,49%	1,99%	
2.- Incremento (a/a) BPA:	8,3%	2,9%	-2,5%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	11.461	10.712	10.076	
Precio Objetivo Anterior (2)		11.781		
Cotización 25/09/2018		9.494		
Potencial (%)	20,7%	12,8%	6,1%	
PER Implícito	13,9x	13,6x	13,5x	
EUROSTOXX-50		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A (3)	Favorable	Central	Desfavorable	
	0,58%	0,83%	1,08%	
2.- Incremento (a/a) BPA:	10,9%	5,3%	-0,2%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	4.293	3.895	3.531	
Precio Objetivo Anterior (2)		3.951		
Cotización 25/09/2018		3.420		
Potencial (%)	25,5%	13,9%	3,2%	
PER Implícito	15,7x	15,0x	14,4x	
S&P 500		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	2,51%	3,01%	3,51%	
2.- Incremento (a/a) BPA:	18,0%	12,5%	7,0%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	3.981	3.353	2.856	
Precio Objetivo Anterior (2)		3.098		
Cotización 25/09/2018		2.916		
Potencial (%)	36,6%	15,0%	-2,0%	
PER Implícito	20,9x	18,4x	16,5x	
NIKKEI		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0,04%	0,11%	0,26%	
2.- Incremento (a/a) BPA:	9,1%	4,0%	1,2%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	28.809	26.624	25.129	
Precio Objetivo Anterior (2)		23.674		
Cotización 25/09/2018		23.940		
Potencial (%)	20,3%	11,2%	5,0%	
PER Implícito	18,6x	18,0x	17,5x	

Notas:

(1) Cálculos con cierre 25 de septiembre de 2018. Precio objetivo según método PER Objetivo. En Ibex media entre Bottom Up / PER Objetivo

(2) Cálculos a 25 de junio de 2018.

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

Cuadro 3.6: Variaciones beneficios empresariales y PER entre 2012/2019.-

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e
<b>IBEX-35</b>								
Var. BPA	-46,2%	58,5%	-8,9%	-12,9%	12,4%	27,6%	12,0%	8,3%
PER	20,1x	14,5x	19,1x	22,4x	16,3x	15,0x	12,4x	11,5x
<b>EUROSTOXX-50</b>								
Var. BPA	-6,4%	-9,2%	13,0%	-8,7%	14,1%	28,5%	10,8%	10,9%
PER	14,9x	19,0x	18,9x	22,7x	17,4x	15,7x	13,9x	12,5x
<b>S&amp;P 500</b>								
Var. BPA	3,8%	6,0%	4,8%	-3,4%	0,4%	12,8%	31,6%	10,3%
PER	13,6x	15,3x	17,2x	19,0x	19,2x	19,9x	18,0x	16,4x
<b>NIKKEI</b>								
Var. BPA	30,6%	47,4%	19,7%	2,1%	-5,2%	60,2%	4,3%	12,5%
PER	18,3x	18,5x	17,6x	21,4x	19,9x	14,8x	16,8x	15,0x

Notas:

(1) Variación a/a de los BPAs realizada en 2012/2017 y estimada para 2018 y 2019

(2) PER 2012/2017 con cotización media de los índices y 2018/2019 con cierre 25/09/2018

Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

Cuadro 3.7: 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'19e	827 €	8,3%	-0,6%	BPA'19e	273 €	10,9%	-0,5%
BPA'18e	764 €	12,0%	-0,6%	BPA'18e	246 €	10,8%	-1,5%
BPA'17r	682 €	27,6%	0,0%	BPA'17r	222 €	28,5%	0,2%
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'19e	178 \$	10,3%	1,8%	BPA'19e	1.599 JPY	12,5%	1,5%
BPA'18e	162 \$	31,6%	1,5%	BPA'18e	1.422 JPY	4,3%	3,5%
BPA'17r	123 \$	12,8%	-0,6%	BPA'17r	1.363 JPY	60,2%	0,0%
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 junio 2018

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg

Datos a 25/09/2018

Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

## 1.- ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

ACTIVO	RECOMENDACIÓN	RACIONAL
Bolsa España	Neutral	Incertidumbre política y su influencia sobre la economía y los beneficios empresariales.
Bolsa Europa	Compra Selectiva	Afectada por debilidad política. Oportunidades puntuales en el 4T 2018. Debería estrechar contra la bolsa americana y aún es posible cerrar 2018 ligeramente en positivo.
Bolsa EE.UU.	Comprar	La más fiable en cuanto a contexto macro y resultados empresariales. La incertidumbre ante las elecciones de medio mandato de Nov. puede tener un desenlace positivo al limitar la capacidad de Trump para gestionar si los republicanos debilitan sus posiciones en ambas cámaras. Consideramos reducido el riesgo dólar frente al euro entrando en el rango 1,17/1,18/€.
Bolsa Japón	Neutral	Poca fiabilidad en las estimaciones de beneficio, que tradicionalmente sufren fuertes recortes. Importante exposición a China y riesgo divisa ante el rol como activo refugio del yen.
Bolsas Emergentes	Vender	Riesgos estructurales aún abiertos. Divisas penalizadas por los desequilibrios internos y por la normalización de la política monetaria en EE.UU. Un dólar más fuerte y unos bonos más atractivos en EE.UU. suponen una interesante alternativa de inversión y, por tanto, avivan el temor a nuevas salidas de capitales.
Bonos Soberanos España	Vender	Riesgos políticos al alza en un escenario de normalización de la política monetaria. Estimamos subidas graduales en las TIRs que pueden venir acompañadas de cierta ampliación de la prima de riesgo.
Bonos Soberanos Europa	Vender	El BCE pondrá fin al programa de compra de activos en diciembre y subirá el tipo de depósito en el 2T19 (hasta 0% desde -0,40%). El siguiente movimiento podría ser una subida en el tipo director (hasta +0,10%) a final de año. En ese escenario lo lógico es asistir a un repunte gradual de las TIRs (caídas de precio).
Bonos Soberanos EE.UU.	Comprar	Ganan atractivo a medida que la Fed sube tipos y la economía lo encaja con facilidad. Conviene ir posicionándose. Curva de tipos con poca pendiente, pero que ofrece TIR > 2% desde 1 mes hasta 5 años y TIR > 3% a partir de los bonos a 7 años. En estas condiciones comienzan a ser una alternativa de inversión atractiva.
Bonos Japón	Vender	Carecen de atractivo. Sus TIR continúan en negativo a todos los plazos hasta el bono a 5 años inclusive. Los plazos superiores están en positivo, pero "milimétrico" (i.e., bono 10 años 0,125%). El objetivo del BoJ es mantener el bono a 10 años en el rango +/-0,2% y está consiguiéndolo, pero es insuficiente como para proporcionar un atractivo mínimo desde la perspectiva del inversor. Aunque la inflación sea muy baja (+0,2% Subyacente) la rentabilidad real sigue siendo negativa.
Bonos Corporativos Europa	Vender	Riesgo de subida de rentabilidades una vez que el BCE termine su programa de compra de activos en diciembre. Escenario que pensamos aún no descuenta totalmente este tipo de activo.
Bonos Corporativos EE.UU.	Neutral	La solidez del ciclo económico y unas perspectivas de inflación manejables favorecen este tipo de emisiones. Sin embargo, estos factores ya están recogidos en precio y no anticipamos grandes revalorizaciones en próximos meses.



ACTIVO	RECOMENDACIÓN	RACIONAL
Bonos High Yield Europa	Vender	Las rentabilidades no compensan los riesgos en un contexto de endurecimiento de la política monetaria y una vez que las emisiones ya descuentan la caída de las tasas de <i>default</i> .
Bonos High Yield EE.UU.	Comprar	Con una <i>yield</i> media (YTW = <i>Yield To Worst</i> ) del 6,3%, que ha repuntado durante el verano, vuelve a ofrecer de nuevo un atractivo suficiente como para tomar este riesgo. La fortaleza del ciclo americano permite pensar que las tasas de <i>default</i> no repuntarán a corto plazo.
Inmobiliario España	Neutral	Cambiamos recomendación desde Comprar a Neutral y adoptamos una posición de mayor cautela debido a un aumento de los precios cercano a máximos del ciclo en áreas con sólida demanda.
Inmobiliario Europa	Neutral	Los <i>yields</i> de entrada en activos inmobiliarios <i>premium</i> y <i>core plus</i> de las principales ciudades tienen escaso potencial de compresión, y son vulnerables al proceso de subida de tipos que se iniciará en 2019. El Brexit es un factor de incertidumbre que puede frenar los precios en Londres, principal mercado europeo.
Inmobiliario EE.UU.	Neutral	El contexto de subida de tipos y el auge del comercio electrónico reduce el atractivo de los REITS, especialmente aquellos centrados en el segmento <i>retail</i> . Además, las ventas de vivienda usada se están estabilizando en el entorno de 5,3 millones de unidades. No obstante, la dinámica positiva de crecimiento económico y creación de empleo permitirá mantener una inercia alcista en rentas en segmentos no residenciales como oficinas y logístico.

## 2.- POSICIONAMIENTO GEOGRÁFICO

REGIÓN	RECOMENDACIÓN	RACIONAL
EE.UU.	Comprar	Tras alcanzar máximos históricos los índices americanos, el contexto sigue siendo positivo para el mercado: (i) La fortaleza de la demanda interna y el mantenimiento de altos niveles de confianza llevan a nuevas revisiones al alza del PIB en 2019 (+2,7% desde 2,5% tras +2,9% esperado en 2018). (ii) Fuerte crecimiento en BPA en las compañías: +27% en 2T'18 y el consenso apunta a un aumento medio de los BPA del S&P 500 de +31,6% en 2018 y +10,3% en 2019, impulsados por la reforma fiscal. (iii) Subida gradual de los tipos de interés, ya descontados por las bolsas que están conviviendo con tipos a 10 años por encima del 3,0% sin perder su inercia alcista. (iv) El aumento de dividendos y la recompra de acciones dará soporte a las valoraciones.
Eurozona	Compra Selectiva	El ciclo expansivo pierde vigor y las estimaciones de crecimiento se revisan a la baja por una menor demanda exterior. La disciplina fiscal de Italia y el Brexit seguirán siendo un foco de inestabilidad. Sin embargo, vemos oportunidades dentro de la región, que nos permiten mantener una visión de compra selectiva. Motivos: (i) La previsible expansión fiscal de los gobiernos junto con la positiva evolución del empleo y la gradual recuperación en salarios permiten mantener el optimismo sobre la evolución de demanda interna; (ii) La normalización de la política monetaria será gradual y los tipos de interés no cambiarán hasta 4T'19. El primer movimiento sería en septiembre/ octubre en el tipo de depósito, aumentando desde el -0,4% actual y colocándose en 0,0% a finales de año. En cuanto al tipo de referencia, podríamos ver el primer movimiento hacia finales de 2019 desde el 0,0% actual hasta 0,10%.; (iii) Tras el mal comienzo del año en bolsa (-2,9% en EuroStoxx), los ratios de valoración resultan más atractivos (12,5 de PER 2019 estimado). Dentro de la Eurozona favorecemos Francia y Alemania sobre España o Italia.
Reino Unido	Vender	Agenda política intensa y panorama económico incierto. La Tasa de Paro alcanza mínimos históricos, pero el PIB crece por debajo de su potencial y el IPC supera el objetivo del BoE. El Brexit es más incierto que nunca y puede condicionar las previsiones macro, la política monetaria y la dirección de los mercados. A pesar de todo, la libra se mantiene relativamente estable, las condiciones financieras no se han endurecido significativamente y los índices de actividad económica evolucionan en línea con lo esperado.
Japón	Neutral	En la medida que las economías emergentes estabilicen su situación y eso permita que el yen recupere su senda depreciatoria el actual contexto de la economía japonesa no debería deteriorarse, sino más bien estabilizarse o incluso mejorar algo más. Pero la fiabilidad de las estimaciones sobre los resultados empresariales es reducida, lo que representa un hándicap importante.
Economías Emergentes	Neutral	Aunque la fase más adversa parece haber quedado atrás, la recuperación de los emergentes no será rápida, en un escenario de subidas de tipos en EE.UU. y crecientes déficits por cuenta corriente en los emergentes. Las barreras comerciales impuestas por EE.UU. frenarán el ritmo de expansión de China. En Brasil, la desaceleración del crecimiento se ve agravada por la incertidumbre derivada de las elecciones de octubre, En India, el crecimiento del PIB no se está reflejando en la evolución de la bolsa, penalizada por la depreciación de la rupia frente al dólar y las dudas que genera por el proceso de reestructuración de algunas entidades financieras.

### 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.
Consumo No Cíclico	Vender		Aunque el consumo se mantiene fuerte, la fuerte competencia del sector y los efectos disruptivos del comercio electrónico ralentizan ventas y presionan los márgenes, penalizando a los <i>retailers</i> del segmento <i>low cost</i> . Esperamos mejor comportamiento de las marcas <i>premium</i> .
Distribución ( <i>Retailers</i> )	Vender		Los márgenes continuarán presionados por: (i) Encarecimiento de las materias primas. (ii) Coste de adaptación a unas nuevas tendencias de consumo (alimentación saludable y nutrición). (iii) Elevada necesidad de inversión (tecnología y regulación) en el c/p.
Farma/Salud	Comprar	Sanofi Aventis, Almirall, Faes	Tras concentración sectorial durante la crisis, márgenes estables y beneficios al alza. Buen <i>timing</i> de mercado.
Bancos	Comprar	Bankia, Intesa & ABN	Múltiplos de valoración atractivos (P/V <1), rentabilidad por dividendo elevada (> 4,0%) y entorno de mercado (tipos y actividad) mejorando.
Seguros	Neutral		El entorno de bajos tipos de interés seguirá penalizando el resultado no técnico (derivado de la cartera de inversión) mientras la actividad aseguradora mejora a ritmo moderado.
Software/Web Services	Comprar	Amazon, Apple, Microsoft, Salesforce, Amadeus, SAP	Visión positiva sobre este sector menos vulnerable a las tensiones comerciales. Los resultados más recientes y el guidance a futuro respaldan las valoraciones actuales. Estas compañías tienen capacidad para generar ingresos crecientes y recurrentes gracias a su condición de "plataformas" con un efecto red que atrae a un número creciente de usuarios en áreas como servicios web, <i>retail</i> o contenidos digitales y crea una ventaja competitiva en áreas disruptivas como <i>cloud computing</i> e inteligencia artificial.
<i>Utilities</i>	Vender	Naturgy	Previsible recorte en los retornos de los negocios regulados (redes y distribución de gas y electricidad); Bajos precios de la electricidad en el futuro por posible sobrecapacidad; Menor correlación con la recuperación de la actividad económica actual; La previsible gradual subida de rentabilidad de los bonos soberanos restarán atractivo a este tipo de valores que se consideran como alternativa directa a los bonos.
Renovables	Comprar	Iberdrola, Acciona	Tecnología apoyada por el nuevo Gobierno (eleva el objetivo hasta 35% del total de la energía vs 27% actual). La fuerte caída en el coste de instalación en eólica y solar hacen más competitivas este tipo de tecnologías, haciendo innecesario primar su instalación vía subvenciones o retornos regulados.

ACTIVO	RECOMENDACIÓN	FAVORITOS	RACIONAL
Concesiones	Vender	Aena	El pico del ciclo ya se ha alcanzado y el crecimiento del tráfico se ha ido ralentizando a lo largo de 2018; el crecimiento se mantendrá moderado en 2019. Las valoraciones están ya ajustadas y serán penalizadas por crecientes tipos de interés a largo plazo.
Petróleo & Infraestructura	Neutral	Repsol, Total	Precio del petróleo frenado por EE.UU. por razones políticas, pero elevado a pesar de ello por sanciones a Irán, negativa de la OPEP a reducir producción y demanda final sólida por ciclo.
Construcción	Comprar	Ferrovial, ACS, FCC	Estimamos un aumento de la contratación en próximos trimestres debido a los numerosos proyectos en fase de licitación en los mercados desarrollados. El desapalancamiento acometido por estas compañías limita los riesgos.
Inmobiliario	Neutral	Colonial, Merlin Properties	Rebajamos nuestra recomendación desde Comprar a Neutral porque creemos que los precios se acercan a máximos del ciclo y la subida de tipos puede suponer un freno. Preferimos activos comerciales frente a residenciales.
Industriales	Comprar	Acerinox	Seríamos selectivos hacia compañías con ventajas competitivas (como por su posicionamiento geográfico, capacidad de ahorro de costes...), apalancamiento operativo y limitado endeudamiento.
Telecos	Neutral	Telefónica	La tecnología 5G implica elevadas inversiones en un sector con ratios de apalancamiento elevados. La competencia vía precios penalizará los márgenes en próximos trimestres. Y la posibilidad de movimientos corporativos es limitada (por problemas de competencia). Sin embargo, el castigo al sector parece excesivo.
Autos	Vender	CIE Automotive, Gestamp	Recomendamos Vender fabricantes de automoción (OEMs) ante la guerra comercial EE.UU./China. Puede haber más multas por controles de emisiones. Necesarias fuertes inversiones para electrificación y conectividad. Recomendación Neutral para componentes de automoción ante una mayor externalización por parte de las OEMs y menor impacto del proteccionismo.
Químicas	Vender		Es uno de los sectores más sensibles al debilitamiento del ciclo global. Márgenes poco atractivos.
Media	Vender		El recorte del gasto en publicidad por parte de los grandes anunciantes y su reenfoque hacia Internet provoca grandes dudas a futuro para las compañías de media tradicionales.
Aerolíneas	Vender		Elevada competencia, márgenes presionados, regulación al alza y excesiva dependencia de los beneficios al precio del petróleo, que tiende a subir.
Hoteles	Neutral		La desaceleración del consumo y las menores llegadas de turistas son incertidumbres abiertas. Reducción de la visibilidad para el sector.

4.- Temática trimestral

Riesgo de cambio: cubrir o no cubrir, esa es la cuestión

Las oscilaciones de los tipos de cambio constituyen un factor importante que debe tenerse en cuenta antes de invertir en un fondo denominado en moneda extranjera. Por ejemplo, si suscribimos un fondo de acciones estadounidenses en dólares, **una depreciación del dólar contra el euro penalizará directamente la rentabilidad del fondo para un inversor en euros**. El año pasado, por ejemplo, la revalorización del S&P 500 fue +21,8% en USD, pero debido a la fuerte depreciación de esta divisa frente al euro en dicho periodo, la rentabilidad para un inversor en euros sólo fue +6,9 % (Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1. – Evolución del S&P500 en euros frente al dólar



Fuente: Bloomberg, Elaborado por Análisis Bankinter

La cobertura de tipo de cambio es un recurso utilizado por muchos inversores con vistas a eliminar (o reducir) el riesgo en una inversión en moneda extranjera. El retorno de una inversión en un activo denominado en moneda extranjera procede de dos vías: (i) **Retorno del activo en moneda extranjera** (variación del precio + dividendos) y (ii) **Variación del tipo de cambio**. Esta segunda variable, que muchas veces es ignorada por los inversores, puede suponer un impacto significativo en la rentabilidad de la inversión (Gráfico 4.1) y constituye una **importante fuente de riesgo/volatilidad**. En este sentido, se plantea la posibilidad de contratar una **cobertura del tipo de cambio**.

¿Cómo funciona la cobertura del tipo de cambio?

La cobertura de tipo de cambio de una determinada clase de un fondo requiere un acuerdo entre la entidad gestora del fondo y un tercero (*intermediario*) denominado "**contrato a plazo**". Tomando como referencia el caso del eurodólar estadounidense, el fondo fijará un tipo de cambio futuro (*forward rate*) al que se venderán dólares, eliminando así la exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio. En caso de que el dólar se deprecie frente al euro **el fondo obtendrá una plusvalía con el tipo forward**, puesto que previamente fijó un precio futuro superior de venta de los dólares, el cual compensará la caída del valor de los activos en euros derivada de la depreciación del dólar.

En cualquier caso, conviene observar que existe una **diferencia entre el tipo de cambio "forward" y el tipo actual** (o "spot"). Esta diferencia se denomina "carry" y esencialmente está **determinada por el diferencial de tipos de interés** entre los respectivos países con un equilibrio denominado **paridad cubierta de los tipos de interés**.

Gráfico 4.2. - Paridad cubierta de los tipos de interés



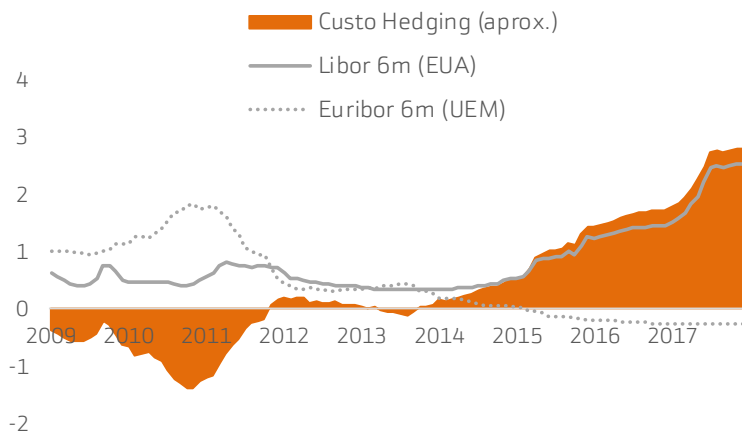
Lo que esta relación nos dice es que la cotización *forward* de la moneda del país con los tipos de interés más elevados (en nuestro ejemplo, los Estados Unidos), debe ser rebajada frente a la de la moneda del mercado con los tipos de interés más bajos (euro), de manera tal **que se evite la posibilidad de que se produzca un arbitraje**. Es decir, en caso de que esta relación no se verifique (asumimos un tipo de cambio *forward* equivalente al tipo actual), un inversor podría comprar dólares hoy, invertirlos a un tipo sin riesgo en Estados Unidos y convertirlos dentro de por ejemplo 6 meses a euros a un tipo *forward* fijado anteriormente. De esta forma, el inversor europeo conseguiría un retorno sin riesgo superior al que obtendría al invertir en una obligación sin riesgo en Europa (arbitraje).

#### Entonces, ¿cuánto cuesta cubrir el riesgo de cambio?

Coherentemente con esta explicación, para eliminar el riesgo de cambio resulta necesario fijar un **tipo de cambio futuro ("forward")**, cuyo valor depende del tipo de cambio actual y del **diferencial de tipos de interés entre los dos países**. Para un inversor europeo, esto significa que para eliminar el riesgo del USD resultará necesario aceptar un descuento en la venta futura de dólares (es decir, asumir un coste), correspondiente a la diferencia entre los tipos de interés en los Estados Unidos (Libor) y en Europa (Euribor).

El gráfico que aparece a continuación refleja el coste implícito de cobertura del riesgo eurodólar estadounidense a lo largo de los últimos 10 años tomando como referencia la diferencia entre el **Libor (Estados Unidos)** y el **Euribor (Europa) a 6 meses**. Cabe constatar que este **diferencial se ha ampliado**, situándose actualmente en máximos: **2,80%**. Esta ampliación se asocia al proceso de subida de tipos de interés por parte de la Fed, que contrasta con una continuación de las políticas acomodaticias por parte del BCE en Europa. A su vez, esto hace que la **cobertura del dólar resulte bastante cara** desde un punto de vista histórico.

Gráfico 4.3 – Evolución del diferencial de los tipos de interés (coste de cobertura eurodólar)



Fuente: Bloomberg, Elaborado por AnálisisBankinter

**Cubrir o no cubrir, esa es la cuestión.**

Cuando se trata de invertir en un fondo denominado en moneda extranjera (por ej., USD), tenemos dos opciones: **(a) Invertir en una clase en dólares estadounidenses ("unhedged")** y estar expuesto a las variaciones del tipo de cambio, o **(b) Eliminar el riesgo de cambio al invertir en una clase cubierta ("hedged")**, lo que implica asumir un coste adicional.

La elección no es lineal y depende de una serie de factores, como es el caso de: clase de activo, horizonte temporal, visión sobre la evolución de los tipos de cambio, etc.

- ❖ **Clase de activo:** Si se trata de activos con volatilidad baja (por ej., bonos, retronó absoluto...), es de esperar que el riesgo de cambio tenga un peso más significativo en el riesgo total de la inversión, lo cual puede distorsionar por completo el fundamento de inversión. Por esta razón, resulta razonable cubrir el riesgo de cambio en activos de volatilidad baja.
- ❖ **Horizonte temporal:** Generalmente, a largo plazo, las fluctuaciones cambiarias se anulan y no compensa asumir el coste de una cobertura. No obstante, para inversiones a corto/medio plazo, las oscilaciones pueden resultar significativas y la cobertura de cambio puede ser una excelente herramienta de gestión del riesgo.
- ❖ **Visión sobre la divisa (USD):** Es preciso contar con un sólido asesoramiento macroeconómico sobre la divisa que hipotéticamente cubriría (en este caso USD) porque si llega a la convicción de que ésta se apreciará más que el coste implícito de cobertura en el periodo de inversión, la cobertura no se justificaría.

	No cubrir ( <i>unhedged</i> )	Cubrir ( <i>hedge</i> )
Clase de activo	Muy volátil	Poco volátil
Horizonte temporal	Largo plazo	Corto/medio plazo
Visión sobre el euro-dólar estadounidense	Apreciación del dólar estadounidense > coste de cobertura	Depreciación del dólar estadounidense o apreciación < coste de cobertura

Fuente: Análisis Bankinter



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

España, cifras clave	2015r	2016r	2017r	2018e			2019e			2020e		
				Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	3,4%	3,3%	3,1%	1,7%	<b>2,6%</b>	3,2%	1,4%	<b>2,3%</b>	3,1%	1,3%	<b>2,1%</b>	3,0%
Consumo Privado	3,0%	2,9%	2,4%	1,9%	<b>2,4%</b>	2,8%	1,5%	<b>2,1%</b>	2,6%	1,3%	<b>1,8%</b>	2,3%
Gasto Público	2,1%	0,8%	1,6%	1,5%	<b>2,0%</b>	2,5%	1,9%	<b>2,5%</b>	3,0%	2,0%	<b>2,5%</b>	3,0%
Inversión empresarial	11,6%	4,9%	6,1%	3,8%	<b>4,4%</b>	4,8%	1,5%	<b>2,0%</b>	2,5%	2,1%	<b>2,6%</b>	3,1%
Construcción	3,8%	2,4%	4,6%	4,1%	<b>4,6%</b>	5,0%	3,2%	<b>3,8%</b>	4,3%	2,7%	<b>3,2%</b>	3,7%
Demanda interna	3,9%	2,6%	2,8%	1,7%	<b>2,7%</b>	2,6%	1,6%	<b>2,3%</b>	2,7%	1,7%	<b>2,1%</b>	2,7%
Aportación sector exterior	-0,4%	0,7%	0,3%	0,0%	<b>0,0%</b>	0,6%	-0,2%	<b>0,0%</b>	0,4%	-0,4%	<b>0,0%</b>	0,3%
Déficit Público/PIB	-5,3%	-4,5%	-3,1%	-3,2%	<b>-2,4%</b>	-1,9%	-2,3%	<b>-1,6%</b>	-0,9%	-1,7%	<b>-1,0%</b>	-0,3%
Deuda/PIB	99,4%	99,0%	98,3%	101,2%	<b>97,2%</b>	94,2%	100,7%	<b>95,7%</b>	92,7%	98,4%	<b>93,4%</b>	90,4%
Tasa de paro (EPA)	20,9%	18,6%	16,5%	16,3%	<b>14,8%</b>	13,3%	15,2%	<b>13,2%</b>	11,2%	14,7%	<b>12,7%</b>	10,7%
IPC	0,0%	1,6%	1,1%	1,2%	<b>1,7%</b>	2,6%	1,0%	<b>1,6%</b>	2,4%	1,1%	<b>1,8%</b>	2,7%
IPC UEM	0,2%	1,1%	1,4%	1,4%	<b>1,8%</b>	2,2%	1,3%	<b>1,6%</b>	2,0%	1,4%	<b>1,7%</b>	2,1%
Tipo intervención BCE (en Dic.)	0,05%	0,00%	0,00%	0,0%	<b>0,00%</b>	0,3%	0,0%	<b>0,10%</b>	0,4%	0,1%	<b>0,40%</b>	0,7%
Euribor 1m (cierre trimestre y media anual)	-0,21%	-0,37%	-0,37%	-0,5%	<b>-0,37%</b>	-0,3%	-0,2%	<b>-0,10%</b>	0,0%	0,3%	<b>0,35%</b>	0,5%
Euribor 3m (cierre trimestre y media anual)	-0,13%	-0,32%	-0,33%	-0,4%	<b>-0,32%</b>	-0,2%	-0,2%	<b>-0,05%</b>	0,1%	0,4%	<b>0,45%</b>	0,6%
Euribor 12m (cierre trimestre y media anual)	0,06%	-0,08%	-0,16%	-0,3%	<b>-0,17%</b>	-0,1%	-0,1%	<b>0,35%</b>	0,3%	-9,4%	<b>0,60%</b>	0,7%
Tipos a largo (Bund, en Dic.)	0,63%	0,21%	0,43%	0,4%	<b>0,65%</b>	0,9%	0,7%	<b>1,00%</b>	1,2%	1,0%	<b>1,40%</b>	1,4%
Tipos a largo España (B10A, en Dic)	1,70%	1,36%	1,56%	1,4%	<b>1,65%</b>	1,9%	1,7%	<b>2,00%</b>	2,2%	2,0%	<b>2,40%</b>	2,4%

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

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

Portugal, cifras clave	2017r	Pesimista	2018e Central	Optimista	Pesimista	2019e Central	Optimista	Pesimista	2020e Central	Optimista
PIB	2,7%	1,0%	2,1%	3,4%	1,1%	2,3%	3,2%	0,6%	2,0%	3,3%
Consumo Privado	2,3%	1,5%	2,1%	2,2%	1,4%	1,8%	2,1%	1,1%	1,6%	2,0%
Gasto Público	0,0%	0,1%	0,4%	0,7%	0,3%	1,0%	1,2%	0,3%	1,0%	1,4%
Inversion	8,4%	4,0%	6,6%	8,0%	2,5%	4,8%	5,5%	2,0%	4,3%	6,0%
Demanda Interna	2,8%	1,7%	2,6%	2,9%	1,4%	2,2%	2,5%	1,1%	2,0%	2,6%
Aport. Sector Exterior	-0,2%	-0,7%	-0,4%	0,5%	-0,3%	0,2%	0,7%	-0,5%	0,0%	0,7%
Déficit Público/PIB	1,1%	2,0%	0,8%	0,5%	1,5%	0,5%	0,0%	1,3%	0,2%	-0,8%
Deuda/PIB	126%	127%	124%	122%	126%	122%	120%	126%	120%	116%
Bono 10 años (TIR, Dic)	1,9%	2,3%	2,0%	1,7%	2,8%	2,5%	2,1%	2,1%	2,7%	3,2%
Tasa de Paro	8,1%	7,1%	6,8%	6,3%	7,0%	6,6%	6,2%	7,0%	6,5%	6,0%
IPC	1,5%	0,7%	1,1%	1,7%	0,8%	1,3%	2,0%	0,8%	1,4%	2,0%

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

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

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

**Carteras Modelo de Fondos**

**Carteras Modelo de Fondos**

Modelo	Acciones	Deuda	Alternativa	Comercio Exterior	Definida
Modelo 1	70%	30%	0%	0%	0%
Modelo 2	60%	40%	0%	0%	0%
Modelo 3	50%	50%	0%	0%	0%
Modelo 4	40%	60%	0%	0%	0%
Modelo 5	30%	70%	0%	0%	0%
Modelo 6	20%	80%	0%	0%	0%
Modelo 7	10%	90%	0%	0%	0%

**Selección Estabilidad**

SELECCIÓN ESTABILIDAD 2018	(TDI)	Medio Rent. 2007/17(2)	2017	2016	2015	2014	Vol. 14%	Patrim. ME	Clave BR	SIN
Nordee Stable Return	-2,9%	+4,2%	+2,6%	+3,0%	+2,6%	+10,7%	3,9	14.511,5	1681	LU0227384070
BNY Mellon Absolute Return Equity R*	+0,6%	+2,2%	+0,9%	-1,6%	+2,1%	+0,7%	2,2	1.892,1	1635	IE008315WH77
Bankinter Mixto Renta Fija	-0,5%	+2,4%	+2,0%	-0,1%	+3,3%	+4,9%	3,0	373,6	70	ES0114793039
Fidelity Global Multi Asset Income	-1,9%	+4,2%	+5,4%	+6,2%	+0,0%	+5,1%	2,9	8.261,9	5164	LU0987487336
PIMCO Income	-2,2%	+4,3%	+4,4%	+5,8%	+1,6%	+6,2%	1,6	71.994,7	4795	IE00B04J9L26
JPM Global Income	-2,2%	+4,9%	+6,2%	+5,3%	-1,0%	+6,0%	4,2	25.453,5	1946	LU0740858492
Carmignac Sécurité	-0,2%	+3,0%	+0,0%	+2,1%	+1,1%	+1,7%	0,9	14.302,5	1247	FR0010149120
Carmignac Patrimoine	-0,7%	+4,3%	-0,4%	+3,4%	+0,6%	+7,8%	5,8	20.498,9	1246	FR0010306142
Pioneer Absolute Return Multi-Strategy	+0,7%	+2,7%	+1,5%	+1,8%	+2,2%	+3,8%	2,7	1.773,6	5749	LU0363630707
<b>MEDIA SELECCIÓN ESTABILIDAD</b>	<b>-1,0%</b>	<b>+3,6%</b>	<b>+2,5%</b>	<b>+2,9%</b>	<b>+1,4%</b>	<b>+5,2%</b>	<b>3,0</b>			
<b>SELECCIÓN ESTABILIDAD PLUS 2018</b>										
First Eagle Amundi International	-1,3%	+5,6%	+8,9%	+7,2%	-3,8%	+1,7%	6,0	9.796,7	1316	LU0433182416
Gam Star Credit Opportunities	-2,4%	+8,9%	+13,8%	+7,2%	+3,7%	+10,7%	2,3	6.526,1	4794	IE0085675W70
<b>MEDIA PLUS</b>	<b>-1,9%</b>	<b>+7,3%</b>	<b>+11,4%</b>	<b>+7,2%</b>	<b>-0,0%</b>	<b>+6,2%</b>	<b>4,2</b>			
<b>MEDIA SELECCIÓN ESTABILIDAD PLUS</b>	<b>-1,2%</b>	<b>+4,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>1,1%</b>	<b>5,4%</b>	<b>3,2</b>			

Notas: (1) Hasta el 28.05.2018. (2) Desde 2007 en donde existe el fondo posterior.

**TOP Selección Fondos**

**TOP SELECCIÓN FONDOS: LISTA DE COMERCIO EXTERIOR de ANÁLISIS**

Comercio Exterior	País	Activos	Vol. 14%	Patrim. ME	Clave BR	SIN
Estados Unidos	USA	1.234.567	15%	1.200.000	1234	US0012345678
Europa	EURO	987.654	12%	950.000	9876	EU0098765432
Asia	ASIA	765.432	10%	730.000	7654	AS0076543210
América Latina	AMER	543.210	8%	510.000	5432	AM0054321098
Resto del mundo	OTRO	321.098	4%	300.000	3210	OT0032109876

**Selección Fondos de Consumo**

Morgan Stanley Global Brands (30%)	Robeco Global Consumer Trends (40%)	GAM Luxury Brands (30%)
<b>Global Brands</b> CFI: LU0341470112   CFI Bankinter: 137 Fecha de creación: 1998 Activos bajo gestión: 9.822 M\$	<b>Global Consumer Trends</b> CFI: LU0114800713   CFI Bankinter: 137 Fecha de creación: 1998 Activos bajo gestión: 1.711 M€	<b>Luxury Brands</b> CFI: LU0321100897   CFI Bankinter: 1413 Fecha de creación: 2008 Activos bajo gestión: 277 M€
<b>Filosofía de inversión</b> Invierte en compañías propietarias de grandes marcas, que disponen de una posición dominante, márgenes elevados por su poder de fijación de precios, bajas necesidades de inversión en capital y fuerte generación de caja para distribuir dividendos y reinvertir en marketing y posicionamiento de marcas. Cartera concentrada con escasa rotación. Foco en compañías de alta calidad, manteniendo las pérdidas en fases bajas del ciclo económico 2000-03 y 2008-09 y contribuyendo, en la medida de lo posible en un fondo de renta variable, a cierta preservación del capital.		
<b>Perfil de inversión</b> Trata de identificar las grandes tendencias de consumo, con un foco especial en el servicio: transformación de los hábitos de consumo en el mundo digital por el auge de los dispositivos móviles, consumo en mercados emergentes por el crecimiento de la clase media y marcas fuertes presentes en diferentes canales de distribución. Cartera concentrada en 50-70 compañías cuya posición competitiva estructural sea ganadora. Gesto aumentado en 2013 como uno de los 10 portafolios managers del mundo.		
<b>Perfil de riesgo</b> Volatilidad 1A: 10,8% Volatilidad 3A: 11,5% Ratio Sharpe 3A: 0,79		
Volatilidad 1A: 11,7% Volatilidad 3A: 13,2% Ratio Sharpe 3A: 0,85		
Volatilidad 1A: 10,4% Volatilidad 3A: 15,37% Ratio Sharpe 3A: 0,84		

Carteras Modelo de Acciones Españolas



Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo de Acciones USA

México Propuestas	Comisión Última Cartera (del 30-abr-18 al 31-may-18)	Pa. Valor	Dividend	Pa. Final	Var. Valor	Errores	Salidas
Alcoa	Alcoa	334.30		252.13	32.1%		
Bozell	Bozell	38.87		35.53	1.1%		
PNC Financial	PNC Financial Grp	245.51	0.7%	144.10	-6.0%		
MasterCard	MasterCard	178.17	0.2%	180.37	6.9%		
Microsoft	Microsoft	85.51		88.89	5.7%		
Morgan Stanley	Morgan Stanley	51.51	0.2%	50.59	-1.9%		
Apple	Apple	180.28	0.7%	187.60	4.0%		
J.P. Morgan	J.P. Morgan	108.18		107.01	-1.0%		
Facebook	Facebook	172.00		181.19	5.3%		
Coca-Cola	Coca-Cola	48.21		48.00	-0.5%		
Yum	Yum	125.99		131.72	4.6%		
Salesforce	Salesforce	120.39		126.39	5.0%		
McDonald's	McDonald's	187.44		183.01	-2.4%		
Netflix	Netflix	312.48		361.60	15.7%		
Bank of America	Bank of America	29.50		29.04	-1.5%		
Cisco	Cisco	44.29		42.71	-3.6%		
Amazon	Amazon	188.13		182.82	-2.8%		
Google	Google	1010.58		1103.80	9.2%		
Scana	Scana	71.75		61.26	-14.6%		
IBM	IBM	68.37		66.69	-2.5%		

Carteras Modelo de Acciones Dividendo

TELECOMUNICACIONES DIVIDENDO	Retorn. Div. 2018 (1)	Vol. Div. 2018 (1)	Div. Pagado (2)	Div. Total distrib. 2018 (1)	Retorn. Total (1)	Fecha máxima precio de dividendos	Política para dividendos	YoY % 1D	YoY % 3m	YoY % 12m	YoY % 12m	PER (1)	PER (1)	PER (1)	PER (1)
NETSA SANPAOLO	8.0%	+0.4%	+0.4%	+0.4%	+6.3%	23/05/2018	Annual	-0.9	-0.3	-0.9	+0.4	6.2	10.4	0.9	1.3
BBVA	5.7%	+2.0%	0.10 €	+0.42%	-7.7%	01/10/2018	Trimestral	-4.0	-0.3	-5.8	-1.3	12.8	8.8	1.0	1.2
BNP PARIBAS	5.0%	+2.6%	+2.6%	-0.8%	-0.8%	01/06/2018	Annual	-1.8	-2.9	0.0	+0.0	10.7	8.9	0.8	1.2
ABN AMRO	5.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	25/06/2018	Semestral	-1.0	0.2	-0.6	+2.1	8.6	10.1	1.1	0.8
ASA	6.0%	+5.5%	1.26 €	+11.2%	-6.8%	07/05/2019	Annual	+2.1	-1.5	-0.5	-3.2	9.2	8.1	0.8	1.2
TELEFONICA	4.0%	+1.7%	+1.7%	-1.8%	-1.8%	15/06/2018	Semestral	-3.0	-3.0	+4.8	-10.1	n/a	8.8	2.3	1.2
SZWE	3.0%	+1.2%	+1.2%	+2.6%	+2.6%	30/09/2018	Annual	+2.0	+1.2	-0.8	+26.8	12.8	13.1	1.2	1.0
TOTAL	5.2%	+17.70%	+17.70%	+18.80%	-18.80%	28/06/2018	Trimestral	+1.9	+8.1	+16.0	+13.1	15.8	12.3	1.4	0.8
SABOT	4.0%	+2.8%	7.68 €	+7.68%	-7.16%	18/05/2018	Annual	+1.6	+2.2	+1.1	+0.9	21.7	12.8	0.9	0.8
REN	6.0%	+6.4%	+6.4%	+6.8%	+6.8%	24/05/2018	Annual	-0.2	+2.8	+7.1	-4.4	12.4	10.0	1.2	0.8
IBERDROLA	5.0%	+11.80%	+11.80%	+12.7%	+12.7%	25/07/2018	Semestral	+1.3	+5.2	+11.0	+6.8	13.8	12.2	1.3	0.9
ALFA	3.0%	+8.1%	8.50 €	+8.01%	+1.7%	18/04/2019	Annual	-1.0	+2.1	+3.9	+0.9	18.9	18.9	0.4	0.8
<b>TOTAL MEDIA</b>	<b>5.2%</b>	<b>+10.3%</b>	<b>+10.3%</b>	<b>+10.3%</b>	<b>+10.3%</b>			<b>-1.1</b>	<b>+0.2</b>	<b>+1.4</b>	<b>+1.1</b>	<b>13.4</b>	<b>11.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>