

Estrategia 4º trimestre 2020

Trimestre de incertidumbre y volatilidad.
Vacuna y elecciones americanas. Riesgos al alza. Reducimos exposición tácticamente.

Índice

Resumen	4
Síntesis de estimaciones	5
1.- Perspectiva Global	9
2.- España y Portugal	30
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	46
4.- Temática Trimestral: ¿Cómo elige Estados Unidos a sus presidentes?	60
ANEXO I: Estimaciones detalladas sobre España y Portugal según escenarios.	63
ANEXO II: Carteras Modelo de Fondos y Acciones de Análisis Bankinter.	65
ANEXO III: Nasdaq-100. Integrantes y consenso de estimaciones para 2020.	67

Equipo de Análisis y Mercados

▪ Análisis

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

▪ Mesa de Ejecución y Ventas

Lorena Pinedo	Carlos Martínez Monedero	Nicolás Angulo
Félix Montero	David Francia	Raúl Moreno

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

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

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

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

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

Estrategia de Inversión 4T 2020

Advertencias legales

Certificación de analistas

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

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

Información importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Estrategia de Inversión 4T 2020

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

Sistema de recomendaciones

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

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

Aviso Legal

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Estrategia de Inversión 4T 2020

Resumen

▪ **Enfrentamos un trimestre *resbaladizo*, con más incertidumbre y volatilidad.** -

Puede que sea transitorio y todo esté más claro en diciembre... o puede que no. Por eso la reducción de exposición a riesgo que recomendamos (-5% lineal en todos los perfiles, hasta el rango 10%/65%) tiene, por el momento, un carácter táctico y no estratégico. Lo que suceda entre octubre y noviembre será determinante para 2021. Identificamos 2 factores directores principales cuyos desenlaces son inciertos: vacuna y elecciones americanas (3 Nov.). Estas últimas, las más inciertas de las últimas convocatorias electorales, lo son tanto por las inusuales circunstancias en que se desarrollarán como por las particularidades de los candidatos. Nuestra bajada de exposición debe considerarse como **preventiva** porque su objetivo es proteger de una incertidumbre superior después de un notable *rally* de bolsas y no debe interpretarse como un cambio de visión sobre el ciclo económico y/o el mercado. Al menos no de momento.

▪ **Riesgos al alza y volatilidad superior.** -

Los riesgos se moverán al alza durante las próximas semanas, abriéndose un periodo de mayor incertidumbre tal vez hasta finales de noviembre o principios de diciembre, dependiendo de las **elecciones americanas** y de la **vacuna**. La influencia sobre el mercado de los **resultados empresariales** y de los **indicadores económicos** disminuye. La reactivación de los indicadores macro en el 3T después de sufrir un severo ajuste y unas perspectivas corporativas más resilientes de lo esperado durante la publicación de los resultados 2T'20 permitieron una rápida recuperación de las bolsas. Ahora los **rebotes** del virus hacen menos probable que el frente macro continúe mejorando significativamente, mientras que el enfoque más estricto de la FDA (regulador sanitario americano) de cara a la aprobación de la vacuna y unas elecciones americanas preocupantemente polémicas elevan el **riesgo percibido**. El cuestionamiento del voto por correo en una convocatoria en que todo indica que será más empleado que nunca y una dialéctica extremadamente agresiva con respecto a la aceptación del desenlace electoral dependiendo de las circunstancias en que éste se produzca hacen inevitable considerar la posibilidad de que sea el Tribunal Supremo quien tenga que decidir el ganador, como ya sucedió en el 2000 con Bush y Gore. Y esto, si así sucediera, podría extender la incertidumbre política incluso hasta finales de noviembre o principios de diciembre. Es improbable que el mercado encaje esta posibilidad con más subidas. En definitiva, **el binomio rentabilidad/riesgo pierde atractivo** de cara al 4T. Al contrario que en marzo/abril, cuando los riesgos eran elevados pero la rentabilidad potencial proporcionalmente superior y eso nos permitió diseñar una estrategia agresivamente enfocada hacia tecnología y mercado americano con excelentes resultados.

▪ **Los potenciales de las principales bolsas son limitados y somos escépticos con respecto a la rotación hacia sectores convencionales porque la tecnología se ha vuelto defensiva.** -

A medida que pasa el tiempo sin que se elimine el virus disminuye la probabilidad de que determinados sectores convencionales se recuperen totalmente. Y, paradójicamente, eso refuerza a las tecnológicas. Por eso seguimos recomendando concentrar exposición en tecnología, *farma*, *utilities* (renovables especialmente), gestoras de infraestructuras y *retailers*. El inmobiliario sufre cambios estructurales que explicamos específicamente en este informe. Y, según nuestros cálculos, los potenciales de revalorización de las bolsas hasta diciembre 2021 son limitados (entre +7% y +13%), aunque el **S&P500** y, **sobre todo, el Nasdaq-100 siguen siendo nuestras prioridades** frente a Europa (aunque el EuroStoxx-50 ofrezca algo más de potencial por valoración) porque es muy difícil encontrar tecnología en los índices europeos y es ahí donde preferimos estar. Pensamos que **los cierres de 2020 serán generalmente planos** con respecto a septiembre.

▪ **Las elecciones americanas pueden hacer que el USD lateralice y que el yen se aprecie algo.** -

Pero solo durante las próximas semanas. Una vez superadas las elecciones americanas y sus consecuencias, volverán a depreciarse en 2021 y 2022. Por eso estimamos 1,14/1,19 para el eurodólar y 119/123 para el euroyen de cara a diciembre 2020. Las elecciones americanas condicionan todo, también las divisas...

Estrategia de Inversión 4T 2020

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e
1.- PIB (media anual)								
España	3,8	3,0	2,9	2,4	2,0	-13,1	7,0	1,5
Eurozona	1,6	1,7	2,5	1,9	1,2	-7,2	5,0	2,5
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>220</i>	<i>130</i>	<i>40</i>	<i>50</i>	<i>80</i>	<i>-590</i>	<i>200</i>	<i>-100</i>
Portugal (Adverso)	1,5	1,4	2,7	2,1	2,2	-8,1	5,7	3,0
EE.UU.	2,4	1,6	2,3	3,0	2,3	-3,9	4,0	3,0
R.Unido	2,3	2,1	1,7	1,3	1,4	-8,6	7,4	2,5
Irlanda	25,4	1,7	9,6	9,3	5,6	-4,5	6,0	5,5
Suiza	1,3	1,7	1,8	2,8	0,9	-3,8	3,9	1,8
Japón (año natural)	1,4	1,0	1,9	0,8	0,7	-3,9	2,3	1,1
China	6,9	6,7	6,9	6,7	6,1	1,9	7,6	5,7
India (año natural)	7,4	8,0	8,3	7,0	6,1	-9,0	7,8	6,3
Brasil	-3,5	-3,5	1,3	1,3	1,1	-5,6	3,9	2,5
Rusia	-2,8	-0,3	1,8	2,5	1,3	-5,5	3,1	2,3
México	3,3	2,9	2,1	2,1	-0,1	-14,0	6,6	1,6
Turquía	6,1	3,2	7,5	2,8	0,9	-1,6	4,2	2,0
2.- IPC								
España	0,0	1,6	1,1	1,2	0,8	0,0	0,6	1,0
Eurozona	0,2	1,1	1,5	1,8	1,3	0,3	1,0	1,3
Portugal (Adverso)	0,4	0,9	1,5	0,7	0,4	0,1	0,5	1,0
EE.UU.	0,4	0,9	1,5	0,7	0,4	1,1	1,7	1,8
R.Unido	0,2	1,6	3,0	2,3	1,8	0,4	1,4	1,5
Irlanda	-0,3	0,0	0,4	0,7	1,3	-0,5	1,0	1,0
Suiza	-1,3	0,0	0,5	0,7	0,4	-0,5	0,3	0,7
Japón	0,2	0,3	1,0	0,3	0,8	0,2	0,6	0,7
China	1,6	2,1	1,6	2,1	2,9	2,4	2,3	2,2
India	4,9	5,0	5,2	4,0	3,7	5,5	4,0	3,7
Brasil	10,7	6,3	3,0	3,7	3,7	2,5	3,2	3,5
México	2,1	3,4	6,8	4,8	2,8	3,6	3,9	2,9
Turquía	8,8	8,5	11,9	20,3	11,8	9,5	7,8	7,3
3.- Paro								
España (EPA)	20,9	18,6	16,6	14,5	13,8	23,2	17,6	17,1
Eurozona	10,4	9,6	8,7	7,9	7,4	8,5	9,5	8,7
Portugal (Adverso)	12,2	10,5	8,1	6,7	6,7	9,5	8,3	7,5
EE.UU.	5,0	4,7	4,1	3,9	3,5	7,8	5,8	4,5
R.Unido	5,1	4,8	4,5	4,0	3,8	6,0	5,2	4,7
Irlanda	8,9	6,9	6,2	5,3	4,8	6,0	8,0	7,0
Suiza	3,3	3,3	3,2	2,4	2,3	3,6	3,2	3,1
Japón	3,3	3,1	2,7	2,4	2,2	2,7	2,3	2,2
China	4,1	4,0	3,9	3,8	3,6	4,2	4,0	3,9
Brasil	9,0	12,0	12,8	12,3	11,9	15,5	14,5	13,5
México	4,0	3,4	3,1	3,4	2,9	10,3	7,9	7,0
Turquía	10,8	12,7	10,4	13,5	13,7	13,3	13,0	11,7
4.- Crédito s. privado								
España, empresarial Stock (%)	-4,9	-4,5	-2,8	-6,5	-3,2	4,1	3,6	2,1
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-13,5	-17,8	5,0	2,4	0,3	5,0	2,0	1,0
España, hipotecario Stock(%)	-4,7	-3,0	-2,4	-1,2	-1,4	-2,0	-1,5	-1,3
España, hip. nueva Produc.(%)	4,6	5,0	3,6	10,7	1,2	-25,0	15,0	7,0

Estrategia de Inversión 4T 2020

Estimaciones Bankinter	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e
5.- Tipos oficiales (Dic.)								
UEM. Tipo intervención	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM. Tipo depósito	-0,30	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40
UEM. Compra activos (m€ / mes)	60	80	60	15	20	130	80	40
EE.UU.	0,25/0,5	0,5/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25
R.Unido	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	0,00	0,00	0,00
Suiza	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Japón	0/0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
India	6,75	6,25	6,00	6,50	5,15	3,50	3,50	3,50
Brasil	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	1,75	1,75	1,75
México	3,25	5,75	7,25	8,25	7,25	3,75	2,50	1,50
Turquía	7,50	8,00	8,00	24,00	12,00	10,25	10,75	10,00
6.- Bono 10A (Dic.)								
España	1,76	1,36	1,56	1,41	0,47	+0,3/+0,6	+0,5/+0,7	+0,6/+0,8
Prima de riesgo España	113	115	114	117	70	80/90	80	80
Alemania	0,63	0,21	0,42	0,24	-0,19	-0,5/-0,3	-0,3/-0,1	-0,2/0,0
Portugal	2,52	3,76	1,94	1,71	0,45	0,2/0,5	0,3/0,6	0,4/0,7
EE.UU.	2,26	2,45	2,35	2,69	1,92	0,75	1,10	1,50
R.Unido	1,96	1,24	1,20	1,28	0,82	0,25	0,40	0,50
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,20	-0,10	0,20
Suiza	-0,40	-0,20	-0,20	-0,28	-0,47	-0,6/-0,3	-0,4/-0,1	-0,3/0,0
Japón	0,26	0,05	0,04	-0,01	-0,02	0,00	0,10	0,15
Turquía	10,50	11,08	11,40	15,83	12,08	13,20	12,80	11,80
7.- Divisas								
Eurodólar	1,086	1,052	1,175	1,147	1,121	1,14/1,19	1,17/1,23	1,20/1,25
Euroyen	130,6	123,0	135,3	125,8	121,8	119/123	122/128	123/130
Dólar yen	120,2	117,0	112,7	109,7	108,6	103/104	104/104	102/104
Eurolibra	0,737	0,84	0,88	0,90	0,85	0,90/0,94	0,86/0,91	0,86/0,91
Eurosuizo	1,088	1,07	1,16	1,13	1,085	1,07/1,12	1,09/1,14	1,11/1,16
8.- Materias primas (Dic.)								
Petróleo (Brent, \$/b.)	37,3	53,6	66,9	53,8	66	45,0	50,0	55,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	37,0	53,7	60,4	45,4	61	40,0	45,0	50,0
Oro (\$/oz.)	1.061	1.141	1.256	1.282	1.517	1.950	1.600	1.400

Fuente: Estimaciones Mar.'20 Análisis Bankinter

En bonos, divisas y materias primas: 2019 y anteriores son cierres de mercado a 31 dic.

(*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

Estrategia de Inversión 4T 2020

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	2,4	0,3	-9,1	-6,9	0,3	-3,9	0,8	7,0	5,0	3,0	4,0	4,5	3,0	2,5	2,0	3,0
ESPAÑA	2,0	-4,2	-21,5	-12,0	-14,5	-13,1	8,0	8,0	7,0	5,0	7,0	2,0	2,0	1,0	1,0	1,5
UEM	1,2	-3,1	-14,7	-6,7	-4,2	-7,2	-0,5	12,5	4,3	3,4	5,0	3,0	2,8	2,5	1,8	2,5
PORTUGAL (Adverso)	2,2	-2,3	-16,3	-8,1	-5,5	-8,1	-1,9	14,9	6,2	3,6	5,7	3,4	3,0	3,4	2,1	3,0
R. UNIDO	1,4	-1,7	-21,7	-8,1	-2,9	-8,6	-0,5	21,0	7,0	2,0	7,4	2,7	2,5	2,4	2,3	2,5
IRLANDA	5,6	5,7	-3,0	-11,0	-9,5	-4,5	7,0	7,0	5,0	5,0	6,0	6,5	6,0	5,0	4,5	5,5
SUIZA	0,8	-0,7	-9,3	-3,5	-1,5	-3,8	3,0	8,0	2,5	2,0	3,9	1,7	1,5	2,0	2,0	1,8
JAPÓN	0,7	-1,7	-10,0	-5,0	1,0	-3,9	3,5	2,5	2,0	1,0	2,3	0,7	1,0	1,2	1,5	1,1
CHINA	6,1	-6,8	3,2	5,0	6,0	1,9	11,5	7,0	6,5	5,5	7,6	5,5	6,0	5,9	5,5	5,7
BRASIL	1,1	-2,5	-9,7	-8,0	-2,0	-5,6	2,0	3,0	5,0	5,5	3,9	3,9	2,1	1,8	2,0	2,5
RUSIA	1,3	1,6	-8,0	-12,0	-3,5	-5,5	1,0	3,5	4,0	3,8	3,1	3,0	2,5	2,0	1,8	2,3
INDIA	6,6	3,1	-23,9	-18,0	3,0	-9,0	4,0	15,0	6,0	6,0	7,8	6,5	6,8	6,0	5,8	6,3
MÉXICO	-0,1	-1,4	-18,7	-30,0	-6,0	-14,0	2,0	4,5	15,0	5,0	6,6	1,0	1,8	1,5	2,0	1,6
TURQUÍA	0,9	4,5	-9,9	-4,0	3,0	-1,6	3,0	6,5	4,0	3,1	4,2	3,5	1,0	1,5	2,1	2,0
IPC	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	2,3	1,5	0,6	1,0	1,1	1,1	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
ESPAÑA	0,8	0,0	-0,3	-0,6	0,0	0,0	0,8	0,7	0,8	0,6	0,6	1,1	1,3	1,5	1,0	1,0
UEM	1,3	0,7	0,3	-0,1	0,3	0,3	1,4	1,3	1,0	1,0	1,0	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
PORTUGAL (Adverso)	0,4	0,4	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,7	0,9	1,0	1,0
R. UNIDO	1,8	1,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,8	0,9	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
IRLANDA	1,3	0,7	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5	0,0	0,5	0,8	1,0	1,0	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
SUIZA	0,4	-0,5	-1,3	-0,7	-0,5	-0,5	0,3	0,7	0,5	0,3	0,3	0,7	0,5	0,6	0,7	0,7
JAPÓN	0,8	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
CHINA	2,1	4,3	2,4	2,5	2,4	2,4	2,3	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2
BRASIL	3,7	3,3	2,1	2,3	2,5	2,5	2,7	2,9	3,0	3,2	3,2	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5
INDIA	3,7	5,5	6,2	6,0	5,5	5,5	5,0	4,8	4,5	4,0	4,0	4,0	3,9	3,7	3,7	3,7
MÉXICO	2,8	3,2	3,3	4,1	3,6	3,6	3,2	3,8	4,5	3,9	3,9	3,8	3,0	2,5	2,9	2,9
TURQUÍA	11,8	11,9	12,6	12,0	9,5	9,5	9,0	8,8	8,8	7,8	7,8	7,5	7,0	7,3	7,3	7,3

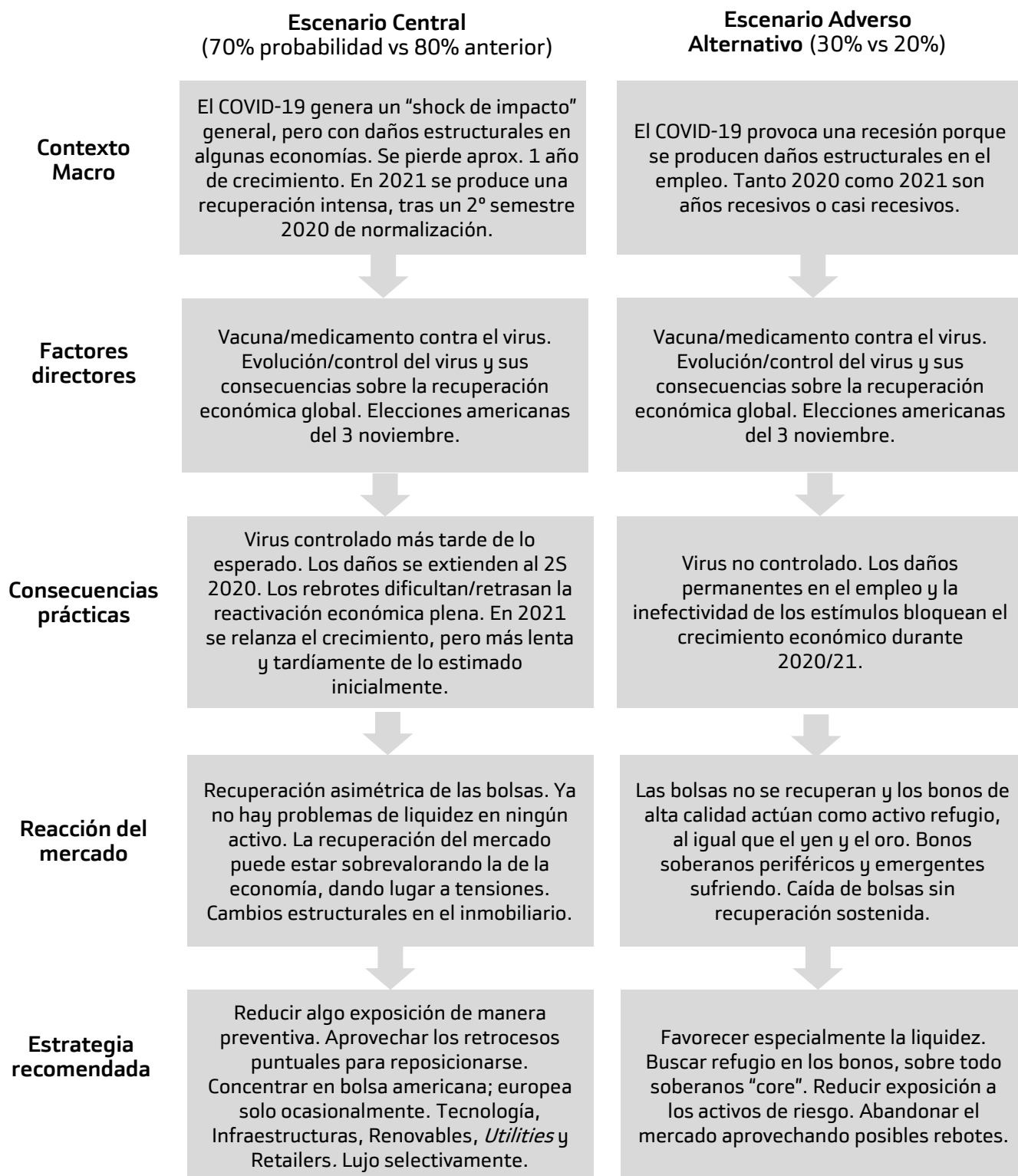
Estrategia de Inversión 4T 2020

País	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	3,5	4,4	11,1	8,1	7,8	7,8	7,5	6,8	6,2	5,8	5,8	5,5	5,2	4,8	4,5	4,5
ESPAÑA	13,8	14,4	15,3	18,5	23,2	23,2	21,5	19,5	18,5	17,6	17,6	17,5	17,3	17,2	17,1	17,1
UEM	7,4	7,3	7,7	8,1	8,5	8,5	8,8	9,1	9,5	9,5	9,5	9,4	9,2	9,0	8,7	8,7
PORTUGAL (Adverso)	6,7	6,2	6,9	8,0	9,5	9,5	9,5	9,2	8,7	8,3	8,3	8,0	7,7	7,5	7,5	7,5
R. UNIDO	3,9	3,9	3,9	5,5	6,0	6,0	5,6	5,5	5,3	5,2	5,2	5,0	4,9	4,8	4,7	4,7
IRLANDA	4,8	5,0	5,0	5,5	6,0	6,0	14,0	12,0	10,0	8,0	8,0	8,0	7,7	7,3	7,0	7,0
SUIZA	2,3	2,6	3,3	3,5	3,6	3,6	3,5	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1
JAPÓN	2,2	2,5	2,8	2,7	2,7	2,7	2,5	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2
CHINA	3,8	3,7	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,9	3,9	3,9
BRASIL	11,9	12,2	13,0	14,7	14,8	14,8	14,8	14,5	14,0	13,9	13,9	13,9	13,5	13,0	13,0	13,0
MÉXICO	2,9	6,0	8,5	11,0	10,3	10,3	9,8	9,4	9,0	7,9	7,9	7,5	7,3	7,3	7,0	7,0
TURQUÍA	13,7	13,2	13,4	13,6	13,3	13,3	13,3	13,1	13,0	13,0	13,0	12,9	12,4	12,0	11,7	11,7
Tipo Dtor.	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	1,50/1,75	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25
UEM	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM (Dep.)	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
UEM (QE)	20,00	20,00	130,00	130,00	130,00	130,00	100,00	100,00	80,00	80,00	80,00	60,00	60,00	40,00	40,00	40,00
R. UNIDO	0,75	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
SUIZA	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
JAPÓN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CHINA	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
BRASIL	4,50	3,75	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
INDIA	5,15	4,40	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
MÉXICO	7,25	6,50	5,00	4,25	3,75	3,75	3,50	3,00	2,75	2,50	2,50	2,00	1,75	1,50	1,50	1,50
TURQUÍA	12,00	9,75	8,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,75	10,75	10,75	10,75	10,25	10,25	10,00	10,00	10,00

Fuente: Estimaciones Sep.'20 Análisis Bankinter

(*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

Perspectiva Global: El contexto



Estrategia de Inversión 4T 2020

Informe de Estrategia de Inversión 4T 2020

Oct./Dic., 2020.

1.- Perspectiva Global.

"Mantén la atención en la tarea que tienes entre manos. Realiza cada tarea como si fuera la última, evitando la distracción, el drama, la vanidad y la queja."

Marco Aurelio. Emperador romano y filósofo (121 - 180 d.C.).

Nuestra estrategia de inversión para el último trimestre del año gira en torno a **3 ideas básicas**:

(i) Es improbable que la mejora de la **economía global**, de los **indicadores macro**, sea tan rápida como lo ha sido desde mayo. Más bien a partir de ahora será más lenta y tenderá a estabilizarse, de manera que es improbable que las bolsas puedan contar con ella como factor de empuje durante octubre y noviembre. Es posible que en diciembre recupere algo del tono perdido, pero aún es pronto como para realizar conjeturas al respecto. Resulta tan imprevisible como la evolución del virus. El caso es que la macro ya no ilusiona, pierde fuerza, dispone de menos capacidad para continuar mejorando. En parte debido a los rebotes del virus. Pero en una parte importante también a un proceso normal de "aterrizaje" después de una mejora muy rápida.

La mejora de la economía será más modesta en las próximas semanas... tal vez hasta fin de año.

Mantenemos una **especial preocupación con respecto a España** debido a la gravísima pérdida de la actividad turística, muy superior a la que habíamos estimado en marzo debido a la incorrecta gestión del CV-19, al enfoque de unos estímulos fundamentalmente centrados en crédito y avales pero descuidando los estímulos fiscales y las subvenciones directas, a la posibilidad real de no disponer de unos PGE 2021 y tener que continuar prorrogando los Presupuestos de 2018, a la posibilidad de un nuevo endurecimiento fiscal que retraerían aún más el consumo y la inversión y a otras cuestiones sobre las cuales nos extendemos en el Apartado 2 (pág. 29 y siguientes). Todo ello nos forzó ya [el 11 de septiembre a revisar a la baja nuestras estimaciones](#) de PIB 2020 hasta el rango -12,2%/-14,0% desde -7,1%, así como de nuestra perspectiva general.

La economía española nos preocupa muy especialmente

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

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

e = Estimación propia

(*) Junio 2020. Informe de Estrategia de Inversión 3T 2020.

Estrategia de Inversión 4T 2020

(ii) Aunque seguimos pensando que resulta muy probable la disponibilidad de una **vacuna** ("alguna" vacuna, aunque "imperfecta") en algún momento entre noviembre 2020 y febrero 2021, el reciente reenfoque más exigente por parte de la FDA (regulador sanitario americano) nos fuerza a desplazar nuestra expectativa más bien hacia el final de ese periodo estimado. Es evidente que este retraso tampoco va a ayudar especialmente a las bolsas.

Probablemente la primera e imperfecta vacuna se retrase...

(iii) Las **elecciones americanas** pueden convertirse en un problema para el mercado, al menos durante octubre y noviembre. Su desenlace no solo resulta más incierto que nunca por las especiales circunstancias en las que se desarrollarán, sino también por el bipolarismo social creado.

El cuestionamiento del voto por correo en una convocatoria en que todo indica que éste será más empleado que nunca y una dialéctica extremadamente agresiva con respecto a la aceptación pacífica del desenlace electoral dependiendo de las circunstancias en que se produzca hacen inevitable considerar la posibilidad de que sea el Tribunal Supremo quien deba decidir al vencedor, como sucedió en el año 2000.

...y las elecciones americanas pueden complicar las cosas incluso hasta finales de noviembre o principios de diciembre.

Es probable que el resultado del voto por correo no se conozca inmediatamente el 3 de noviembre. Y, a continuación, si este tipo de voto decidiera el desenlace no es en absoluto improbable que alguno de los 2 candidatos lo impugne y recurra al Tribunal Supremo. A partir de ese momento, este tribunal necesitará semanas para pronunciarse, como en el año 2000.

Esto es lo que más respeto (y volatilidad) impone al mercado: no solo la posibilidad de un desenlace confuso y polémico, sino el tiempo que transcurriría hasta que el Tribunal Supremo pudiera pronunciarse y el periodo de tensión e incertidumbre que eso supondría para unas bolsas que, en el caso americano (no olvidemos que Wall St. marca la tendencia para el resto del mundo), han disfrutado de un generoso *rally* tras el cual la tentación de tomar beneficios ante un aumento de la incertidumbre sería irresistible. Como referencia, en las elecciones del año 2000 la incertidumbre por recurrir al Tribunal Supremo le costó al S&P500 aproximadamente una caída de -8%.

Por todo lo anterior defendemos que **el balance rentabilidad/riesgo puede perder atractivo durante un tiempo**, de manera que parece razonable reducir algo exposición a riesgos de manera preventiva.

Como el ratio rentabilidad esperada/riesgo percibido puede perder atractivo durante un tiempo, proponemos reducir algo exposición de manera táctica... todavía no necesariamente estratégica.

En consecuencia, recomendamos **reducir exposición** en -5% lineal a todos los perfiles de riesgo, hasta el rango 10% (Perfil Defensivo)/65% (Perfil Agresivo). Desarrollamos más detalladamente esta idea en el Apartado 3, a partir de la página 44 de este informe.

Las 3 ideas básicas anteriores arrojan 4 conclusiones prácticas clave que recomendamos considerar durante el último trimestre del año porque se trata de ideas de aplicación inmediata. Dos de ellas condicionarán la forma de invertir durante el cuarto trimestre e incluso 2021, mientras que las otras dos son cambios estructurales que permanecerán en el tiempo, en el largo plazo, y que suponen cambios de enfoque relevantes:

Estrategia de Inversión 4T 2020

(i) El potencial de las bolsas es limitado, salvo que las circunstancias cambien a mejor y/o las principales incertidumbres se despejen rápidamente. Y eso que estamos valorando con la perspectiva puesta en diciembre de 2021, puesto que seguimos considerando 2020 como un año perdido en la práctica y en lo que a beneficios empresariales se refiere.

TABLA 1.2: Bolsas. Valoraciones y otras referencias.

	Var.%	Valoración (2)		29/09/20	Potencial (4)	Máximo Histórico	Fecha del máximo
	2020 (1)	Anterior(3)	Actual		Dic.'2021e		
Ibex-35	-29,7%	7.529	7.298	6.714	+8,7%	15.946	08.11.2007
EuroStoxx-50	-14,2%	3.420	3.642	3.214	+13,3%	5.464	06.03.2000
S&P 500	+3,1%	3.073	3.718	3.332	+11,6%	3.581	02.09.2020
Nikkei 225	-0,5%	20.262	25.121	23.539	+6,7%	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2020 hasta 28.09.2020. (2) Valoraciones estimadas para Dic.2021.

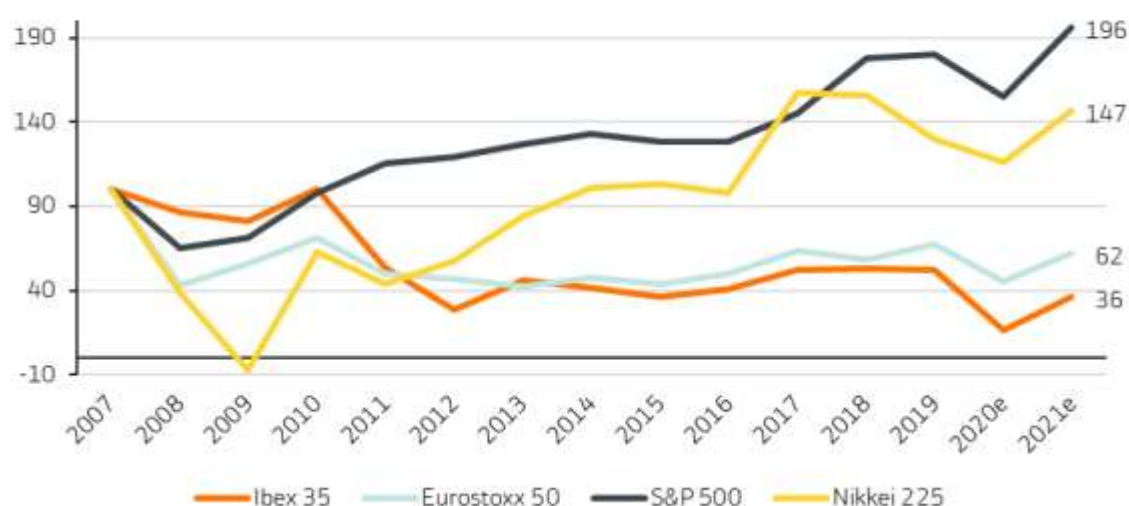
(3) Calculado en junio 2020 para la Estrategia de Inversión 3T 2020. (4) Potencial estimado desde el 28.09.2020 hasta Dic.2021.

En cuanto a nuestras **preferencias geográficas**, estas siguen siendo las mismas: Estados Unidos y solo secundaria y ocasionalmente Europa, donde continuamos defendiendo que la excepción positiva es Alemania. Y esta preferencia viene condicionada por 2 factores diferenciales entre ambas geografías: la indudablemente mayor disponibilidad de tecnología en el mercado americano y la superior y más acertada gestión de los estímulos monetarios y fiscales al otro lado del Atlántico. Esto no solo no ha cambiado, sino que incluso se ha acentuado. El Gráfico 1.1 siguiente resulta suficientemente elocuente por sí mismo con respecto a la evolución de los beneficios empresariales en el pasado reciente, desde la Crisis Financiera, en cada área geográfica:

Nuestra primera opción sigue siendo el mercado americano, quedando Europa a mucha distancia salvo la excepción positiva de Alemania.

Gráfico 1.1: Evolución relativa del BPAs de las principales bolsas

(Base 100 en 2007)



(ii) **La tecnología es defensiva. El mundo ha cambiado.** Estas compañías son hoy lo que las industriales y telecos fueron en el último tramo del s.XX. Somos escépticos con respecto a la rotación hacia sectores "convencionales o clásicos" porque el control efectivo del virus se retrasa y,

Estrategia de Inversión 4T 2020

cuanto más sucede esto, menos probable es que determinados sectores "convencionales" se recuperen totalmente y vuelvan a ser lo que fueron (aerolíneas, hoteles, media o inmobiliario). Además, defendemos que en el s.XXI las tecnológicas ya no son compañías sólo de crecimiento futuro - que puede materializarse o no -, sino también y sobre todo capaces de generar beneficios abundantes y consistentes. Y que, poco a poco, van reemplazando - en la economía "real" y en el mercado (léase "índices") - a las compañías convencionales, industriales que se desarrollaron y expandieron durante el s.XX. Las tecnológicas ocupan ahora el lugar que aquéllas ocuparon. A eso nos referimos cuando decimos que el mundo ha cambiado.

Y por eso defendemos desde finales de marzo que la recuperación del mercado vendría liderada por las tecnológicas. Y ese es precisamente el principal hándicap de la bolsa europea y particularmente de la española: la escasez de compañías tecnológicas de éxito y primera línea, salvo excepciones como SAP o ASML, por ejemplo. En el Anexo III de este informe (pág. 66) ofrecemos una tabla que demuestra que **de las 100 compañías del Nasdaq-100 sólo 2 arrojarán pérdidas** en un año tan difícil como éste y que su ROE medio es de doble dígito (aprox. 15%). En la página 45 mostramos una tabla que evidencia que los multiplicadores de beneficios esperados (PER) de las tecnológicas (Nasdaq-100) no solo no son superiores, sino significativamente inferiores a los del resto de compañías (S&P 500) cuando se ajustan por los crecimientos estimados (PEG). Y en la Tabla 1.3 siguiente se aprecia claramente cómo la expansión del **BPA de las tecnológicas** (representadas por el Nasdaq-100 en este caso) **más que triplica desde 2010 en términos acumulados el de las compañías "convencionales" o "normales"** (representadas por el S&P500), arrojando un diferencial positivo de crecimiento de +182,8%.

Las compañías tecnológicas pasan a ser - ya han pasado a ser - el centro de gravedad del mercado y rechazarlo equivale a convertirse en "negacionista" de una realidad comprobada por los hechos.

TABLA 1.3: Compañías tecnológicas vs resto, diferencial de beneficios

Evolución del BPA (Var.% a/a)	S&P-500	Nasdaq-100	Diferencia*
Año 2010	+11,3%	+30,4%	+19,0%
Año 2011	+15,9%	+29,9%	+14,0%
Año 2012	+4,8%	+8,8%	+4,0%
Año 2013	+6,7%	+1,1%	-5,6%
Año 2014	+8,2%	+15,5%	+7,3%
Año 2015	-1,8%	+6,5%	+8,4%
Año 2016	-4,6%	+1,9%	+6,5%
Año 2017	+13,1%	+18,7%	+5,6%
Año 2018	+21,2%	+19,1%	-2,2%
Año 2019	+0,8%	+2,1%	+1,3%
Año 2020	-19,7%	-1,8%	+18,0%
Acum. últimos 10 años	+71,2%	+254,0%	+182,8%

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

Estrategia de Inversión 4T 2020

(iii) En un **contexto más inseguro durante las próximas 4/10 semanas** (la extensión dependerá de la vacuna y las elecciones americanas) tanto el **dólar** como el **yen** tenderán a apreciarse. Lo más probable es que se trate de una tendencia pasajera, de manera que el euro se revalorizará de nuevo a partir de finales de 2020 como tarde. Por eso estimamos que el eurodólar cerrará 2020 en el rango 1,14/1,19 y el euroyen en 119/123... para volver depreciarse después, cuando las incertidumbres actuales se hayan resuelto sin demasiados daños relevantes, como efectivamente creemos que sucederá. Aunque nuestro grado de confianza en que esto será así es elevado, no total. Precisamente esas incertidumbres abiertas, ya comentadas. Ofrecemos una descripción más detallada sobre nuestras estimaciones para las principales divisas en la página 28 de este informe.

(iv) **Conviene replantearse la seguridad de los activos inmobiliarios.** Están teniendo lugar algunos cambios estructurales muy rápidos, principalmente en oficinas (cualitativos) y residencial (cualitativos), sobre los que merece la pena reflexionar seriamente cuando aún estamos a tiempo de reaccionar. En el apartado dedicado al Sector Inmobiliario incluido en la página 35 y siguientes explicamos esto más ampliamente.

En definitiva, nos esperan unas cuantas semanas delicadas con riesgos al alza y cierta fatiga e inseguridad de las bolsas. Por eso proponemos reducir algo exposición con un enfoque preventivo, en la idea de que el ratio rentabilidad/riesgo es menos favorable que antes. Sólo los desenlaces que presenciaremos a lo largo del 4T nos aportarán la información suficiente como para poder decidir el camino a seguir de cara a 2021.

¡Buena lectura!

Dólar y yen se apreciarán durante un tiempo limitado y solo transitoriamente, para volver a depreciarse contra el euro en 2021.

El inmobiliario ha cambiado y recomendamos adaptarse cuanto antes o corremos el riesgo de seguir anclados en los paradigmas del pasado.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Eurozona: "Europa afronta una recuperación asimétrica, incierta y no exenta de obstáculos. El proyecto europeo se refuerza con estímulos fiscales y monetarios más favorables para los países más afectados por la pandemia".

Tras una caída récord del PIB en 2T, la actividad económica recupera vigor. Sin embargo, la recuperación se vislumbra **asimétrica** (por sectores y países), **incierta** (el ritmo dependerá de la evolución de los rebotes), **no exenta de obstáculos** (Brexit) e **incompleta** (sin alcanzar niveles pre-crisis hasta bien entrado 2022). Los estímulos fiscales y monetarios son necesarios para impulsar la recuperación, sobre todo en los países más afectados por la pandemia. **El Fondo de Recuperación** movilizará 750.000M€ exigiendo reformas estructurales a los países beneficiarios. Por primera vez en su historia la Eurozona emitirá deuda conjunta para lanzar un programa de transferencias directas desde la caja central hasta los países más necesitados. El programa de **compra de activos especial de la pandemia (PEPP)** del BCE tiene flexibilidad para comprar una mayor proporción de deuda de los países más penalizados que evite incrementos en el coste de financiación. Nuestro escenario central apunta a una caída del PIB de -7,2% en 2020 con recuperación de +5,0% en 2021 y +2,5% en 2022. Sin presiones inflacionistas en el horizonte, el **escenario de tipos bajos se extiende por mucho más tiempo** con el objetivo de que los gobiernos puedan afrontar el pago de la deuda que se generará como consecuencia de la crisis.

La actividad económica registra una **caída récord en 2T: -11,8% t/t**. El impacto acumulado en la primera mitad del año alcanza -15,1%. El comportamiento es desigual entre los estados miembros. Las diferencias en número de infectados, peso del turismo y márgenes presupuestarios para aplicar estímulos fiscales llevan a resultados desiguales entre países.

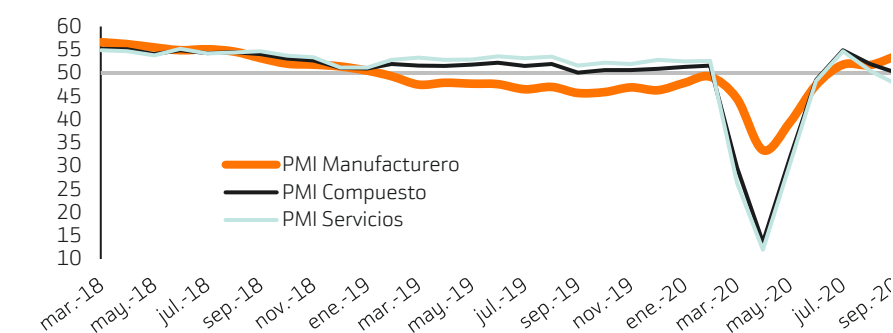
Mientras que Holanda, Alemania, Irlanda o Finlandia reportan retrocesos en el entorno de -10% en el primer semestre, otros países como España o Italia sufren caídas acumuladas superiores a -20%.

La recuperación de la actividad comienza en el 3T con el levantamiento de las medidas de confinamiento. Sin embargo, la recuperación se vislumbra asimétrica, incierta y no exenta de obstáculos. **Asimétrica entre diferentes sectores y países**. La recuperación está más avanzada en el sector manufacturero que en servicios, ya que el sector servicios es más sensible a miedos de rebotes y restricciones de distanciamiento social o confinamientos.

Caída récord del PIB en el 2T con disparidad entre los estados miembros .

La actividad comienza a recuperar vigor en el 3T con el levantamiento de las medidas de confinamiento.

Gráfico 1.20: UEM-. Evolución PMI



Fuente: Bloomberg

La recuperación se vislumbra asimétrica (por países y sectores),...

El PMI Manufacturero de encuentra en expansión mientras que el PMI de Servicios retrocede en septiembre y vuelve a territorio de contracción. También es una recuperación asimétrica entre los distintos países de la UE, dependiendo de la magnitud de los rebotes y los estímulos fiscales aplicados. El ritmo de la **recuperación es incierto** ya que lo determinará la evolución de la pandemia y la consecución de una vacuna o tratamiento efectivo contra el Covid-19. Además, la UE se enfrenta a **importantes**

...incierta y no exenta de obstáculos (Brexit)

Estrategia de Inversión 4T 2020

obstáculos en el camino, como es la resolución del Brexit. Por último, la recuperación es **incompleta** ya que no alcanzaremos los niveles pre-crisis hasta bien entrado 2022.

Los estímulos fiscales de los gobiernos de los diferentes estados y de la Comisión Europea son necesarios para impulsar la recuperación. A nivel individual Alemania es uno de los países que mayores estímulos ha introducido: 8,3% del PIB y garantías adicionales por valor de 750.000M€ (22% del PIB). Su holgura fiscal (60% deuda/PIB) le permite más margen de maniobra para apoyar a su economía.

Por su parte, la Comisión Europea moviliza 540.000M€ en tres instrumentos a corto plazo: SURE (financiación para desempleo), MEDE (financiación para los estados) y BEI (garantías para las empresas).

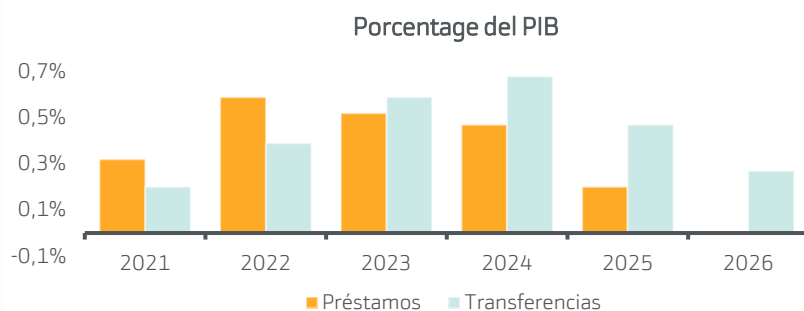
Su instrumento más ambicioso y con un horizonte a medio plazo es el **Plan de Recuperación (750.000M€)**, que se enmarca dentro del Presupuesto de la UE 2021-27. El Fondo **se canalizará a los gobiernos través de transferencias (390.000M€) y préstamos (360.000M€)**. Las inversiones deberán centrarse en la transformación digital y ecológica de las economías y para tener acceso a los fondos los estados deberán seguir las recomendaciones de reformas estructurales de la CE.

Estímulos fiscales necesarios para apoyar la recuperación

....tanto a nivel individual como a nivel comunitario.

Fondo de Recuperación: transferencias a cambio de reformas estructurales

Gráfico 1.30: UEM-. Reparto Temporal del Fondo de Recuperación



Fuente: Comisión Europea

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

Primera emisión de deuda conjunta en la Unión Europea.

La nueva deuda se pagará con cargo al presupuesto de la UE

Estrategia de Inversión 4T 2020

Por su parte, el BCE sigue apoyando la recuperación **con estímulos monetarios**, que incluyen tipos bajos, programas de liquidez para que la banca mantenga el flujo del crédito (TLTRO) y un plan extraordinario de compra de activos (PEPP de 1,35 billones).

Al igual que los estímulos fiscales de la CE, los estímulos monetarios del BCE también intentan favorecer en mayor medida a los países más penalizados por la pandemia. El programa de compra de activos especial de la pandemia (PEPP) tiene flexibilidad para adquirir una mayor proporción de deuda de los países más penalizados que evite ampliaciones en la prima de riesgo e incrementos en el coste de financiación.

Nuestro escenario central apunta a una caída del PIB en la UEM de -7,2% en 2020 con recuperación de +5,0% en 2021 y +2,5% en 2022. La posibilidad de nuevos rebotes y el alcance de las medidas de estímulo determinarán el ritmo de la recuperación.

Los planes de ayudas temporales al desempleo (ERTE) evitan que la tasa de paro se dispare bruscamente en 2020 (8,5% estimado vs 7,4% en 2019). A pesar de la mejora en PIB, la tasa de paro volvería a subir en 2021 (9,5% est.) por la probable finalización de estos programas en algunos de los países de la Unión.

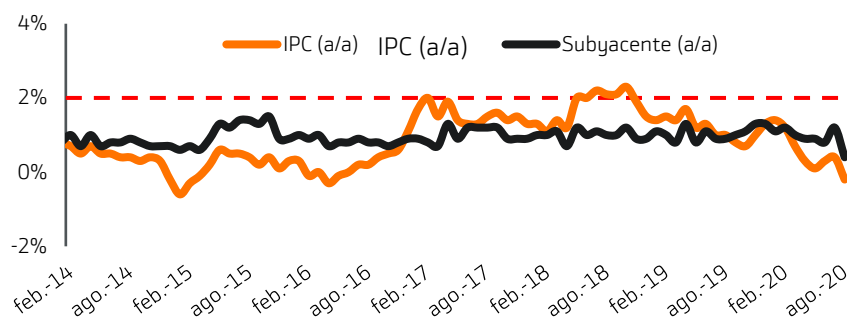
El BCE apoya la recuperación con estímulos monetarios.

Flexibilidad en la compra de activos del BCE para evitar ampliaciones en prima de riesgo

Escenario central PIB: -7,2% en 2020 con recuperación de +5,0% en 2021.

Los planes de ayuda temporal al desempleo limitan el daño en el mercado laboral

Gráfico 1.40: UEM-. Evolución IPC



Fuente: Bloomberg

El IPC entró en terreno negativo en Agosto (-0,2%) – nivel no visto desde finales de 2016- lastrado por la debilidad de la demanda y la caída de los precios del petróleo. La inflación se mantendrá muy alejada del objetivo del BCE (inferior pero cercana al 2%) en el medio plazo. El IPC estimado para 2020 se sitúa en +0,3% , +1,0% en 2021 y +1,3% 2022.

Sin presiones inflacionistas, el BCE no encuentra trabas para seguir aplicando una **política monetaria muy acomodaticia**. Los tipos permanecerán bajos por mucho tiempo para poder permitir que los gobiernos puedan desapalancarse y poder hacer frente y asimilar el pago de la deuda que se generará para afrontar la crisis. Además, algunos bancos centrales (Fed) ya han anunciado que mantendrán una actitud más tolerante hacia la inflación en el futuro, después de que en los últimos se años ésta se situase persistentemente por debajo de su objetivo. Estimamos que el tipo director se mantenga en el actual 0% en lo que queda de 2020 y todo el 2021 y el 2022. En cuanto al tipo de depósito se mantendría en -0,5% hasta finales de 2022, cuando podríamos ver una ligera mejora hasta -0,4%.

Sin presiones inflacionistas, el BCE seguirá aplicando una política acomodaticia.

El escenario de tipos bajos se extiende en el tiempo para poder hacer frente a la deuda que se genere para afrontar la crisis

Estrategia de Inversión 4T 2020

Suiza: "Muestra resiliencia en el entorno actual. La recuperación continuará a un ritmo superior a la media europea"

La economía suiza ha evolucionado mejor que la UEM en un entorno debilitado por el CV19 debido a las constantes restricciones a la movilidad y a la caída de la demanda global. La incertidumbre permanece en torno al Covid-19 y a las vacunas. En este contexto, son tres los factores determinantes para que la economía suiza continúe su recuperación a un ritmo superior a la media europea: (i) Un mayor peso del sector industrial en comparación con otros países europeos, (ii) resiliencia por parte de sus aliados comerciales (Alemania, EE.UU. y China) y (iii) una mejor posición en términos de deuda y déficit. Revisamos a la baja nuestras estimaciones de PIB 2020 hasta -3,8% desde -2,5% anterior y al alza en 2021 hasta +3,9% desde +3,3%. El SNB continuará impidiendo una mayor apreciación del Franco Suizo mediante la intervención del mismo. Mantenemos nuestra estimación €/CHF en 1,07/1,12 para 2020.

Suiza continuará su recuperación a un ritmo mayor que la media europea. El impacto del CV19 ha sido muy inferior a la media europea (PIB 2T20 -9,3% vs -15,0% UEM). Suiza continuará su recuperación a un ritmo superior al resto de países por 3 factores: (i) Un mayor peso del sector industrial, a diferencia de la mayoría de países del sur de Europa cuya recuperación se ha visto lastrada. Además, la Industria Farmacéutica aporta estabilidad frente al retroceso de otras manufacturas; (ii) sus principales socios comerciales (Alemania, EE.UU. y China) también mostraron resiliencia al entorno lo que amortigua la caída de sus exportaciones y augura una recuperación más rápida de las mismas y (iii) dispone de cuentas públicas saneadas (~40% vs. ~80% UEM) y máxima calificación crediticia, lo que le permite flexibilidad a la hora de implementar estímulos a la economía para favorecer la recuperación.

3 factores favorecen una recuperación más rápida: mayor peso industrial, fortaleza de sus socios comerciales y unas cuentas públicas saneadas.

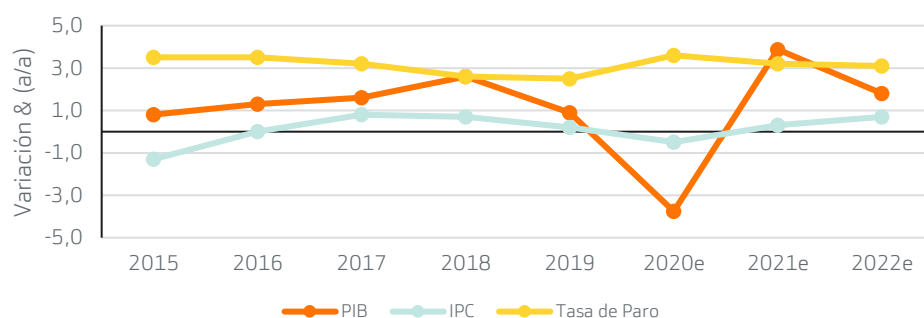
El SNB continuará frenando una mayor apreciación del Franco Suizo. El principal problema que tiene Suiza es su divisa, en épocas con elevada incertidumbre tiende a actuar como refugio. Esto implica una apreciación del franco frente a otras divisas que se traduce en una pérdida de competitividad frente al exterior. El SNB ha reiterado en sus últimas reuniones que está preparado para intervenir la divisa con más fuerza. En este contexto, no esperamos una mayor apreciación del Franco.

El SNB continuará interviniendo el Franco Suizo para frenar una mayor apreciación del mismo.

Debido a las continuas restricciones por CV19 y a la persistente incertidumbre, revisamos nuestra estimación de PIB 2020 hasta -3,8% desde -2,5% y hasta +3,9% desde +3,3% para 2021. Estimamos una Tasa de Paro de 3,6% (3,4% anterior) en 2020 y 3,2% (3,2% anterior) en 2021. Sin presión por el lado de los precios, revisamos el IPC de 2020 hasta -0,5% desde -0,4% anterior y hasta +0,3% desde +0,5% en 2021. Mantenemos nuestro rango estimado para el Tipo de Cambio €/CHF en: 1,07/1,12 en 2020 y 1,09/1,14 en 2021.

Revisamos a la baja nuestra estimación de PIB para 2020 y al alza para 2021.

Gráfico 1.5: Evolución de las principales variables macro.



Fuente: Bankinter

Estrategia de Inversión 4T 2020

Reino Unido: "El acuerdo del *Brexit* avanza lento y el BoE baraja tipos negativos"

La reanudación de las negociaciones entre el Reino Unido y la UE para el Brexit no ha comenzado con buen pie y a 3 meses de la salida de la UE sigue sin estar claro cuál será el acuerdo final. Por su parte, el Banco de Inglaterra en su última reunión de septiembre mantuvo inalterados tanto los tipos (+0,1%) como el programa de compra de activos (745.000MGBP), si bien lanzó un mensaje claramente dovish indicando que podría considerar recortar los tipos de interés por debajo de cero por primera vez en su historia mientras la economía se prepara para un período de "incertidumbre inusual". En este escenario, ya con una visión más detallada impacto de la pandemia en la economía británica y tras el anuncio de nuevas restricciones contra el Covid-19 que podrían prolongarse durante 6 meses, esperamos que el PIB de Reino Unido se pueda ver reducido hasta -8,6% en 2020 (vs nuestra anterior estimación de -5,4%). Para 2021 revisamos también nuestra anterior estimación hasta +7,4% (desde +3,8%). En cuanto a la divisa, establecemos el rango 0,90/0,95 €/GBP para 2020 y 0,86/0,91 €/GBP para 2021.

El Banco de Inglaterra (BoE) en su última reunión de septiembre mantuvo inalterados tanto los tipos (+0,1%) como el programa de compra de activos (745.000MGBP), si bien lanzó un mensaje claramente *dovish* indicando que podría considerar recortar los tipos de interés por debajo de cero por primera vez en su historia mientras la economía se prepara para un período de "incertidumbre inusual". Desde el punto de vista macro, el BoE mejoró en agosto significativamente sus anteriores previsiones de crecimiento publicadas en mayo (PIB20e: de -14% a -9,5%) y en su última reunión de septiembre señaló que sus previsiones de PIB se encontraban más positivas que en agosto, sin dar detalle de cifras.

En cuanto al *Brexit*, la reanudación de las negociaciones entre el Reino Unido y la UE no ha comenzado con buen pie. Boris Johnson, la misma semana que se retomaron las conversaciones con la UE puso en marcha la aprobación en el parlamento de la "Ley del Mercado Interior" que contraviene directamente parte del acuerdo de salida firmado con Bruselas (la relacionada con Irlanda del Norte). Así pues, a 3 meses de la salida de la UE sigue sin estar claro cuál será el acuerdo final del *Brexit* (especialmente en lo que respecta a Irlanda del Norte). Creemos que la estrategia de ambas partes es apurar los plazos al máximo para ganar fuerza en la negociación y por tanto **nuestro escenario central sigue siendo que se acabará ratificando un acuerdo**. Dicho esto, en caso de que finalmente se agotara el plazo sin lograr acuerdo, podría producirse un impacto negativo temporal hasta que se adoptara un nuevo marco de relaciones comerciales que tendría que regirse por las normas de la OMC.

Entorno macro: En este contexto, ya con una visión más detallada impacto de la pandemia en la economía británica y tras el anuncio de nuevas restricciones contra el Covid-19 que podrían prolongarse durante 6 meses, esperamos que el PIB de Reino Unido se pueda ver reducido hasta -8,6% en 2020 (vs nuestra anterior estimación de -5,4%). Para 2021 revisamos también nuestra anterior estimación hasta +7,4% (desde +3,8%).

Divisa: La libra es probablemente la que más directamente está sufriendo el impacto de la incertidumbre del *Brexit* y la posibilidad de que el BoE lleve los tipos de interés al terreno negativo. En este sentido, no descartamos de ver recortes adicionales de aquí a final de año mientras duren estas incertidumbres (rango 0,90/0,95€/GBP para 2020 vs 0,87/0,94 €/GBP ant.). Sin embargo, a medio plazo el fuerte plan de estímulos económicos del gobierno debería servir para recuperar progresivamente la confianza en la economía y la divisa. Para 2021 esperamos cierta recuperación de la libra en el rango 0,86/0,91€/GBP (ant. 0,83/0,87€/GBP).

El BoE mantiene tipos, pero lanza un mensaje dovish indicando que podría poner los tipos en negativo por primera vez en su historia.

El proceso del Brexit no termina de avanzar a tres meses de la salida de la UE. Nuestro escenario central sigue siendo que en el último momento se acabará logrando a un acuerdo.

Estimamos que el recorte de PIB sea -8,6% en 2020, para mejorar hasta +7,4% en 2021.

A corto plazo la libra seguirá lastrada, aunque los estímulos económicos deberían apoyar la recuperación a medio plazo.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Irlanda: "El milagro económico irlandés se refuerza durante el COVID-19".

*La evolución de la economía de Irlanda durante el COVID-19 ha sido la gran sorpresa positiva de la eurozona. Su economía ha demostrado una **resistencia muy superior a lo esperado** con una contracción del PIB en 2T20 de tan sólo -3,0% a/a tras crecer +5,7% en 1T20. El **empleo** se comporta bien, la Tasa de Desempleo (agosto) es el 5,2% (4,8% en 4T19) aunque se eleva al 15,4% al incluir los ERTes. Los precios están controlados, el IPC en agosto es -1,0%. El mercado inmobiliario no se resiente, el **Índice de Precios de la Vivienda** (julio) retrocede -0,5% a/a y está casi en el máximo de los últimos 10 años. Este **milagro económico se explica por la aportación a la economía de las empresas multinacionales afincadas en Irlanda**. A la debilidad del Consumo Privado y la Demanda Interna se opone la fortaleza del Sector Exterior sostenido por las exportaciones de las multinacionales y que posibilita una contracción moderada del PIB. Irlanda es uno de los países menos impactado por la pandemia. La buena evolución del escenario macro nos impulsa a **revisar al alza nuestras estimaciones para el PIB en 2020e-2021e**.*

Una frase habitual en nuestros informes es que **Irlanda lidera el crecimiento de los países de la eurozona**, situación que queda invariada en 1S20. Tras crecer el PIB +5,6% en 2019, en 1T20 lo hace +5,7% a/a (el COVID-19 aparece después que en otros países) y en 2T20 se contrae sólo -3,0% vs. -14,7% eurozona. La **Demanda Interna cae -49,3% a/a** por el confinamiento y menor Inversión en Capital Fijo (I+D de multinacionales). El Consumo Privado cae -22,1% a/a (por comparar -15,9% eurozona y -25,2% España), el Gasto Público crece +12,1%, la Inversión en Capital Fijo cae -71,3%. La **aportación del Sector Exterior al PIB crece a +40,6 puntos porcentuales** (-13,6pp en 2T19). Las Importaciones caen -37,2% a/a (principalmente licencias y patentes, de nuevo multinacionales) y las **Exportaciones** (tecnología y productos farmacéuticos muy demandados durante el confinamiento) se mantienen (-0,2%). Tras estos buenos datos macro, opinamos que **el impacto del COVID-19 sobre la economía irlandesa es más moderado de lo previsto**. Revisamos al alza nuestras estimaciones de PIB 2020e-2021e a -4,5% y +6,0% desde -7,0% y +6,5%.

Nuestro escenario para el PIB prevé una contracción de la **Demanda Interna** de -35,4% a/a en 2020e y un crecimiento de +15,0% en 2021e y +19,1% en 2022e. Estimamos que la **aportación del Sector Exterior al PIB** sea 39,3pp en 2020e, 34,2pp en 2021e y 25,7pp en 2022e (es el promedio 2017-2018). **Nuestras estimaciones son más agresivas** que las publicadas en julio por el Banco Central Europeo (-8,9% y +5,6% en 2020e-2021e), FMI (-6,8% y +6,3%) o la Comisión Europea (-8,5% y +6,3%), estimaciones que son anteriores a la publicación del PIB 2T20. Ha habido revisiones al alza en las estimaciones del PIB para la eurozona, pero no hay estimaciones actualizadas para Irlanda. El PIB 3T20 se publicará a mediados de diciembre.

Estimamos que la **inflación** caiga a -0,5 en 2020e (anterior -0,1%) y que repunte hasta +1,0% en 2021e y 2022e. Asimismo, prevemos que la **Tasa de Desempleo** se eleve a 6,0% en 2020e, 8,0% en 2021e y 7,0% en 2022e y esperamos un repunte del paro en la primera mitad de 2021 al finalizar los ERTes seguido de una mejoría en el segundo semestre.

Los **programas de apoyo** a empresas, desempleados y enfermos suman 12.000 Mn€ (3,5% del PIB 2019) y combinan subvenciones, recortes de tasas y pagos en efectivo por 9.000 Mn€ más avales y préstamos blandos por 3.000 Mn€. El **banco central** recompra activos por 750.000 Mn€ (2,2 veces el PIB 2019), reduce el colchón anticíclico de los bancos del 1% al 0% y pacta con los bancos comerciales una moratoria de pagos de 3 meses para afectados por el COVID-19. Aunque los principales problemas persisten (dependencia de las multinacionales y endeudamiento privado), Irlanda sortea la crisis del COVID-19 mejor que otros países de la eurozona.

El efecto adverso del COVID-19 no afecta al PIB 1T20 (+5,7% a/a) y el impacto es muy bajo en 2T, tan sólo cae -3,0% a/a vs. -14,7% para la eurozona.

El sector exterior compensa la caída de la Demanda Interna y posibilita una contracción suave del PIB

Revisamos al alza nuestra estimación del PIB: +4,5% en 2020e y +6,0% en 2021e

Esperamos que la Demanda Interna se recupere en 2021e y que el apoyo del Sector Exterior se modere hacia niveles recientes

Sin Inflación y ligera subida de la de Tasa de Paro en 2020e pero al alza en 2021e

Los programas de apoyo públicos apoyan la economía

Estrategia de Inversión 4T 2020

EE.UU.: "La Fed ancla la perspectiva de tipos de interés bajos por un periodo de tiempo muy prolongado, pero más estímulos fiscales son necesarios para mantener la recuperación."

Tras una caída del PIB de -9,1% (a/a) en 2T20 la actividad económica y el empleo han recuperado sustancialmente en los meses recientes, pero se mantienen por debajo de los niveles pre-Covid 19. El gasto de las familias ha recuperado tres cuartas partes de la caída inicial, apoyado en las ayudas fiscales y la recuperación del empleo. En el frente laboral, aproximadamente la mitad de los 22 millones de puestos de trabajo perdidos en marzo y abril se han recuperado. Una demanda interna más débil y menores precios de la energía mantienen ausentes las presiones inflacionistas. En este entorno, la Fed reitera su compromiso para emplear todas las herramientas a su alcance y mantener los tipos de interés sin cambios durante un periodo de tiempo muy prolongado. Pero urge más apoyo fiscal para apoyar la recuperación. El ritmo de ésta sigue pendiente en gran medida de la evolución en el frente sanitario y de la aprobación de nuevos estímulos fiscales. A corto plazo el desenlace incierto y confuso de las elecciones presidenciales introduce un factor de incertidumbre que puede retrasar la acción política y, por tanto, la recuperación. Estimamos crecimientos del PIB de -3,9% en 2020 y +4,0% en 2021 en un escenario político no destructivo.

El PIB del 2T20 muestra un shock sin precedentes (-9,1% a/a, -31,7% en términos inter trimestrales anualizadas). Las partidas más afectadas son el **Consumo** (-34,1% t/t anualizado) y la **Inversión Privada** (-46,2% t/t anualizado), reflejando el impacto de las medidas de confinamiento y distanciamiento social impuestas por el estado de emergencia desde el 13 de marzo. **Tras tocar fondo en abril, los indicadores económicos recientes apuntan a una recuperación económica vigorosa.**

El PIB retrocedió -9,1% (a/a) en 2T20. Tras tocar fondo en abril, los indicadores económicos repuntan...

A pesar del aumento de paro, la recuperación de los indicadores de consumo y de confianza reflejan en parte los masivos programas de ayuda, como el **cheque de 1.200\$ que han recibido las familias estadounidenses** y que ha reforzado su poder adquisitivo, aunque sea de forma temporal, y la **perspectiva de muchos trabajadores de recuperar sus puestos de trabajo en los próximos meses**. Asimismo, el aumento de la **tasa de ahorro privado durante el confinamiento y demanda "embalsada"** están apoyando la recuperación.

Los indicadores económicos han repuntado, e incluso superado en algunos casos, los niveles previos a la pandemia, **pero la recuperación se ralentiza en un entorno de rebrote de contagios y falta de nuevos estímulos fiscales**. La recuperación es más evidente en el sector manufacturero y de la vivienda, mientras el consumo y los servicios siguen afectados por el temor a los contagios y las restricciones. Así, el PMI Manufacturero recupera desde un mínimo de 36,1 en abril hasta 53,5 en septiembre (vs 52,4 en diciembre 2019) y el ISM Manufacturero alcanza 56,0 en agosto vs 41,5 en abril (47,8 en diciembre). Pero **la confianza del Consumidor se mantiene lejos de los niveles previos a la crisis: 84,8 en agosto vs 132,0 en febrero y el Índice de la Universidad de Michigan 78,9 en septiembre vs 101,0 en febrero.**

... pero la recuperación se ralentiza a falta de nuevos estímulos fiscales.

Tras alcanzar un máximo de **14,7% en abril**, la tasa de paro **ha disminuido consecutivamente en los 4 últimos meses hasta 8,4% en agosto**. Tanto la destrucción como la posterior recuperación del empleo no tienen precedentes. Aproximadamente la mitad de los 22 millones de puestos de trabajo perdidos en marzo y abril se ha recuperado. Esperamos mejoras más moderadas en los próximos meses hasta alcanzar una tasa de desempleo de 7,8% finales de 2020. **El ritmo de recuperación dependerá en gran medida de la evolución del virus y las medidas de contención, pero hay factores que apoyan la mejora:** la gran proporción de pérdidas

El paro recupera con vigor. La mejora se ralentizará, pero hay factores que apoyarán nuevos avances.

Estrategia de Inversión 4T 2020

temporales de empleo (~80% hasta agosto), la fortaleza del mercado laboral antes de la pandemia y el potencial de creación de empleos en sectores que han salido fortalecidos tras la crisis.

La inflación ha repuntado desde +0,3% en abril hasta +1,3% en agosto de manera coherente con una gradual recuperación de la actividad económica. A pesar de este repunte, el objetivo de recuperar los niveles pre-pandemia (+2,3% en febrero) se complica por el elevado nivel de desempleo y el impacto duradero de las disrupciones en partidas como alquileres y otros servicios. **Las perspectivas de presión de los precios se mantienen muy moderadas** en un contexto de fragilidad e incertidumbre.

En este entorno **la Fed mantiene su postura ultra acomodaticia y ancla la perspectiva de tipos de interés muy bajos por un periodo de tiempo muy prolongado.** Modifica su objetivo de inflación a largo plazo del 2% por un objetivo de inflación "media" a largo plazo, que se mantiene en el 2%. De este modo la Fed tolerará periodos de tiempo en los que la inflación supere ese nivel para compensar periodos en los que ha permanecido en niveles inferiores. Esto implica que **los tipos de interés se mantendrán bajos durante un periodo muy prolongado, estimamos que al menos hasta final de 2022.** La Fed mantiene su compromiso de utilizar todas las herramientas posibles en materia de política monetaria, **pero insiste en la necesidad de nuevas medidas de apoyo fiscal para sostener la recuperación económica.** Los segmentos de población más desfavorecidos no solo necesitan el crédito de la Fed, sino también la ayuda directa del Gobierno.

El programa de extensión de las ayudas por desempleo (600\$/semana por desempleado) finalizó el 31 de julio y se esperaba la aprobación de un nuevo programa de ayudas en septiembre. **La falta de acuerdo entre demócratas y republicanos hace temer que no haya novedades de calado hasta después de las elecciones el 3 de noviembre.** La recuperación del empleo y salarios en base a los estímulos aplicados ha sostenido el poder adquisitivo de las familias, pero **sin nuevos estímulos el consumo privado, pilar de la economía (67% del PIB), se resentirá.**

Las elecciones presidenciales del 3 de noviembre entran en escena con un **desenlace incierto y delicado.** El resultado dependerá del voto en los llamados "swing states" (estados que votan indistintamente a republicanos o demócratas y que acaban decidiendo el color del ganador: Wisconsin, Michigan, Florida, Pensilvania, Arizona, Carolina del Norte). **El resultado de las elecciones dependerá en gran parte del flujo de noticias en el frente sanitario y de la postura ante nuevos estímulos fiscales.** Creemos que un resultado continuista sería más favorable para el mercado por un enfoque fiscal y regulatorio más favorable para las empresas, **aunque históricamente la correlación entre el resultado electoral y la evolución del S&P500 es estadísticamente débil.** De media el S&P500 ha subido ~+3% hasta final de año tras las elecciones indistintamente del ganador. **El mejor escenario es un resultado claro.** Un resultado disputado por alguno de los candidatos y que lleve la resolución hasta el Tribunal Supremo alargaría la actual parálisis política e introduciría un factor adicional de incertidumbre en el mercado.

Las perspectivas de inflación se mantienen muy moderadas.

La Fed mantiene su enfoque ultra "dovish". Los tipos de interés se mantendrán bajos durante un periodo de tiempo muy prolongado.

Nuevas ayudas del Gobierno son necesarias para sostener el poder adquisitivo de las familias y el consumo privado.

Las elecciones del 3 de noviembre ofrecen un desenlace incierto. El mejor escenario es un resultado claro, aunque creemos que a corto plazo en mercado favorecería más un Gobierno continuista.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Japón: "La recuperación llegará en el 4T. La continuidad política y los estímulos son las claves básicas"

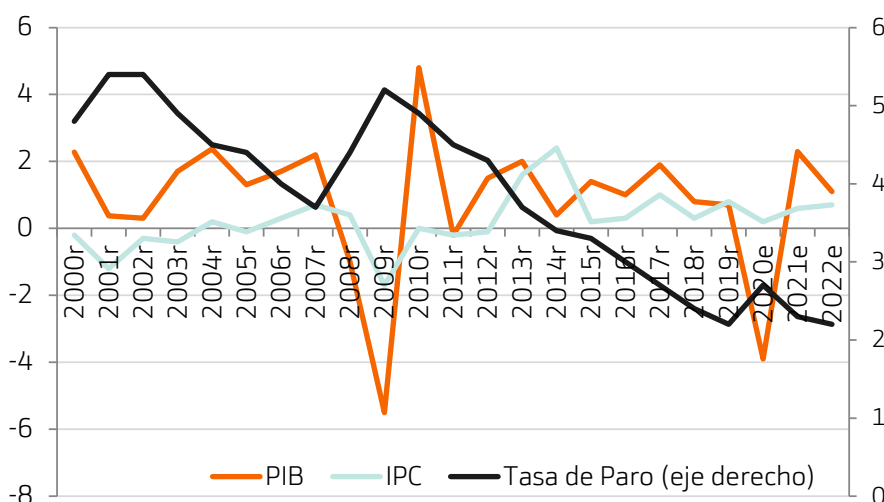
El Consumo, la Inversión y el Sector Exterior siguen mostrando el peso del COVID-19 en la economía japonesa. Sin embargo, empiezan a aparecer signos de recuperación en el sector manufacturero. La Producción Industrial mejora y los grandes fabricantes del país perciben señales alentadoras. La continuidad política es un catalizador. Suqa, el nuevo Primer Ministro, es un claro defensor de las Abenomics y se muestra proclive a introducir nuevos estímulos fiscales de ser preciso. Su principal objetivo es combatir las consecuencias del virus en la economía. La política monetaria también acompaña y se mantiene tremendamente laxa. Con ello, mantenemos sin cambios nuestras estimaciones de crecimiento. El PIB sufrirá un retroceso de -3,9% este año, para rebotar +2,3% en 2021. Con todo, insistimos en los importantes problemas estructurales de la economía nipona y mantenemos nuestra recomendación en Neutral.

El COVID-19 pesa con fuerza sobre la economía japonesa. **La Inversión se resiente** en un escenario en que la incertidumbre sobre la evolución económica en próximos meses sigue siendo muy elevada; **el Consumo retrocede** en una economía tendente al ahorro y ante los síntomas de debilidad de los salarios; **el Sector Exterior continúa sin despegar** en un contexto de ralentización global.

Sin embargo, **empiezan a aparecer signos de reactivación en algunos frentes** que nos llevan a reafirmar nuestra expectativa de crecimiento del PIB en el 4T (+1,0% a/a). La **Producción Industrial** mejora y los grandes fabricantes nipones anticipan un fortalecimiento de la actividad en próximos meses. El **sector manufacturero** liderará una recuperación que se extenderá gradualmente al resto de la economía.

La Inversión sufre, el Consumo se debilita y el Sector Exterior sigue sin recuperarse. Sin embargo, el sector manufacturero acelera y se presenta como el primer desencadenante de la recuperación económica.

Gráfico 1.11: Evolución del PIB, IPC y Tasa de Paro.-



Fuente: Bloomberg

Estrategia de Inversión 4T 2020

La continuidad política será otro factor catalizador a futuro. La retirada como Primer Ministro de Shinzo Abe, afectado por problemas de salud, ha llevado a Yoshihide Suga a liderar el gobierno japonés. Suga trabajó estrechamente con Abe y es un claro defensor de las "Abenomics". Una estrategia basada en las reformas estructurales, una política monetaria ultra laxa y una política fiscal que promueva el crecimiento económico.

En este sentido, **Suga** ha sido taxativo al afirmar que su prioridad es combatir el daño causado por la crisis sanitaria en su economía. Por tanto, **no dudará en implementar nuevas medidas fiscales de ser necesario.** Algo destacable si recordamos que el gobierno nipón ha introducido estímulos por más del 40% de su PIB (2.200Bn\$). El mayor paquete fiscal a nivel global.

La principal duda en este frente pasa ahora a la posibilidad de que Suga convoque elecciones anticipadas. Un escenario que parecía altamente probable hace unas semanas, pero que parece perder enteros. Las últimas declaraciones del Primer Ministro descartan esta posibilidad al insistir en la necesidad de centrar esfuerzos en la lucha contra la pandemia.

Por todo ello, **mantenemos nuestras estimaciones de crecimiento inalteradas: -3,9% en 2020, +2,3% en 2021 y +1,1% en 2022.**

En política monetaria no estimamos cambios. Actualmente las medidas implementadas por el Banco de Japón son en la práctica infinitas. El banco central gestiona su programa de compras con el fin de mantener la TIR del bono a 10 años alrededor de 0%, sin marcarse ningún límite en cuanto a cantidades. Por el lado de los tipos, se encuentran desde hace ya tiempo en terreno negativo, -0,10%.

La inflación seguirá siendo inexistente y, por tanto, no supondrá un problema para mantener una política monetaria tremendamente *dovish* (suave). En concreto, mantenemos sin cambios nuestras estimaciones para la inflación en +0,2% en 2020, +0,6% en 2021 y +0,7% en 2022. El deterioro del mercado laboral durante este ejercicio (Tasa de Paro estimada 2,7% a cierre de año vs. 2,2% en 2019) y la caída de los precios de la energía influirán de manera determinante en esta evolución.

El yen mantendrá su patrón habitual: apreciarse cuando aumente la aversión al riesgo, pero sin perder su tendencia estructural depreciatoria. **Nuestras estimaciones fijan un cruce para el euroyen de 119/123 en 2020, 122/128 para 2021 y 123/129 en 2022.**

En conclusión, el impacto de la crisis sanitaria ha sido acusado en Japón creando retos nuevos (Inversión y Sector Exterior) y agudizando algunos ya existentes (Consumo). Sin embargo, las medidas implementadas para controlar el virus y reactivar la economía han sido contundentes y empiezan a dar sus frutos. A largo plazo los problemas estructurales del país siguen siendo elevados (demografía, inflación, déficit primario, deuda, etc). Todo ello en conjunto nos lleva a **mantener nuestra recomendación sobre el país en Neutral.**

La continuidad política es un catalizador. Suga, el nuevo Primer Ministro, es un claro defensor de las Abenomics y, además, se muestra dispuesto a aumentar los estímulos fiscales.

Mantenemos sin cambios nuestras estimaciones de crecimiento. El PIB se contraerá -3,9% este año para recuperar +2,3% en 2021.

Nuestra recomendación sobre el país sigue en Neutral a la luz de los grandes retos económicos de largo plazo.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Emergentes: "Hacia una recuperación asimétrica. China escapa de la recesión, pero el margen de maniobra del resto es limitado y el entorno aún es desafiante"

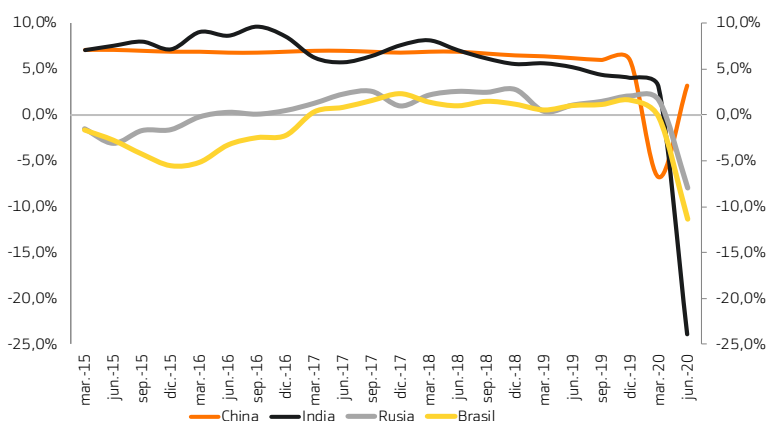
Los emergentes caminan hacia una recuperación asimétrica que tomará cuerpo en 2021. Lo peor del CV19 en términos de contracción económica parece haber pasado, pero el entorno macro y de mercado aún es desafiante. China escapa de la recesión en 2020, pero crece al ritmo más lento desde los años 70. El resto de emergentes afronta la mayor contracción de la historia reciente con un margen de maniobra fiscal y sanitario limitado. Nuestras previsiones reflejan el cambio a mejor - desde marzo/abril en China vs junio/julio en el resto - que sientan las bases para una recuperación en 2021, si la gestión del CV19 no se complica. China es capaz de crecer en 2020 (+1,9% vs +6,1% en 2019), aunque estimamos severas caídas en India (-9,0%), Brasil (-5,6%) y Rusia (-5,5%).

Diagnóstico: Los emergentes afrontan la mayor caída en el ritmo de actividad de la historia reciente con un **margen de maniobra** fiscal y sanitario limitado. La reapertura de las economías, la rápida reactivación de China y unas condiciones financieras atractivas, marcan el punto de inflexión para la recuperación. La recuperación del precio de las **materias primas** y la debilidad del **dólar**, son dos balones de oxígeno que facilitan la estabilización del mercado. Aún es pronto para lanzar las campanas al vuelo porque la **incertidumbre** es alta - CV19, geopolítica y volatilidad por las elecciones en EEUU - pero parece que lo peor en términos de contracción económica ha quedado atrás.

Perspectivas: Nuestras estimaciones reflejan el cambio a mejor - desde marzo/abril en China vs junio/julio en el resto - que sientan las bases para una recuperación en 2021. China registra el menor crecimiento desde los años 70, pero es capaz de escapar de la recesión en 2020 (+1,9% vs +6,1% en 2019), aunque se atisba una severa recesión en India (-9,0%), Brasil (-5,6%) y Rusia (-5,5%).

Los emergentes, afrontan la mayor caída en el ritmo de actividad con un margen de maniobra fiscal y sanitario limitado.

Gráfico 1.10: Evolución del PIB en las principales economías



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

La reapertura de las economías, la reactivación de China y unas condiciones de financiación atractivas marcan el punto de inflexión para la recuperación

China: Lo más importante es que la actividad se recupera rápidamente tras el varapalo del 1T20 por el CV19. El **conflicto** tecnológico, comercial y geoestratégico con EEUU sigue vivo y el cambio de modelo - desde la industria y las exportaciones hacia el consumo - lleva tiempo. En el plano macro, la **actividad** se reactiva en 2T20 (+3,2% en PIB vs -6,8% en PIB en 2T19) gracias a la Industria (oferta), la reapertura de las economías (exportaciones) y la ulterior reanimación del Consumo.

China escapa de la recesión, aunque registra el ritmo de crecimiento más lento desde los años 70

Estrategia de Inversión 4T 2020

El PMI Compuesto (Caixin) está en zona de **expansión**, las **Exportaciones** crecen +9,5% (agosto), el transporte de mercancías +6,5% (julio) y las Ventas Minoristas vuelven a terreno positivo (+0,5% en agosto vs -1,1% ant). Además, se frena la caída en la Inversión, el mercado **inmobiliario** gana tracción (ventas y precios) y las condiciones de financiación son atractivas - los tipos de interés están en niveles históricamente bajos y el crédito bancario sube +13,0%. El CV19 y una recuperación dispar del resto de economías, provocan que China registre el ritmo de crecimiento más lento desde los años 70. Nuestra previsión de cambio a mejor en 2S20 sigue su curso, incluso de manera más rápida. Revisamos nuestras estimaciones de PIB hasta +1,9% en 2020 (vs +0,5% ant), +7,6% en 2021 (vs +6,6% anterior) y +5,7% en 2022 (sin cambios).

Nuestra previsión de cambio a mejor sigue su curso, incluso de manera más rápida.

India: La macro refleja un impacto brusco del CV19 en el Consumo, la Inversión y las Exportaciones. India está en los primeros puestos del ranking por contagios en CV19, con una capacidad limitada en el plano fiscal y sanitario. El PIB se desploma **-23,4% en 2T20** (vs +3,1% en 1T20) y no se atisba un cambio rápido a mejor en 2S20. La **tensión** fronteriza con China amenaza con trasladarse al plano comercial y aún no ha concluido el **saneamiento** del sistema financiero. La caída en el precio del petróleo es un balón de oxígeno que compensa sólo parcialmente el impacto del CV19. Nuestras previsiones reflejan una caída de -9,0% en el PIB 2020 (vs -2,2% ant.) y una recuperación hasta +7,8% en 2021 (vs +6,3% ant.) y +6,3% en 2022 (vs +6,5% ant). Estimamos un recorte en el tipo de interés de referencia hasta el 3,50% (-50 pb) porque el repunte de la Inflación es transitorio y la debilidad del dólar afloja la presión sobre la divisa.

India refleja un impacto brusco del CV19 y está entre los primeros puestos del ranking por contagios en CV19.

Brasil: Afronta la mayor recesión de su historia con una caída de -11,4% en el PIB 2T20 (vs -0,2% en 1T20) y situarse entre los países con más contagios por CV19. La política de estímulos fiscales es ambiciosa, pero el **Déficit Fiscal** alcanza ~12,2%/PIB (vs 5,9% en 2019) y pone en riesgo el **rating** (actualmente en BB- por S&P). Los tipos de interés están en mínimos históricos y la Inflación es de apenas 2,4% (agosto). La buena noticia es que se atisba un cambio a mejor en los indicadores de **actividad**.

Brasil, la actividad se reactiva, pero el Déficit alcanza el 12,2% del PIB y pone en riesgo el rating.

El PMI Compuesto vuelve a zona de **expansión** gracias a la recuperación industrial y el repunte en el precio de las materias primas. En este entorno, estimamos un recorte adicional en el tipo de interés de referencia hasta 1,75% (-25 pb) en 2020 para contrarrestar el impacto del CV19 y apuntalar la recuperación en 2021. Revisamos nuestras previsiones de PIB hasta -5,6% en 2020 (vs -6,1% ant.), +3,9% en 2021 (vs +3,3% anterior) y +2,5% para 2022 (sin cambios).

Rusia: Afronta el CV19 con un **sector exterior** muy debilitado. Las **Exportaciones** registran caídas cercanas al 30,0% por la debilidad de los precios de la energía. La estrategia competitiva de Arabia Saudí y el descenso en la demanda global complican sobremanera la gestión de una economía dependiente del petróleo. A pesar de todo, se aprecia un cambio a mejor en los indicadores de **actividad**. El PMI Compuesto vuelve a zona de expansión gracias a la reapertura de las economías y una política monetaria laxa. El tipo de interés de referencia baja a mínimos históricos (4,0% vs 6,25% en 2019) y estimamos una bajada adicional de -25 pb hasta 3,75% en 2020. La presión sobre el Rublo tiende a relajarse y la Inflación (3,6% en agosto) se aleja del objetivo (~4,0%). Revisamos nuestras previsiones de PIB hasta -5,5% (vs -6,0 ant.) en 2020, +3,1% (vs 2,8% anterior) en 2021 y +2,3% para 2022 (sin cambios).

Rusia afronta el CV19 con el sector exterior muy debilitado, aunque se aprecia un cambio a mejor en los indicadores de actividad.

Estrategia de Inversión 4T 2020

México: Sigue siendo uno de los Emergentes más impactados por el CV-19. Su PIB del 2T se contrajo más de lo esperado hasta -18,7% vs -12,0% estimado. Los dos factores que más han influido son: (i) **la gestión del CV-19** por parte de su Gobierno, con medidas insuficientes y aplicadas más tarde de lo deseable; y (ii) **su Sector Exterior**, muy impactado por la contracción de las Exportaciones de Petróleo (-36% en el 2T y, sobre todo, precios históricamente bajos y malas perspectivas) y materiales de siderurgia y automoción (-16% y -9% respectivamente). Además, sus Importaciones se encarecen cada vez más por la depreciación tan aguda del Peso Mexicano vs Dólar (-15% en 2020).

Los indicadores adelantados tampoco son buenos. El PMI Manufacturero de agosto ha mejorado hasta 41,3 (vs 35,0 mínimo en abril), pero aún lejos de la zona de expansión (≥ 50); y la Confianza del Consumidor sigue siendo históricamente baja en 35,1 (agosto) vs 43,8 hace un año. Además, en este último caso, la Confianza ya estaba empeorando incluso antes de la llegada del CV-19.

Revisamos **a la baja** nuestras estimaciones del PIB'20 hasta -14,0% estimado vs -9,6% anterior. Sobre todo por:

- (i) **Un mayor impacto en el Turismo del 3T** (PIB 3Te -30% vs -23,0% estimado anterior)
- (ii) **La debilidad industrial** estimada en el 4T, con impacto en su producción y exportación de petróleo y autos. Además, seguimos pensando que ni siquiera el T-MEC, en vigor desde julio, pueda estimular lo suficiente sus manufacturas.
- (iii) **La depreciación de su divisa**, que seguirá encareciendo sus Importaciones, acelerando el IPC (+4% a/a en agosto) y **dificultando al Banco Central de México nuevas bajadas del Tipo Director** para estimular la economía (porque a menores tipos, más depreciación y mayor IPC).

Por otro lado, el **plan de infraestructuras** que su Gobierno proyectó para 2020 (Plan de Oaxaca) **se sigue retrasando**. Era la "piedra angular" para el crecimiento económico e incentivación de la inversión privada, pero lo más probable es que se retrase hasta la segunda mitad de 2021.

Todos estos factores podrían provocar que el *rating* de México caiga hasta "bono basura" provocando un aumento de sus costes de endeudamiento y una mayor depreciación de la divisa.

En definitiva, **seguimos viendo mucho riesgo en México** por su dependencia a sectores absolutamente cíclicos (Energía, Industriales, Turismo) y la incertidumbre política (gestión divisa y banco central). Sin olvidar que Pemex, la mayor petrolera de México, representa el 5% de su PIB y ya está calificada como "bono basura".

Turquía: Es el "milagro" de los Emergentes. Su PIB del 2T ha sido mucho mejor de lo estimado, con una contracción de -9,9% vs -16% estimado y +4,5% en el 1T. Es uno de los países del mundo con más casos positivos de CV-19 pero, sin embargo, con una de las tasas de mortalidad o impacto en la salud más bajas. Esto le ha permitido mantener en funcionamiento su economía con mayor facilidad (recordamos que sólo aplicó cuarentenas al 40% de la población y con medidas muy puntuales).

Uno de los Emergentes más impactados por el CV-19. Su PIB 2T peor de lo esperado hasta -18,7% vs -12% estimado.

Mayor lastre en su Sector Exterior: petróleo y siderurgia.

Los indicadores adelantados tampoco son buenos. PMI Manufacturero en contracción y Confianza del Consumidor aún en niveles históricamente bajos.

Revisamos a la baja nuestras estimaciones por: Turismo muy afectado, debilidad industrial y depreciación de su divisa.

A la espera del Plan Oaxaca (infraestructuras) previsto para 2020 pero que se retrasará al menos hasta el 2S2020.

Turquía es el "milagro" de los Emergentes. Su PIB 2T mucho mejor de lo estimado hasta -9,9% vs -16,0% estimado.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Los factores más importantes de su buena evolución han sido (i) su **Sector Público** prácticamente ha mantenido los niveles de Consumo respecto a 2019 (-0,8% a/a) y (ii) el **Consumo Privado** "sólo" se ha contraído un -8,6% a/a (comparado, por ejemplo, con México que se contrajo un -21% a/a). En este último caso gracias a las cuarentenas selectivas.

Factores positivos: Sector Público con gasto elevado y Consumo Privado resiliente.

Pero además **los indicadores adelantados mejoran a gran velocidad**. El **PMI Manufacturero** ha conseguido pasar del mínimo al máximo histórico en sólo 3 meses (33,4 abril a 56,9 julio), y la última lectura de agosto se mantiene en 54,3. Y la **Confianza Económica** ha rebotado en agosto hasta 85,9 desde 51,3 del mínimo en abril. Es decir, indicadores adelantados igual o mejor que en meses antes de la pandemia.

Mejoramos nuestras estimaciones para 2020 porque su dependencia a la economía europea le ayudará.

Mejoramos nuestras estimaciones de PIB 2020 hasta -1,6% vs -3,1% anterior estimado. El motivo principal: **la dependencia a la economía europea** (Alemania y Reino Unido). En el caso de Alemania, es uno de los países europeos con mejor evolución en términos industriales y que dará soporte a Turquía con un aumento de su Demanda. Y, en el caso de Reino Unido, el Brexit es una oportunidad para Turquía porque Reino Unido buscará aumentar su relación con los demás socios comerciales.





También es importante seguir de cerca la divisa. La Lira Turca se ha depreciado un -35% frente al euro desde enero y es un **arma de doble filo**. Por el lado positivo, una Lira barata frente al euro beneficiará (aún más) las Exportaciones industriales a Europa (sobre todo en el S. Autos). Pero, por el lado negativo, las Importaciones serán más caras y acelerará el IPC. Esto es malo porque los precios actualmente aceleran en +11% vs +5% objetivo. Por este motivo su **Banco Central ha subido en septiembre el Tipo Director por sorpresa hasta 10,25% desde 8,25%**. Una decisión que reduce los estímulos económicos aplicados hasta el momento (mejora de las condiciones de financiación), pero necesaria para evitar una nueva hiperinflación (ya vivida en 2018).

Pero sigue teniendo dos factores de riesgo importantes: el riesgo político (regulación) y de divisa.

En definitiva, Turquía sorprende de nuevo positivamente y estimamos que será **uno de los emergentes con mejor evolución en 2020**. Pero sigue teniendo dos factores de riesgo importantes: (i) Político (regulación comercial y relaciones internacionales) y (ii) de divisa (muy volátil y limitando a su Banco Central).

Estrategia de Inversión 4T 2020

Perspectivas para las principales divisas

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2020)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,14/1,19	La tendencia depreciatoria del dólar se acelera por un enfoque más "dovish" de la Fed; la gradual reapertura de las economías que alivia su condición como divisa de reserva por excelencia; la reactivación de las tensiones con China y la proximidad de las elecciones de noviembre y la incertidumbre en cuanto a su desenlace. Por el lado del Euro, varios factores también han apoyado su fortalecimiento: la mayor cohesión materializada en la aprobación del Fondo Europeo de Recuperación y la emisión de deuda conjunta para su financiación y la reactivación de Alemania que se erige en motor económico de Europa y reduce el diferencial de crecimiento con EE.UU. Aunque la tendencia a medio plazo del dólar sigue siendo suavemente depreciatoria, en los próximos meses esperamos cierta estabilización en el cruce. La clarificación del panorama tras las elecciones en EE.UU. y una recuperación económica más vigorosa deberían fortalecer al dólar, mientras que en Europa la proximidad del Brexit podría devolver cierto nerviosismo a final de año. Estimamos un rango EURUSD para finales de 2020 en 1,14/1,19 y 1,17/1,23 para 2021.	Lateral 
Yen	119/123	El yen mantendrá su patrón habitual: apreciarse cuando aumente la aversión al riesgo, pero sin perder su tendencia estructural depreciatoria. Una política monetaria ultra laxa y los importantes problemas estructurales de Japón (envejecimiento poblacional, alto endeudamiento, elevado déficit primario, baja tendencia al consumo, inflación ultra reducida, etc.) son las principales razones. Nuestras estimaciones fijan un cruce para el euroyen de 119/123 en 2020, 122/128 para 2021 y 123/129 en 2022.	Depreciatoria 
Franco Suizo	1,07/1,12	El Franco Suizo, divisa refugio por excelencia, llegó a situarse en 1,05/€ en abril/mayo para posteriormente rebotar hasta 1,08/€ en junio. Desde mediados de julio se encuentra en un rango lateral (1,074/1,084/€). El compromiso por parte del SNB es claro, no permitirá una mayor apreciación de su divisa y dispone de reservas para intervenir siempre y cuando sea necesario. En este contexto, mantenemos nuestra estimación para el €/CHF en 1,07/1,12 para 2020 y 1,09/1,14 en 2021.	Lateral 
Libra	0,90/0,95	La libra es probablemente la que más directamente está sufriendo el impacto de la incertidumbre del <i>Brexit</i> y la posibilidad de que el BoE lleve los tipos de interés al terreno negativo. En este sentido, no descartamos de ver recortes adicionales de aquí a final de año mientras duren estas incertidumbres (rango 0,90/0,95€/GBP para 2020 vs 0,87/0,94 €/GBP ant.). Sin embargo, a medio plazo el fuerte plan de estímulos económicos del gobierno debería servir para recuperar progresivamente la confianza en la economía y la divisa. Para 2021 esperamos cierta recuperación de la libra en el rango 0,86/0,91€/GBP (ant. 0,83/0,87€/GBP).	Lateral / Depreciatoria 

Estrategia de Inversión 4T 2020

2. España y Portugal.

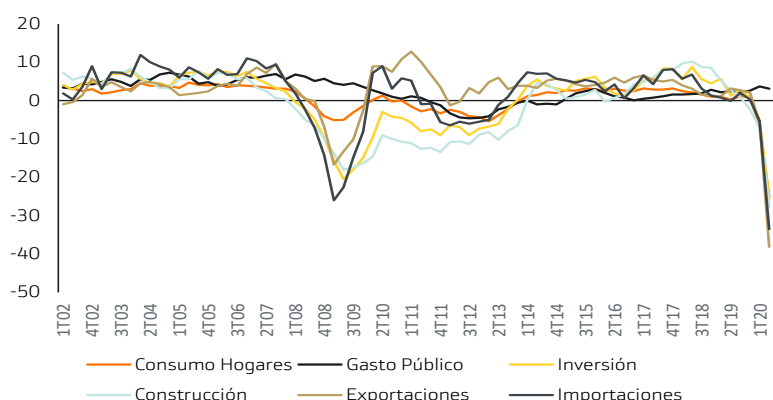
2.1.- España: "El COVID-19 golpea duro. Foco en Presupuestos y Fondo de Recuperación Europeo. Momento de reformas estructurales y competitividad."

La temporada turística ha quedado anulada por el alza de los rebrotes y por las cuarentenas impuestas por varios países de nuestro entorno. Ello nos llevó a revisar a la baja nuestro escenario de crecimiento de PIB en 2020 hasta -12,2%/-14,0% (vs -7,1% anterior) ya el [11 de septiembre](#). En 2021, el PIB crecerá con fuerza, hasta +9,6%/+4,4% vs +2,3% anterior y en 2022 +1,5% vs +0,9% anterior. El Fondo de Recuperación Europeo es el principal balón de oxígeno, por el importe 140.000Mn€ (subsídios directos 72.100M€ ó 6,6% PIB) y porque exigirá la introducción de reformas estructurales (entre ellas Pensiones y Mercado Laboral) que sienten las bases de un crecimiento económico más sólido y mejoren la competitividad. No obstante, debe existir un programa concreto de medidas, que debe ser remitido y aprobado por Bruselas. También el foco estará en los Presupuestos Generales del Estado 2021, en un momento en el que la optimización del gasto alcanza una importancia crucial.

La crisis de COVID-19 ha impactado en España de forma mucho más brusca que en el resto de países de nuestro entorno y ello imposibilita una recuperación rápida de la demanda embalsada. En el 2T20 el PIB ha caído -21,5%, nivel que compara con -14,7% de media europea.

La crisis del COVID-19 ha tenido un impacto superior que en el resto de países de nuestro entorno.

Gráfico 2.1.1: Evolución Componentes PIB



Fuente: Fuente: INE y Bloomberg. Elaboración: Análisis Bankinter

Esto ha provocado que la temporada turística haya quedado anulada.

Los rebrotes se están produciendo con más severidad y son numerosos los países que han impuesto cuarentenas a la llegada de turistas desde España. Este hecho ha anulada la temporada turística, lo que tiene impacto directo en términos de PIB (supone el 11,3%). El fuerte impacto en el Turismo es lo que nos llevó a comienzos de septiembre ([Link al Informe](#)) a revisar a la baja nuestras previsiones de crecimiento: hasta -12,2%/-14,0% vs -7,1% anterior. Como referencia, la llegada de turistas internacionales se ha reducido -75% en julio. Solo Reino Unido, principal país de procedencia de los turistas que nos visitan, -83%. El Turismo internacional representa el 66% del total y estimamos que caerá este año -79% vs -50% estimación anterior. Mientras que el Turismo nacional, 34% del total, -51% vs -20% anterior. Estimamos que los ingresos procedentes del Turismo ascenderán al 31% de los obtenidos el año previo, frente al 60% estimado en marzo. Esta reducción es la que justifica la fuerte revisión a la baja del PIB este año. En 2021 el PIB crecerá con fuerza, hasta un rango +9,6%/+4,4% vs +2,3% anterior, impulsado porque la introducción de una vacuna permitirá la recuperación del Turismo y de la

Por ello, revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento 2020 hasta -12,2%/-14,0% vs -7,1% anterior.

Estrategia de Inversión 4T 2020

demanda embalsada. Tras el fuerte ascenso en 2021, lo razonable sería asistir a un crecimiento más normalizado en 2022, hacia +1,5%

El Fondo de Recuperación europeo se configura como el principal balón de oxígeno para nuestra economía, por dos motivos. Por un lado, el volumen de los fondos, **140.000Mn€** (subsidiados directos 72.100M€, 6,6% PIB). Destinados a proyectos alineados con la transición ecológica, digitalización y formación profesional y que permitan que, una vez recuperada la demanda, no sea necesario también recuperar la estructura productiva porque se haya evitado la quiebra de empresas. En segundo lugar y más importante todavía, es que **forzará la introducción de reformas estructurales que permitan un crecimiento económico más sólido en los próximos años**. Reformas que deberían ir dirigidas, entre otros ámbitos, al Mercado Laboral y al Sistema de Pensiones.

- (i) **Mercado Laboral: uno de los principales riesgos de esta crisis es que se destruya empleo de manera estructural.** Es fundamental que aumente el número de personas incorporadas al mercado laboral, elevar su flexibilidad y terminar con la asimetría. Es decir, existe un elevado número de personas con contrato indefinido, pero también tenemos uno de los niveles de temporalidad más altos de la Unión Europea. En nuestra opinión, **el empleo debería ser impulsado con incentivos fiscales, con reducción de impuestos directos o de cotizaciones sociales.** La crisis del COVID-19 ha tenido un impacto directo. Como referencia, en lo que llevamos de año el número de afiliados a la Seguridad Social se ha reducido en -629.950 personas. En este sentido, los ERTes suponen un alivio, pero es importante su extensión en determinados sectores especialmente vulnerables, como el Turismo.
- (ii) **El Sistema de Pensiones requiere de una reforma urgente.** Su concepción presente está sujeta a reflexión por varios motivos. En primer lugar, los cambios demográficos: la pirámide poblacional ha pasado a estar invertida porque la tasa de fertilidad en España se encuentra entre las más bajas del mundo y la población cada vez es más longeva. Por otra parte, el Déficit de la Seguridad Social ha aumentado considerablemente en los últimos años, a pesar de un contexto económico benigno, por el deterioro de las variables del sistema. Como referencia, en Cotizaciones Sociales recaudamos en torno a 131.000M€ y el gasto en Pensiones asciende a 145.000M€, aproximadamente. Finalmente, se ha producido una disminución de la cotización media: pronto comenzarán a jubilarse los *babyboomers*, a lo que se une la incorporación cada vez más tardía al mercado laboral y un menor salario de entrada al sistema.

El Fondo de Recuperación europeo se configura como el principal balón de oxígeno para nuestra economía.

Forzará la adopción de reformas estructurales en ámbitos como el Mercado Laboral o las Pensiones.

Nuestra estimación de PIB 2021 no incluye ninguna aportación de las ayudas directas de los fondos europeos (72.100M€) puesto que todavía no conocemos los programas que se presentarán. Se recibirán a lo largo de los próximos seis años y supondrán un crecimiento adicional a nuestras estimaciones. Un Escenario Optimista contempla que el 50% de las ayudas serán recibidas en los primeros dos años: 30% en 2021 y 20% en 2022. Recibiremos 20% en 2023 y en el resto de los años será 10% lineal. De confirmarse este escenario, al crecimiento de 2021 habría que añadir +2,0% de PIB, +1,2% en 2022 y 2023 y +0,6% en los años siguientes. No obstante, podría no producirse en estos plazos si tenemos en cuenta que todavía no hay proyectos definidos.

Y permitirá un crecimiento económico más sólido en los próximos años.

Estrategia de Inversión 4T 2020

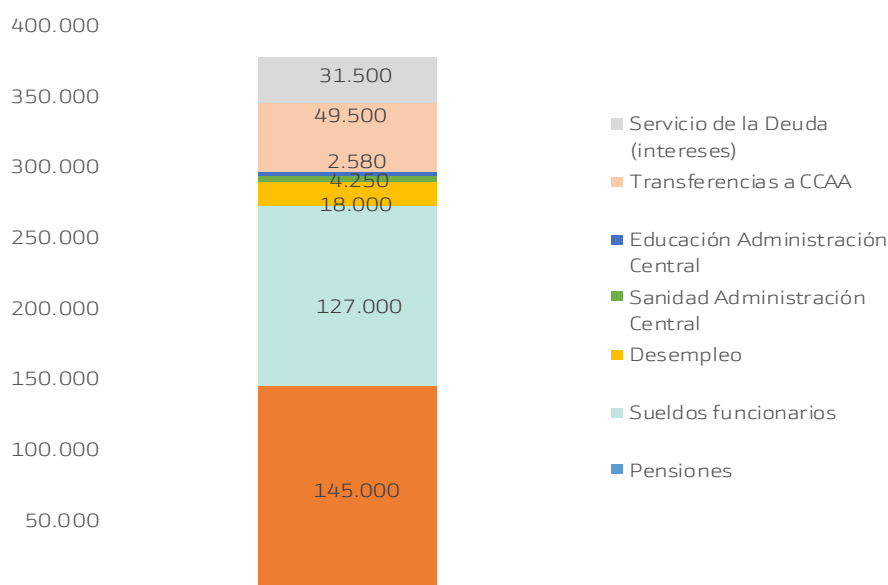
Los Presupuestos Generales del Estado 2021 son uno de los principales retos de corto plazo. Su importancia es máxima puesto que sobre ellos se configura la actividad económica en el próximo año. Y en esta ocasión todavía más puesto que deben gestionar la reconstrucción económica y social tras la crisis del COVID-19. En primera instancia, el Consejo de Ministros debe aprobar el Proyecto de Ley y remitírselo al Congreso antes del 1 de octubre. Una vez realizado este proceso, deberá ser aprobado y tramitado por las Cortes antes del final del año. Si no sucediera esto, el 1 de enero volvería a gobernarse con los PGE2018, cuando el cuadro macroeconómico era absolutamente diferente al que enfrentamos ahora: PIB estimado este año -12,2%/-14% vs +2,4% en 2018. Por lo tanto, lo conveniente sería alcanzar un acuerdo en plazos. No aprobar Presupuestos no compromete las ayudas europeas. No obstante, debemos diseñar unos presupuestos capaces de reactivar la economía y en un plazo determinado de tiempo. **El no hacerlo y la falta de consenso empeoraría nuestra imagen exterior.** Las Agencias de Calificación Crediticia podrían reaccionar negativamente sino se presentan a tiempo proyectos para el Plan de Recuperación y si no se alcanza un acuerdo en PGE21, tal y como alertó Moody's (Baa1, Estable). S&P mantuvo el *rating* a España en A-, pero redujo su Perspectiva a Negativa aludiendo para ello el impacto del COVID-19 y la posibilidad de no alcanzar un acuerdo en los PGE21.

Los Presupuestos Generales del Estado 2021 son uno de los principales retos de corto plazo.

Las cuentas públicas se verán claramente mermadas este ejercicio. No obstante, de cara a los próximos Presupuestos Generales del Estado, la clave no será tanto un análisis de la recaudación sino una **reflexión sobre la estructura de costes.** Es decir, sería conveniente eliminar gastos superfluos y ganar confianza de cara al exterior. Como se puede ver a continuación, existe poco margen de maniobra para invertir en estructura productiva si se atiende al esquema de gasto de los Presupuestos de 2018.

La clave es una reflexión sobre la estructura de costes.

Gráfico 2.1.2: Principales partidas de Gasto, con referencia PGE18.



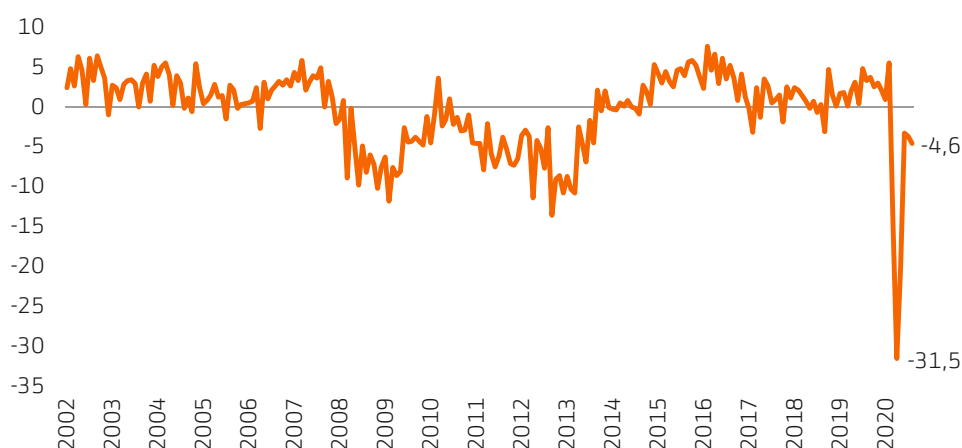
Fuente: PGE2018. Elaboración: Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 4T 2020

Por lo tanto, un alza impositiva no es la solución. Menos en un momento de desaceleración económica severa, especialmente por el consumo. España asume una presión fiscal, entendida como ratio entre recaudación y PIB, inferior al promedio de la Unión Europea. No obstante, es un cálculo muy básico e insuficiente. En nuestra opinión, sería mucho más interesante introducir aspectos como renta per cápita o tamaño poblacional (índices Henry Frank y Richard Bird). Porque la realidad es que el esfuerzo que tiene que hacer la población española en términos impositivos es superior a la mayoría de los países de nuestro entorno. Pensemos que la renta per cápita española en 2019 ascendió a 25.200€ frente a 43.870€ de Suecia o 69.890€ de Noruega. **Una mayor presión impositiva tendría un impacto directo en términos de Consumo, principal partida del PIB, y que en 2T20 ha descendido -25,2%.** Además, está muy amenazado en un momento de alza del desempleo, de caída de la actividad económica, de restricciones y cuarentenas selectivas y de pérdida de confianza. Todo ello, ha quedado materializado en la reducción de las Ventas Minoristas.

Una mayor presión impositiva tendría un impacto directo en términos de Consumo, principal partida del PIB, y que en 2T20 ha descendido -25,2%.

Gráfico 2.1.3: Ventas Por Menor



España enfrenta la situación más compleja de los últimos años. La clave en este contexto son las ayudas de la Unión Europea y las reformas estructurales.

Fuente: Fuente: INE y Bloomberg. Elaboración: Análisis Bankinter

En conclusión, **España enfrenta la situación más compleja de los últimos años.** La pandemia ha tenido un impacto especialmente fuerte y ha anulado la temporada turística. Además, las medidas introducidas para reducir el impacto, fundamentalmente apoyo a pymes mediante flexibilización fiscal y avales, **son menos generosas que las introducidas por otros países** y no suponen ayudas directas relevantes en liquidez, lo que es más efectivo y podría salvar a determinados sectores como el Turismo.

La clave en este contexto son las **ayudas de la Unión Europea por 140.000Mn€** (subsidiarios directos 72.100M€, 6,6% PIB). Y, especialmente, que estarán condicionadas a la introducción de **reformas estructurales** que permitan un crecimiento económico más sostenible en los próximos años. Estas reformas deberían incluir campos cruciales para nuestra economía como el Mercado Laboral o el Sistema de Pensiones, que **permitan mejorar la competitividad.** Finalmente, es fundamental que se alcance un acuerdo que permita unos **Presupuestos Generales del Estado 2021, con un gasto más eficiente, y no se produzcan alzas impositivas que puedan lastrar la actividad económica y, particularmente, el consumo.**

Es fundamental que se alcance un acuerdo que permita unos nuevos Presupuestos Generales del Estado 2021, con un gasto más eficiente y productivo.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Tabla 2.1.4: Resumen estimaciones principales indicadores económicos y detalle del PIB 2016r/22e

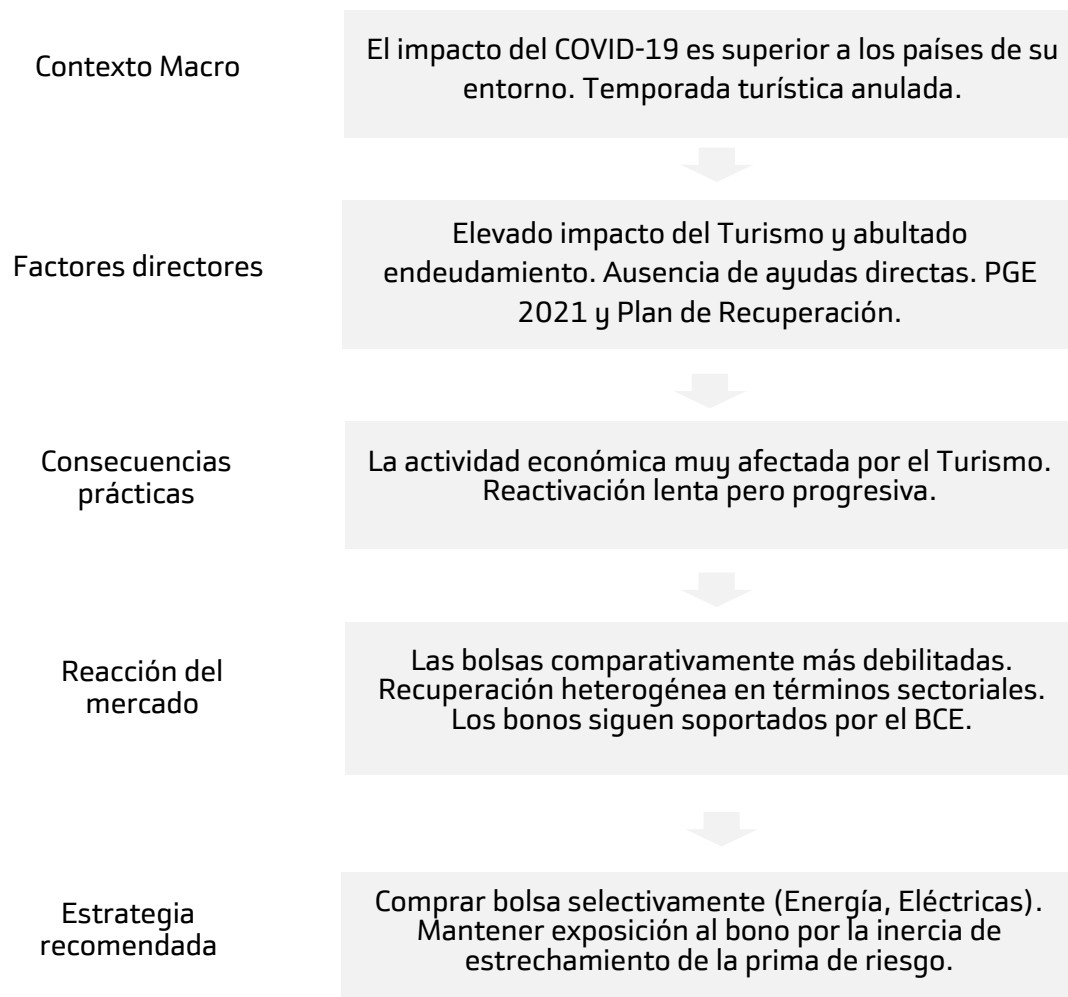
España: Cifras clave (%)	2016	2017	2018	2019	2020			2021			2022		
					Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	3,0	2,9	2,4	1,9	-14,0	-13,1	-12,2	4,4	7,0	9,6	1,0	1,5	2,0
Consumo Privado	3,0	3,0	1,8	0,9	-19,9	-19,4	-16,4	5,8	8,3	11,3	1,0	1,5	1,9
Consumo Público	1,0	1,0	1,9	2,4	3,7	3,5	3,2	2,0	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Formación Bruta Capital Fijo	2,4	5,9	5,3	2,7	-14,0	-13,6	-13,3	2,1	3,3	6,5	1,2	1,6	1,4
Demanda Interna	2,1	3,1	2,7	1,4	-12,9	-12,4	-11,1	4,0	5,6	7,9	1,2	1,6	1,8
Exportaciones	5,4	5,6	2,2	2,3	-26,9	-25,4	-25,2	5,4	10,3	12,8	1,0	1,5	3,3
Importaciones	2,7	6,6	3,3	0,8	-26,5	-26,5	-23,5	4,3	6,5	8,0	2,0	2,0	3,0
Demanda Exterior	0,9	-0,2	-0,4	0,6	-1,0	-0,8	-1,2	0,4	1,4	1,7	-0,3	-0,1	0,2
Déficit Público	-4,3	-3,0	-2,5	-2,7	-14,0	-12,0	-10,0	-11,0	-9,0	-7,0	-8,0	-6,5	-5,0
Deuda Pública	99	98,1	97,6	95,5	126,7	123,5	120,4	131,3	124,4	117,9	124,5	129,1	111,9
Tasa de Paro (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	24,0	23,2	22,4	20,0	17,6	15,3	20,7	17,1	13,5
IPC	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,4	0,0	0,4	0,2	0,6	1,0	0,6	1,0	1,4

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

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

Perspectiva sobre España

Escenario Central



Estrategia de Inversión 4T 2020

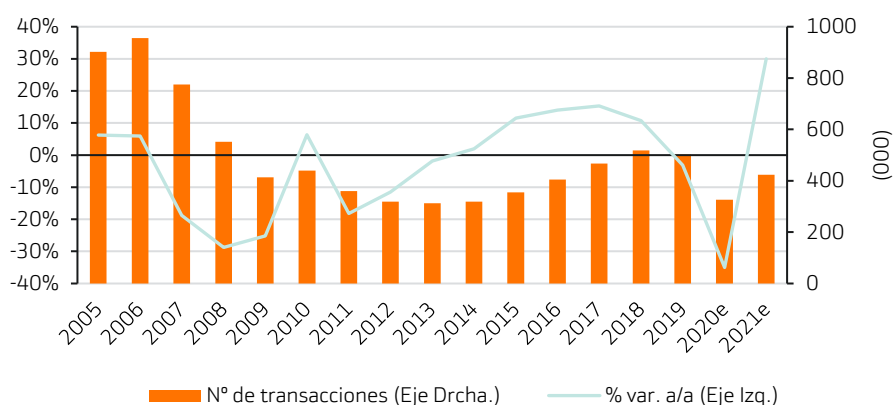
2.1.2- Sector Inmobiliario: Los precios de vivienda caerán -9% entre 2020 y 2021

Covid-19 ya está teniendo un impacto significativo sobre la actividad inmobiliaria, con las **Transacciones de Vivienda** cayendo -40% desde marzo. La actividad seguirá siendo baja en los próximos trimestres y mantenemos nuestra estimación: **-35% en 2020**. En lo que a **precios de vivienda** se refiere, la rebaja de nuestras previsiones para la economía española, la ralentización del proceso de recuperación, y el mayor impacto del virus sobre el empleo, nos hacen prever una menor demanda de vivienda en los próximos 18 meses. Por tanto, **rebajamos nuestras estimaciones de precios de vivienda hasta -9% entre 2020 y 2021**, desde -6% anterior. Esta caída se repartirá en -4% en 2020 y -5% en 2021, y sólo el entorno actual de tipos de interés bajos evitará caídas superiores, por menores costes de financiación y mayor atractivo de la rentabilidad de la vivienda por alquiler. En cuanto a los **activos patrimonialistas**, COVID-19 podría suponer un impulso definitivo para el teletrabajo y el comercio electrónico, afectando a la rentabilidad de oficinas y centros comerciales. Las valoraciones de los hoteles también sufrirán rebajas. Nuestra preferencia es hacia activos logísticos.

Mantenemos nuestra estimación de **-35% en Transacciones de Vivienda para 2020**, hasta 326k transacciones, volviendo a niveles mínimos del periodo 2012 a 2014. Tras caer -25% en la primera mitad del año y -40% desde que comenzará el virus en marzo, el número de operaciones seguirá siendo bajo en los próximos trimestres por un entorno todavía de **elevada incertidumbre sobre la economía** y la ampliación de la horquilla entre precios de venta y de compra. De cara a **2021**, **prevedemos una fuerte recuperación de la actividad, +30%** en transacciones de viviendas, aunque sin recuperar los niveles previos al virus. Habrá que esperar hasta 2022 para alcanzar de nuevo las 500.000 transacciones.

La actividad inmobiliaria seguirá siendo baja en los próximos trimestres.

Gráfico 2.1.1: Transacciones de vivienda.



Fuente: Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

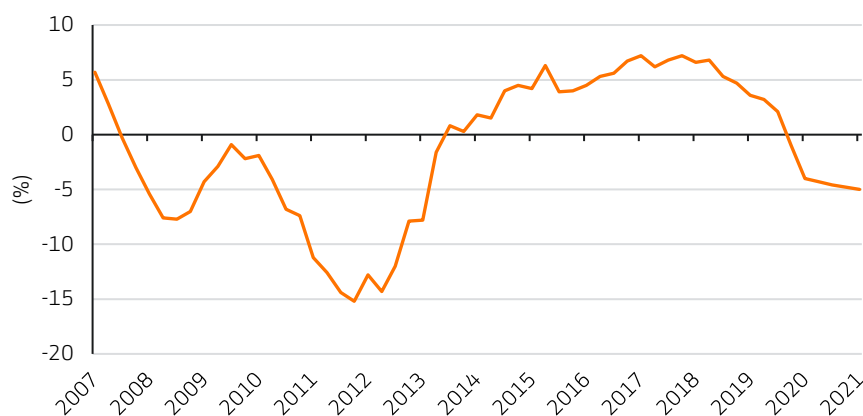
La rebaja de estimaciones para España y su mayor impacto en el empleo, nos llevan a **rebajar nuestras previsiones de precios de vivienda**. Covid 19 tendrán un impacto conjunto superior al **-9% (vs. -6% anterior)**, que se repartirá entre 2020 y 2021 (-4% y -5% respectivamente). Nuestra estimación preliminar era un impacto concentrado en 2020 (-6%) y estabilización en 2021. En este escenario, los **precios de suelo finalista podrían sufrir retrocesos superiores al -20%**.

Rebajamos nuestras estimaciones de precios de vivienda hasta -9% entre 2020 y 2021 (vs. -6% anterior)

Estrategia de Inversión 4T 2020

Estimamos que el recorte de precios será mayor en vivienda de segunda mano, especialmente en zonas céntricas de grandes ciudades, que en los de vivienda nueva. COVID-19 favorecerá el traslado de parte de la población desde el centro de las ciudades a la periferia.

Gráfico 2.1.1: Precios de Vivienda libre.



Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

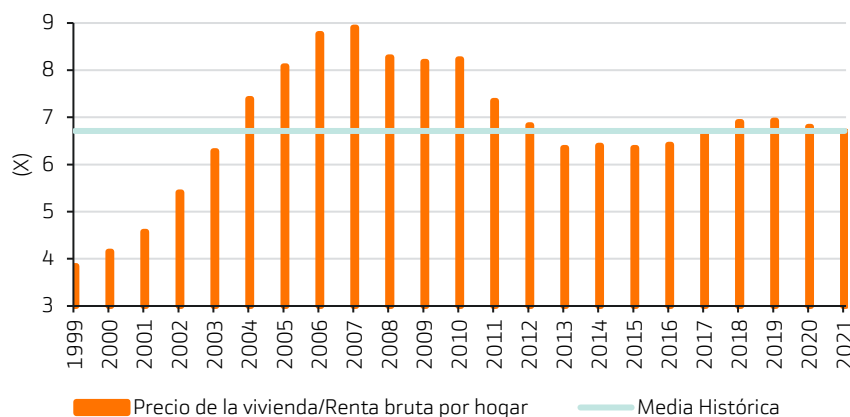
El **entorno de tipos de interés bajos** evitará que los precios de vivienda caigan por debajo de su media histórica con respecto a los ingresos familiares (6,7x). Esto se explica por:

El entorno de tipos bajos evitará un ajuste de precios aún mayor.

- (i) **Menor coste de financiación.** La tasa de esfuerzo, o porcentaje de los ingresos familiares que se destina al pago de la hipoteca, se sitúa actualmente en el 30%, niveles mínimos desde 2003 y por debajo de su media histórica (35,0%). Esto gracias a un Euribor que continuará en negativo durante los próximos años.
- (ii) **Atractiva rentabilidad por alquiler en un entorno de tipos bajos.** La rentabilidad bruta de la vivienda es del 3,7% de media en España, muy por encima de la de otros activos considerados de bajo riesgo, como el bono español a 10 años (0,24%).

Estrategia de Inversión 4T 2020

Gráfico 2.1.1: Precio de vivienda / Renta bruta por hogar



Evitamos exposición a Oficinas, Centros Comerciales y Hoteles. Preferencia hacia activos logísticos.

Fuente: BdE. Elaboración: Análisis Bankinter

Los **activos patrimonialistas** están sufriendo cambios estructurales. COVID-19 ha dado un impulso definitivo al teletrabajo y al comercio electrónico, lo que llevará a menores ocupaciones y rentas de **oficinas y centros comerciales**. La rentabilidad de los **activos hoteleros** se verá perjudicada por una actividad turística que no recuperará niveles previos al virus hasta al menos 2023. **Tan sólo recomendamos exposición a activos logísticos**, que se ven beneficiados por el auge del comercio electrónico y la escasez de oferta.

Estrategia de Inversión 4T 2020

2.2. Portugal: "Un choque fuerte, con un efecto asimétrico sobre la economía portuguesa, pero que la encuentra en un momento positivo. Vemos señales de recuperación y pocos daños estructurales."

La mayor visibilidad sobre el efecto económico de la pandemia en la economía nos lleva a revisar nuestras previsiones anteriores para Portugal. De acuerdo con nuestro escenario central, prevemos una contracción del PIB portugués del -8,1% en 2020 y una recuperación gradual posterior de +5,7% en 2021 y +3,0% en 2022. El impacto del Covid-19 y de las medidas de confinamiento sobre la economía es fuerte, pero identificamos determinados indicios positivos, como son: (i) La inversión retrocede menos de lo esperado y el sector inmobiliario se mantiene resiliente. (ii) Las exportaciones ofrecen señales de una recuperación sólida, principalmente mercancías. (iii) El mercado de trabajo no registra un impacto tan fuerte como se preveía inicialmente. Prevemos una recuperación económica relativamente rápida, aunque con diferentes velocidades para los distintos sectores de la economía. El año 2021 será de recuperación. En 2022 la economía se aproximará a los niveles de 2019.

La evolución de la economía portuguesa durante el año 2020 y hasta ahora, ha estado muy en línea con nuestras previsiones iniciales. Las medidas de contención aplicadas durante el primer semestre se reflejaron en una fuerte caída de la actividad económica. En concreto, el segundo trimestre mostró una fuerte contracción en términos interanuales del -16,3% del PIB, muy ajustada a nuestra estimación (-16,6%).

En este momento ya hay una mayor visibilidad sobre la recuperación de la actividad económica post-pandemia. Cada vez está más claro que el impacto económico del Covid-19 fue extremo. A pesar de ello, este impacto fue menor al esperado por el consenso de mercado, en línea con nuestra visión inicial, pero la recuperación será gradual y algo desigual en términos de sectores de la economía. Esto también se aplica a la economía portuguesa. Una economía relativamente pequeña y muy abierta al exterior. Estos dos factores, combinados con el alto peso del sector turístico, dejan a la economía portuguesa en una situación de mayor vulnerabilidad ante este choque, en comparación con la media de las economías de la UEM. En el lado positivo, la situación actual en Portugal, en términos de crecimiento económico, reducción de la deuda y mejora de la demanda externa, mitiga parcialmente este efecto.

Beneficiándonos de una mayor visibilidad sobre la recuperación *post-covid*, **actualizamos nuestras estimaciones** para la evolución del PIB portugués. Nuestro escenario base asume una contracción **de -8,1% en 2020** (vs -5,6% en junio), **+ 5,7% en 2021** (vs + 4,2% en junio) y **+3,0% en 2022** (frente a + 4,2% en junio). De esta forma, se ve reflejada una recuperación más gradual y escalonada, también en término de sectores de la economía. La evolución prevista sitúa el nivel de PIB en 2022 aproximadamente al nivel de 2019, siendo 2021 un año de recuperación.

En cuanto a los principales constituyentes, la recuperación estará liderada por: (i) la recuperación gradual del Consumo Privado, (ii) la rápida reactivación del sector exterior, verificada en el frente de las exportaciones de bienes (aunque el fente de los servicios está rezagado, como se esperaba, debido a las restricciones de movilidad), (iii) el aumento del gasto público. En este último punto de los cabe señalar que el segundo trimestre de 2020 mostró una contracción, en términos reales. A pesar del aumento de costes que se esperaba, especialmente en las áreas de educación y de la salud, el cierre de establecimientos de atención al público parece haber anulado este efecto. Aun así, nuestra expectativa es que con la reapertura progresiva de la economía el gasto público aumente en el segundo semestre.

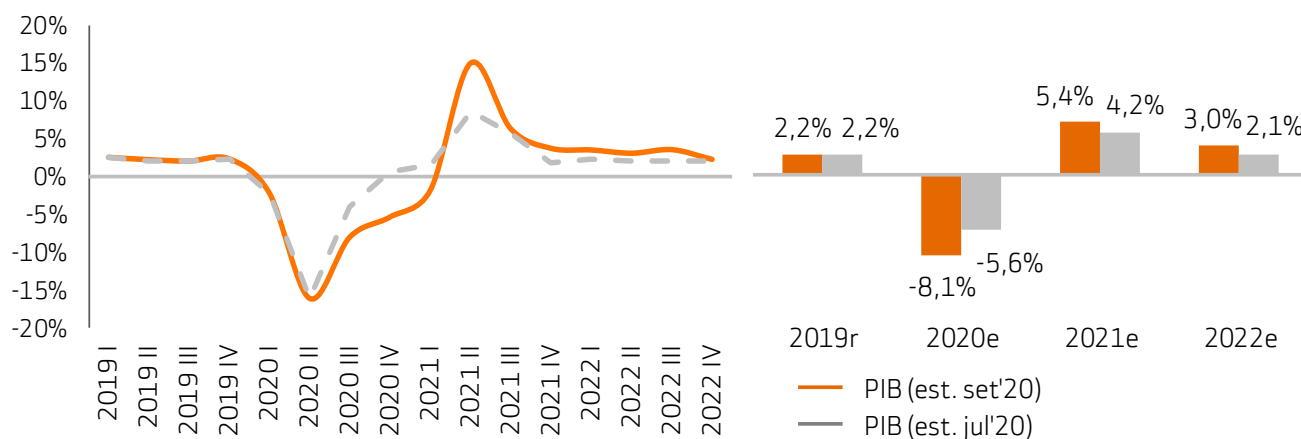
Nuestro escenario central asume una contracción del -8,1% en 2020 +5,7% en 2021 y +3,0% en 2022.

Nuestras proyecciones colocan el nivel del PIB 2022 aproximadamente al nivel de 2019. 2021 será el año de la recuperación.

Esperamos que el gasto público aumente en el segundo semestre, con la reapertura de la economía.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Gráfico 2.2.1. Estimaciones de crecimiento del PIB trimestrales y anuales.-



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Por el lado de la **inversión**, hemos visto una resiliencia por encima de lo esperado. A pesar del clima actual de incertidumbre, la inversión agregada cayó solo un -10% en el 2T, en términos homogéneos. El **sector de la construcción** contribuyó significativamente a esta caída relativamente contenida, al registrar una evolución positiva de +7% con respecto al mismo período del año anterior, prueba de la resiliencia del mercado inmobiliario y también resultado de mayores inversiones públicas.

La inversión refleja una solidez por encima de lo esperado.

En cuanto a la **Demanda Externa**, prevemos una recuperación más lenta de las exportaciones, principalmente por el lado de los servicios y con especial énfasis en el sector turístico. Un factor muy positivo ha sido la **tendencia de recuperación registrada por el lado de las exportaciones de bienes**, que alcanzaron niveles muy superiores a lo esperado en julio. Por otro lado, las importaciones también se vieron muy afectadas, pero se espera que se recuperen un poco más rápido, lo que tendrá un impacto negativo en el déficit comercial portugués en 2021 y 2022.

Las exportaciones de bienes reflejan una recuperación fuerte.

Un factor muy importante en la lucha contra la crisis actual, como habíamos destacado anteriormente, es asegurar que no se produzca un shock estructural en el mercado laboral. Es fundamental para la evolución de la economía portuguesa a medio plazo que no se produzca un deterioro estructural del paro. Hasta ahora las medidas fiscales implementadas por el Gobierno portugués han tenido éxito en este capítulo. Los ERTes implementados desde el primer momento impidieron que la tasa de paro aumentara bruscamente, desde los mínimos registrados hace apenas unos meses atrás.

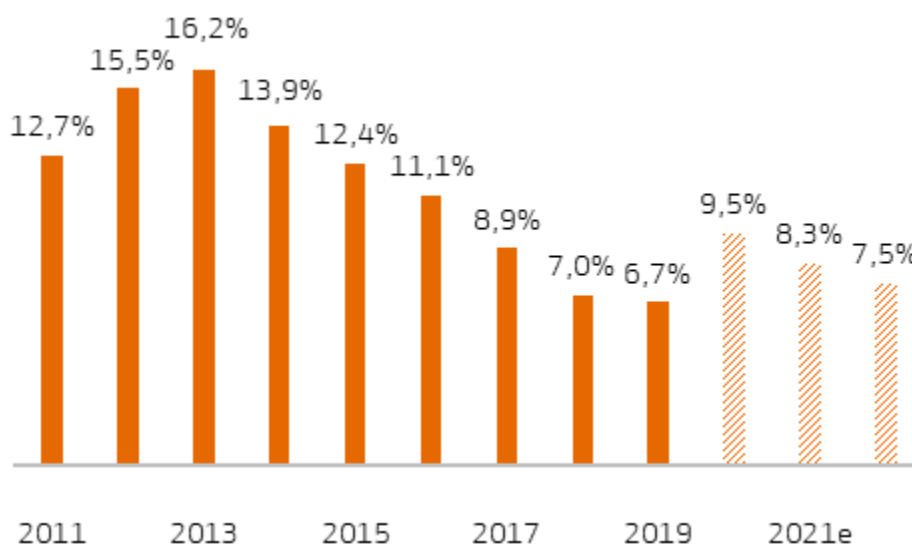
Revisamos al alza las proyecciones para el mercado laboral en Portugal.

Nuestro escenario central prevé una **tasa de paro del 9,5% a finales de 2020** y una recuperación hasta **8,3% en 2021** y **7,5% en 2022**. Esto supone una revisión a mejor con respecto a nuestras estimaciones anteriores, de 10,5% en 2020 y 9,5% en 2021. La extensión temporal del apoyo por parte del Gobierno con medidas de diversa índole ha hecho posible esta mejora de nuestras estimaciones. La medida más efectiva ha sido permitir que las compañías con caídas de ingresos superiores a -40%

Estrategia de Inversión 4T 2020

reduzcan las horas de trabajo de sus trabajadores. De este modo, su compensación relativa a las horas no trabajadas queda compartida entre la Seguridad Social (70%) y la empresa (30%). En respuesta a esta medida, deberíamos ver no solo un aumento en la tasa de paro en el corto plazo, sino también aumentos en la población inactiva y en el ratio de infraempleo.

Gráfico 2.2.2. Tasa de Paro.-



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

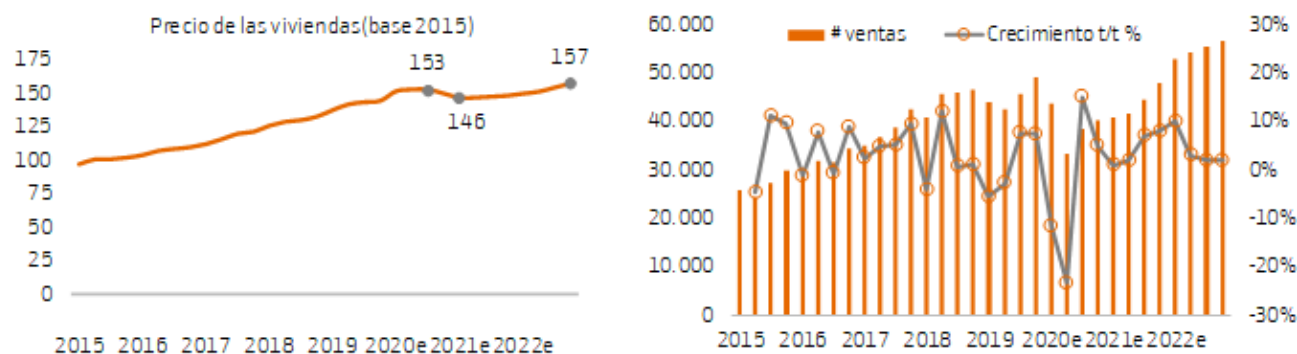
En cuanto al **mercado inmobiliario**, el sector ha mostrado mucha resiliencia hasta el momento. El número de transacciones en el tercer trimestre de 2020 cayó -23% respecto al 1T, pero los precios se mantuvieron estables, registrando incluso un leve aumento de +0,8% intertrimestral. Vemos natura la caída en el número de transacciones. Además del confinamiento, que habrá impedido que se realicen muchas visitas y se cierren contratos, la incertidumbre también habrá pesado sobre los potenciales compradores. En cuanto a los precios, en el agregado del año, el índice de precios de la vivienda acumula un aumento de +7,4% interanual y a pesar de todo lo sucedido.

Creemos que los precios en el mercado inmobiliario de Portugal siguen estando bien soportados. El contexto de **tipos de interés bajos durante un período prolongado y el diferencial entre la oferta y la demanda**, principalmente debido a la falta de oferta de nuevos alojamientos en el mercado, **apoyan el nivel de precios**. Nuestro escenario base incluye una caída máxima en los precios de -4% entre el tercer trimestre de 2020 y el segundo trimestre de 2021, a partir del cual esperamos una recuperación gradual. En términos anuales, esto equivale a un **aumento promedio de precios de +7,0% en 2020** (presupone un ajuste del -0,6% en el segundo semestre de este año). **Para 2021 y 2022 esperamos variaciones de -2,9% y +3,9%**, respectivamente. En este escenario, el número máximo de transacciones registradas en el 4T 2019 será superado ya en el 1T 2022.

El mercado inmobiliario sigue demostrando solidez. El número de transacciones cae, en línea con nuestras previsiones.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Gráfico 2.2.3. Mercado inmobiliario.-



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

En el capítulo de las **finanzas públicas**, esperamos una aceleración del gasto del Estado durante el segundo semestre del año. Al mismo tiempo, existe una relativa incertidumbre con relación a los ingresos fiscales, que también se verán impactados, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por las medidas de concesión de impuestos aplicadas por el ejecutivo.

Por estos motivos, revisamos ligeramente nuestra previsión para el **déficit fiscal** a **-7,8% en 2020**, **-4% en 2021** y **-2% en 2022** (frente a -6,7% en 2020 y -3% 2021 anterior). En la deuda pública, nuestro escenario base incluye una estimación del **138% del PIB en 2020** y recuperaciones graduales hasta **135% en 2021** y **132% en 2022**.

En definitiva, nos enfrentamos a un fuerte *shock* económico, pero que golpea a una economía portuguesa que está en un buen momento y más sólida que en el pasado. Si bien persiste la incertidumbre y se espera que la recuperación sea gradual y desigual, vemos una **reacción positiva de la economía y pocos daños estructurales en el mercado laboral y en la inversión hasta el momento**, factores fundamentales para las perspectivas económicas del país en el mediano plazo.

Revisamos ligeramente a la baja las estimaciones de la deuda pública y del déficit fiscal.

En resumen, esperamos una recuperación gradual de la economía, con pocos daños estructurales.

Perspectiva sobre Portugal

Escenario Central

Contexto Macro

El Covid-19 genera un choque profundo y asimétrico.
2021 es un año de recuperación.

Factores directores

Efecto del estímulo fiscal sobre la inversión y el
mercado laboral. Los estímulos monetarios
benefician al riesgo-país.

Consecuencias prácticas

La inversión cae por debajo de las expectativas. El
consumo se recupera rápidamente. Las
exportaciones se recuperan con más fuerza por el
lado de los bienes.

Reacción del mercado

Las bolsas siguen siendo apoyadas.
La volatilidad sigue siendo alta.
Recuperación heterogénea en términos sectoriales.
Bonos bien respaldados por el BCE.

Estrategia recomendada

Compra de acciones de forma selectiva (Energía,
Eléctricas). Mantener exposición a deuda soberana:
respaldado por el BCE, a pesar del menor potencial de
apreciación en precio
Comprar bonos corporativos (calificaciones IG)

Tabla de estimaciones macro (*):

Portugal, cifras clave (%)	2019e Central	Pesimista	2020e Central	Optimista	Pesimista	2021e Central	Optimista	Pesimista	2022e Central	Optimista
PIB	2,2	-10,0	-8,1	-7,0	3,0	5,7	5,5	2,0	3,0	3,0
Consumo Privado	2,3		-7,9			5,4			2,0	
Consumo Público	0,8		-0,1			1,6			0,0	
Inversión	6,7		-7,5			4,6			1,6	
Exportaciones	3,7		-18,3			16,3			6,1	
Importaciones	5,3		-14,9			14,5			4,2	
Déficit Público/PIB	0,2	-8,5	-7,8	-6,3	-5,5	-4,0	-2,5	-3,0	-2,0	0,5
Deuda Pública/PIB	117,7	142,4	138,0	134,0	138,0	135,0	130,0	135,0	132,0	125,0
TIR (10A, en Dic.)	0,4		0,2% / 0,5%			0,3% / 0,6%			0,4% / 0,7%	
Tasa de Páreo	6,7	11,0	9,5	8,5	10,0	8,3	7,5	9,0	7,5	6,8
IPC	0,8	0,0	0,1	0,2	0,0	0,5	0,8	0,5	1,0	1,5

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

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

Estrategia de Inversión 4T 2020

3. Ideas de inversión: Asignación de activos

La moderación en la recuperación comienza a ser la tónica en los datos macroeconómicos. Aunque las perspectivas a medio plazo siguen soportadas por unas políticas monetarias y fiscales aún más expansivas (como ejemplo, la novedad en Europa del Fondo de Recuperación); en los próximos meses identificamos varios focos relevantes de incertidumbre: (i) la evolución de los rebotes del Covid-19; (ii) el desenlace de las elecciones americanas (próximo 3 de noviembre) y, en menor medida (iii) en Europa, el final del período transitorio del Brexit.

En este entorno, reducimos tácticamente los rangos de exposición a Renta Variable (en 5 puntos para todos los perfiles de riesgo). El rango de exposición queda entre el 10% para los perfiles defensivos y el 65% para los más agresivos. Estratégicamente mantenemos nuestra visión positiva hacia la renta variable como clase de activo. Desde un punto de vista sectorial, Tecnología sigue entre nuestros preferidos ya que los múltiplos ajustados por el crecimiento esperado avalan las subidas. También esperamos que las Energías Renovables, Salud e Infraestructuras y más selectivamente Consumo, se vean favorecidos por expectativas de demanda sólida, lo que les da un perfil de "activos refugio" en momentos de más volatilidad. Desde un punto de vista geográfico, favoreceríamos la exposición al S&P500, con más peso en tecnología y EuroStoxx50.

En Renta Fija, mantenemos la preferencia por Crédito corporativo de alta calidad (IG), periféricos europeos y bonos del Tesoro de EE.UU., hasta 5 Años. Seguimos evitando bonos HY (High Yield) y emergentes.

El último trimestre del año estará marcado por tres aspectos que anticipan un otoño con mayores niveles de volatilidad en los mercados (y especialmente los dos primeros): (i) la incertidumbre por los recientes rebotes del Covid-19 que están conduciendo a nuevas medidas restrictivas en muchos países, a la espera de obtener visibilidad sobre el plazo de los posibles tratamientos/vacunas en estudio; (ii) la proximidad y desenlace de las elecciones americanas, el próximo 3 de noviembre, marcadas por la pandemia y los recientes disturbios sociales; y (iii) finalmente, un tercer foco de incertidumbre en Europa es el relativo al final del período transitorio del Brexit a final de año.

Los datos macroeconómicos han permitido confirmar nuestra expectativa de que estamos ante un shock de impacto por un factor externo, con correcciones históricas en los PIBs del 2T20, pero no más acusadas de las anticipadas (p.e. en EE.UU. el 2T20 fue -31,7% t/t anualizada vs -32,5% esperado o en Europa revisado a -14,7% a/a vs -15% esperado). Tras una recuperación inicial de los indicadores adelantados (PMIs cinco meses de subidas consecutivos de subidas en EE.UU. y la Euro Zona), éstos comienzan a dar muestras de un avance más moderado o ligeros descensos en Servicios, especialmente en Europa. Sin olvidar que la recuperación está siendo asimétrica por sectores y geografías (más afectados los dependientes de los servicios vinculados a movilidad y/o turismo, mientras que los estímulos fiscales directos están marcando diferencias en el impulso inicial de recuperación).

Los mercados de renta variable han reflejado la mejora en los indicadores con repuntes generalizados en el 2T20, para pasar a una fase de cierta consolidación, volviéndose más selectivos en el 3T20. Este comportamiento ha situado al S&P500 en positivo en el año (+0,5% hasta la fecha y +4,7% 3T20^(*)), liderado por tecnología como muestra un Nasdaq100 +24,8% en el año y 7,3% 3T20. Entre los índices europeos el Dax -4,8% en el año, +3,1% en 3T20, mientras que el Cac -20,3% y -3,5% respectivamente. En este entorno, los mercados de renta fija han estado marcados por subidas generalizadas (precios) de los bonos periféricos europeos, que han reducido sus diferenciales respecto a Bund alemán.

Un otoño con dos focos principales de volatilidad: (i) la evolución del Covid-19; y (ii) las elecciones americanas.

Y en Europa, el final del período transitorio del Brexit.

Los datos macroeconómicos, moderan el ritmo de recuperación

RV selectivamente en el 3T20

RF subidas generalizadas, spreads periféricos a la baja

Estrategia de Inversión 4T 2020

Las perspectivas a medio plazo siguen bien soportadas por unas políticas monetarias y fiscales que se han incrementado en los últimos meses.

- (i) Por lo que respecta a las políticas monetarias, siguen caracterizadas por la flexibilidad en los paquetes de medidas adoptados (tanto en extensión como en cuantía). La principal novedad ha sido el **cambio en la definición de sus objetivos de la FED** (máximo empleo y objetivo de inflación media del 2% a largo plazo). En la práctica ha supuesto **una extensión de las expectativas de tipos bajos durante más tiempo, al menos hasta el 2023**. Esto se explica porque el cambio del objetivo de inflación del 2% a una media a largo plazo del 2%, da a la Fed más flexibilidad para no elevar tipos aunque se supere este nivel.
- (ii) En Política Fiscal, **Europa aprobaba a finales de julio el Fondo de Recuperación europeo**, con un importe de 750.000M€, de los cuales **390.000M€ serán ayudas directas** o transferencias (sujetas a condicionalidad). Por el lado americano no se ha alcanzado de momento un acuerdo para un nuevo paquete de estímulos, pero la Fed insistía en la necesidad de más apoyo.

En resumen, un entorno de mercado marcado por:

- (i) **mayor volatilidad**, ante una **moderación tras el ritmo inicial de recuperación y las incertidumbres** de la evolución del Covid, la proximidad de las elecciones americanas, sin olvidar en el entorno europeo el final del período transitorio del Brexit;
- (ii) **tipos de interés bajos durante un período más prolongado aún del esperado**. Ausencia de presiones inflacionistas e incluso un mensaje de mayor flexibilidad en la política de la Fed, en caso de que puntualmente repuntase en EE.UU.
- (iii) **mantenimiento de los programas de compras de los Bancos Centrales y la flexibilidad** de sus medidas (favorable al crédito corporativo de calidad y los *spreads* de los periféricos europeos).

A la espera del catalizador de la vacuna, la flexibilidad de las políticas monetarias y los programas fiscales siguen siendo el principal **sustento a la recuperación**.

Reducimos tácticamente los rangos de exposición a Renta Variable

Se cumplieron nuestras expectativas de recuperación en el 2T20 y un movimiento más moderado en el 3T20. De cara a final de año esperamos una consolidación de niveles, pero con un entorno de elevada volatilidad. Por ello, **reducimos tácticamente los rangos de exposición a renta variable (-5% en todos los perfiles)** hasta un rango del 10% para los perfiles defensivos, hasta 65% en los agresivos. **Estratégicamente, mantenemos la preferencia por la renta variable como el activo con un binomio rentabilidad/riesgo atractivo para los inversores.**

A medio plazo, el soporte lo proporcionan las políticas monetarias y fiscales.

Las novedades:

-Se prolonga la expectativa de tipos bajos tras cambios de objetivos en la Fed.

-P. Fiscal: el novedoso Fondo de Recuperación europeo

Ligera reducción de exposición a RV, ante un trimestre en el que esperamos una elevada volatilidad.

Estrategia de Inversión 4T 2020

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

Defensivo	Conservador	Moderado	Dinámico	Agresivo
10%	20%	35%	50%	65%

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

Fuente: Análisis Bankinter.

En Renta Variable, Tecnología sigue entre nuestras preferencias:

Por sectores: nuestras preferencias se dirigen a Tecnología, Energías Renovables, Salud e Infraestructuras seguido, más selectivamente de Consumo. El crecimiento de demanda esperado en estos sectores les está convirtiendo en los "defensivos" en momentos de aumento de volatilidad. Como ejemplo, los planes que se presenten para el Fondo de Recuperación Europeo tendrán entre sus prioridades la contribución a la transición ecológica y digital.

La tecnología americana acumula una importante revalorización en lo que va de año (+24,8% Nasdaq-100 +21,5%; S&P-500 de Tech), lo que le ha llevado a cotizar a un PER de 30,6x 2020E y 27,4x respectivamente. A pesar de ello, consideramos que el perfil de crecimiento esperado en el sector justifica su mejor evolución. De hecho, si analizamos los múltiplos ajustados por crecimiento (PEG, es decir, el PER ajustado por el crecimiento esperado del BPA), el Nasdaq-100 muestra un múltiplo claramente inferior a los del S&P-500 y Dow Jones (1,5x 2022E vs 2,1x del S&P500 o 2,5x del DJ). El motivo principal de esta diferencia está en que las estimaciones de crecimiento de BPAs del Nasdaq-100 (19-22E) son +15% (TAMI¹), frente a +8% del S&P-500 y +6% del Dow Jones. De hecho, en muchos negocios tecnológicos (la nube, e-commerce, TV-streaming, semiconductores, software, redes sociales, videojuegos, etc.) sus expectativas de crecimiento se han visto incluso mejoradas en estos últimos meses ante el cambio de hábitos sociales y laborales que se están produciendo.

PEG*

	2021e	2022e
Dow Jones	9,61x	2,53x
S&P-500	4,65x	2,07x
Nasdaq-100	1,78x	1,49x

(*) PEG=PER ajustado por crecimiento de BPAs.

Tomamos 2019 como año de referencia para el crecimiento de BPAs

Finalmente, mantenemos la prudencia hacia sectores cíclicos, ya que cuanto más se prolongue la obtención de la vacuna, menor capacidad de recuperación. En estos sectores, seríamos selectivos hacia aquellos con sólido balance y liquidez, que les permita llevar el impacto financiero de un período de baja actividad y estar bien posicionados en caso de una disminución de las incertidumbres.

Por sectores: Tecnología, Energías Renovables, Salud, e Infraestructuras. Más selectivos en Consumo.

El aumento esperado en la demanda, especialmente en "Green & Digital", les convierte en los "defensivos" en los momentos de volatilidad.

En Tecnología, los múltiplos ajustados por crecimiento avalan las subidas del sector.

¹ TAMI = Tasa Anual Media de Incremento.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Por geografías: Mantenemos la preferencia por EE.UU., seguida de Europa, con potenciales de revalorización del 10,9% y 13,0% respectivamente. En el caso de EE.UU., el BPA esperado por el consenso del mercado en 2021 supera el nivel de 2019 y la revisión de estimaciones del último trimestre ha sido al alza (+2,8%). En el caso de Europa el BPA 2021 estaría todavía ligeramente por debajo del de 2019 ajustado por extraordinarios (-8%), con una revisión de estimaciones en el trimestre limitada (-1,1%). Como mencionamos anteriormente, la recuperación macro en Europa está siendo asimétrica por geografías en función de la exposición a sectores expuestos a la movilidad/turismo.

Seguimos siendo Neutrales hacia el Ibex35 (potencial 2021 7,5%) y Nikkei (potencial 6,8%). En el caso del Ibex35, las estimaciones de BPA 2021 siguen por debajo de las de 2019 (ex extraordinarios) y la revisión de estimaciones sigue siendo ampliamente a la baja en el trimestre (-9,4%).

En Renta Variable, nuestras preferencias geográficas: EE.UU., seguido de Europa

Renta Fija: mantenemos la preferencia por:

1. **El crédito de calidad (IG) en EEUU y la UEM** continúa siendo nuestra opción favorita. Los diferenciales todavía son atractivos y se atisba un cambio a mejor en las perspectivas de beneficios y en las métricas de riesgo (Deuda/Ebitda y cobertura).
1. **Periféricos europeos:** la rentabilidad/TIR relativa (vs core) es atractiva y el BCE ha demostrado una firme determinación para evitar repuntes incontrolados en las primas de riesgo.
2. **Tesoro americano hasta 5A:** la debilidad del dólar facilita la entrada a precios atractivos con TIR positiva y riesgo de duración limitado.

En Renta Fija, mantenemos la preferencia crédito corporativo de calidad; periféricos europeos y Tesoro americano, hasta 5A

Evitar exposición a:

3. **Bonos HY (High Yield):** (1) el riesgo de default /impago/reestructuración es alto y (2) el margen de maniobra para mejorar las métricas de riesgo es limitado.
4. **Emergentes:** La rentabilidad (TIR) actual parece atractiva, pero la volatilidad empeora el binomio rentabilidad/riesgo. Los emergentes afrontan la mayor caída en el ritmo de actividad de la historia reciente con un margen de maniobra fiscal y sanitario limitado.

Estrategia de Inversión 4T 2020

VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

Aunque la incertidumbre es todavía elevada para el próximo año, sobre todo por elecciones americanas, rebrotes de CV-19 y el posible desarrollo de la vacuna, hacemos una **valoración preliminar de las principales bolsas a diciembre de 2021**. **Mantenemos la preferencia por S&P500** (con un potencial esperado a diciembre de 2021 del +10,9%) **y EuroStoxx50 (+13,0%)**, mientras que mantenemos recomendación Neutral sobre Ibex 35 y Nikkei 225, con potenciales más moderados (+7,5% y +6,8% respectivamente).

Mantenemos la preferencia por S&P 500 y Eurostoxx 50, con potenciales superiores al 10% a dic-21.

Tabla 3.2: Resumen de valoraciones de bolsas (objetivos diciembre 2021)

Valoración Escenario Central		
	Valoración	Rentabilidad por dividendo
IBEX-35	7.298	3,6%
Potencial	7,5%	
EUROSTOXX-50	3.642	2,9%
Potencial	13,0%	
S&P 500	3.718	1,8%
Potencial	10,9%	
NIKKEI	25.121	1,8%
Potencial	6,8%	

Notas: cierre 28 de septiembre de 2020

Fuente: Análisis Bankinter, Reuters y Bloomberg

La aproximación al cierre del 2020 refleja que el objetivo es la **consolidación de niveles**, con potenciales de revalorización que, aunque positivos, son muy limitados. Entre 1% y 4% S&P 500 y Eurostoxx 50, y entre 0% y 3% el Ibex 35 y Nikkei. Esta aproximación supone rebajar del objetivo de Ibex 35 y Eurostoxx 50, sobre todo por revisión a la baja de estimaciones de BPAs y mayor riesgo derivado del Brexit. Rebajamos muy ligeramente el del S&P 500, por mayor incertidumbre de cara a las elecciones americanas. Por último, mantenemos sin cambios el del Nikkei.

Tabla 3.3: Rango probable de cierre 2020E

Indices	Rango probable de cierre de 2020E		
Ibex 35	6.780	/	6.990
EuroStoxx 50	3.250	/	3.360
S&P500	3.370	/	3.480
Nikkei	23.520	/	24.130

Fuente: Análisis Bankinter

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

- **BPAs:** Tomamos como referencia la estimación media del **consenso 2021E**, que ya recoge el impacto de COVID-19. Sorprende positivamente el **S&P 500**, cuyo BPA estimado para 2021E supera en un +8,9% el de 2019 (pre-COVID). También en el caso del **Nikkei**, se espera que los resultados de 2021 superen los niveles previos al virus (+12,8% vs. 2019). En el caso del **Eurostoxx 50** y del **Ibex 35** las previsiones de resultados apuntan a una recuperación todavía incompleta en 2021: -8,2% y -29% respectivamente frente al BPA ajustados de 2019 (excluyendo extraordinarios).

Tomamos como referencia estimaciones de BPA 2021 y actualizamos 1 año con una tasa de descuento.

Estrategia de Inversión 4T 2020

- **Las tasas de descuento** se mantienen prácticamente intactas con respecto a las de marzo: 7,66% para el IBEX 35 (+27p.b. vs anterior), 6,04% para el EuroStoxx-50 (-2p.b. vs ant.), 5,15% para el S&P 500 (+1p.b. vs ant.), y 5,17% para el Nikkei (-21p.b. vs ant.).

Mantenemos nuestros tres escenarios para cada valoración: **el central, el favorable y el desfavorable**. El favorable implican asumir una recuperación más rápida de lo esperado. El central se ciñe a la recuperación de BPAs estimada por el consenso. El desfavorable incluye los riesgos de posibles rebotes de COVID, retraso de la vacuna y recuperación más lenta de lo estimado. Las principales diferencias entre ellos son:

Mantenemos tres escenarios: Central, Favorable y Desfavorable

1. **Rangos de BPA.** No aplicamos ningún ajuste sobre el BPA de consenso en el escenario central, +5% en el favorable y -20% en el escenario desfavorable. Los riesgos son asimétricos, ya que un posible rebote del virus o retraso en la vacuna, ralentizaría de forma significativa la recuperación económica global.
2. **Rango del bono a 10 años.** Empleamos los tipos de mercado (medio de las últimas sesiones) en el escenario central para todos los índices y para los rangos de escenarios, ajustamos en -25 p.b./+25 p.b. en los escenarios favorable y desfavorable en el caso del Ibex 35, Eurostoxx50 y el S&P 500 y en -15 p.b./+15 p.b. en el Nikkei.

Previsiones por índices 2021E:

Ibex35: La valoración del Ibex 35 es el resultado de combinar el método *Top Down* de PER objetivo y el *Bottom Up* basado en los precios objetivos estimados por Análisis y Mercados Bankinter. El consenso estima un BPA para 2021E un -29% inferior al de 2019 excluyendo extraordinarios, y la tendencia de revisión de estimaciones es a peor, habiéndose rebajado en -9,4% en los últimos 3 meses. Por otra parte, mantenemos la tasa de descuento sin cambios significativos en 7,66% (+27p.b.). En consecuencia, nuestro escenario central apunta a **7.298 puntos para diciembre de 2021**, que implica un **potencial del +7,5%**. Como referencia, esto supondría un PER implícito de 15,4x respecto al BPA estimado para 2021. De cara a final de este año, el potencial se sitúa entre el +0% y +3%. **Mantenemos recomendación Neutral.**

IBEX35: 7.298 puntos, en el escenario central

Potencial +7,5% dic-21. Neutral

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntarían a **7.728 puntos y 5.713 puntos** respectivamente, lo que supondría un potencial del +13,8% y -15,9% respectivamente.

EuroStoxx-50: Estimamos un precio objetivo de **3.642 puntos a diciembre de 2021**, que implica un **potencial de revalorización del +13,0%**. El consenso estima una recuperación incompleta de los BPAs en 2021 (-8,2% vs. 2019 excluyendo extraordinarios). Si bien, las estimaciones se mantienen prácticamente estables en los últimos 3 meses, a pesar de los rebotes del virus. A ello ayuda el Plan de Reconstrucción Económica aprobado por la UEM. La tasa de descuento se mantiene prácticamente sin cambios en 6,04% (-2p.b.). La compresión adicional en la rentabilidad de los bonos gubernamentales se compensa por mayor percepción de riesgo relacionada con el Brexit. Supone un PER 2021E de 17,0x, que compara con una media histórica de 17,5x. **Mantenemos recomendación de Comprar.**

EuroStoxx50: Valoración 3.642 puntos, escenario central

Potencial +13,0% a dic-21. Comprar

Estrategia de Inversión 4T 2020

En los **escenarios favorable y desfavorable** la valoración ascendería a **4.005 puntos y 2.788 puntos** respectivamente (potencial del +24,3% y -13,5% desde los niveles actuales).

S&P 500: Situamos nuestro Precio Objetivo del S&P500 en **3.718 puntos a diciembre de 2021**. El consenso estima que el BPA 2021E superará en un +8,9% los niveles previos al virus (2019). Además, la revisión de estimaciones sigue mejorando, dado que en los últimos 3 meses se ha incrementado un +2,8%. Esto se explica en gran medida por su elevada exposición a compañías del sector tecnológico, que presentan mayores tasas de crecimiento, y unos estímulos fiscales muy superiores a los de otras geografías. La tasa de descuento aplicada se mantiene sin cambios en el 5,15%. Nuestra valoración implica un **PER de 22,4x** sobre el BpA estimado para 2021. Estimamos un potencial de revalorización del +10,9% a diciembre de 2021. **Reiteramos recomendación de Comprar.**

Los **escenarios favorable y desfavorable** supondrían situarse **entre 4.154 puntos y 2.805 puntos**, lo que supone un potencial respecto a los niveles actuales de +23,9% y -16,3%.

NIKKEI: Estimamos un precio objetivo de **25.121 puntos a diciembre de 2021**, que implica un potencial de revalorización del **+6,8%**. El consenso estima un BPA 2021E +12,8% vs 2019 impulsado por elevados estímulos fiscales, que superan el 40% del PIB, y estímulos monetarios "casi infinitos". La tasa de descuento se mantiene sin cambios significativos en 5,17% (-21p.b. vs anterior). Nuestra valoración implica un **PER de 19,7x** con respecto al BPA estimado para 2021. Por tanto, **Mantenemos recomendación Neutral.**

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntan a **27.207 puntos y 19.503 puntos** respectivamente, que supondrían **+15,7% y -17,1%** desde los niveles actuales.

*S&P500: Valoración
3.718puntos, en el
escenario central.*

*Potencial +10,9% dic-21.
Comprar.*

*Nikkei: escenario central
25.121 puntos*

*Potencial +6,8% dic-21.
Neutral.*

Estrategia de Inversión 4T 2020

Tabla 3.3: Tabla detallada de nuestras valoraciones para bolsas de cara a diciembre 2021.

IBEX-35		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	0,01%	0,26%	0,51%	
2.- Incremento (21e/19*) BPA:	-25,4%	-29,0%	-43,2%	
		Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable	
Precio Objetivo (1)	7.728	7.298	5.713	
Precio Objetivo Anterior (2)		7.457		
Cotización 24/09/2020		6.792		
Potencial (%)	13,8%	7,5%	-15,9%	
PER Implícito (4)	15,5x	15,4x	15,0x	
EUROSTOXX-50		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A (3)	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0,50%	-0,25%	0,00%	
2.- Incremento (21e/19) BPA:	-3,6%	-8,2%	-26,6%	
		Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable	
Precio Objetivo (1)	4.005	3.642	2.788	
Precio Objetivo Anterior (2)		3.462		
Cotización 24/09/2020		3.223		
Potencial (%)	24,3%	13,0%	-13,5%	
PER Implícito (4)	17,8x	17,0x	16,2x	
S&P 500		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	0,43%	0,68%	0,93%	
2.- Incremento (21e/19) BPA:	14,4%	8,9%	-12,8%	
		Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable	
Precio Objetivo (1)	4.154	3.718	2.805	
Precio Objetivo Anterior (2)		3.449		
Cotización 24/09/2020		3.352		
Potencial (%)	23,9%	10,9%	-16,3%	
PER Implícito (4)	23,8x	22,4x	21,1x	
NIKKEI		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0,14%	0,01%	0,16%	
2.- Incremento (21e/19) BPA:	18,5%	12,8%	-9,7%	
		Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable	
Precio Objetivo (1)	27.207	25.121	19.503	
Precio Objetivo Anterior (2)		23.516		
Cotización 24/09/2020		23.512		
Potencial (%)	15,7%	6,8%	-17,1%	
PER Implícito (4)	20,3x	19,7x	19,1x	

Notas:

*BpA 2019 Ibex ajustado

(1) Cálculos con cierre 28 de septiembre de 2020. Precio objetivo a dic-2021. Calculado según método PER Objetivo.

(2) Cálculos a 26 de junio de 2020. Precio objetivo Dic-2020

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

(4) Per Implícito respecto a BpA 2021 estimado actualmente por consenso de mercado

Estrategia de Inversión 4T 2020

Tabla 3.4.: Variaciones de beneficios empresariales y PER entre 2012r/2021e

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019 ⁽³⁾	2020e	2021e
IBEX-35										
Var. BPA	-46,2%	58,5%	-8,9%	-12,9%	12,4%	27,3%	2,3%	-1,9%	-67,7%	115,3%
PER (x)	20,1x	14,5x	19,1x	22,4x	16,3x	15,1x	13,8x	13,4x	30,1x	14,0x
EUROSTOXX-50										
Var. BPA	-6,4%	-9,2%	13,0%	-8,7%	14,1%	28,3%	-9,4%	16,2%	-32,4%	35,8%
PER (x)	14,9x	19,0x	18,9x	22,7x	17,4x	15,7x	16,8x	14,7x	20,0x	14,7x
S&P 500										
Var. BPA	3,8%	6,0%	4,8%	-3,4%	0,4%	12,9%	22,5%	1,3%	-13,9%	26,5%
PER (x)	13,6x	15,3x	17,2x	19,0x	19,2x	19,9x	18,2x	19,1x	24,7x	19,5x
NIKKEI										
Var. BPA	30,6%	47,4%	19,7%	2,1%	-5,2%	60,5%	-0,6%	-16,7%	-10,9%	26,6%
PER (x)	18,3x	18,5x	17,6x	21,4x	19,9x	14,8x	16,4x	19,2x	22,9x	18,1x

Notas:

(1) Variación a/a de los BPAs realizada en 2012/2021

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

(3) BPA Ibex 2019 ajustado por extraordinarios

Tabla 3.5.: Detalle de los beneficios estimados (consenso) y sus variaciones recientes.

Ibex -35	BPA estimado	Var. (%)	Var.% anterior (1)	EuroStoxx-50	BPA estimado	Var. (%)	Var.% anterior (1)
BPA'21e	475 €	115,3%	-9,4%	BPA'21e	214 €	35,8%	-1,1%
BPA'20e	221 €	-67,7%	-28,9%	BPA'20e	158 €	-32,4%	-4,4%
BPA'19r ⁽²⁾	683 €	-1,9%		BPA'19r	234 €	16,2%	
BPA'18r	697 €	2,3%		BPA'18r	201 €	-9,4%	
BPA'17r	681 €	27,3%		BPA'17r	222 €	28,3%	
BPA'16r	535 €	12,4%		BPA'16r	173 €	14,1%	
BPA'15r	476 €	-12,9%		BPA'15r	152 €	-8,7%	
BPA'14r	546 €	-8,9%		BPA'14r	166 €	13,0%	
BPA'13r	600 €	58,5%		BPA'13r	147 €	-9,2%	
BPA'12r	378 €	-46,2%		BPA'12r	162 €	-6,4%	
BPA'11r	703 €	-46,2%		BPA'11r	173 €	-29,8%	
BPA'10r	1.305 €	23,5%		BPA'10r	246 €	26,6%	
BPA'09r	1.057 €	-6,8%		BPA'09r	194 €	31,0%	
BPA'08r	1.134 €	-13,1%		BPA'08r	148 €	-57,1%	
BPA'07r	1.304 €	n/d		BPA'07r	346 €	n/d	

S&P 500	BPA estimado	Var. (%)	Var.% anterior (1)	NIKKEI-225	BPA estimado	Var. (%)	Var.% anterior (1)
BPA'21e	166 \$	26,5%	2,8%	BPA'21e	1.276 JPY	26,6%	-2,8%
BPA'20e	131 \$	-13,9%	5,0%	BPA'20e	1.008 JPY	-10,9%	-2,6%
BPA'19r	153 \$	1,3%		BPA'19r	1.131 JPY	-16,7%	
BPA'18r	151 \$	22,5%		BPA'18r	1.357 JPY	-0,6%	
BPA'17r	123 \$	12,9%		BPA'17r	1.365 JPY	60,5%	
BPA'16r	109 \$	0,4%		BPA'16r	851 JPY	-5,2%	
BPA'15r	109 \$	-3,4%		BPA'15r	897 JPY	2,1%	
BPA'14r	112 \$	4,8%		BPA'14r	879 JPY	19,7%	
BPA'13r	107 \$	6,0%		BPA'13r	734 JPY	47,4%	
BPA'12r	101 \$	3,8%		BPA'12r	498 JPY	30,6%	
BPA'11r	97 \$	17,1%		BPA'11r	381 JPY	-30,7%	
BPA'10r	83 \$	37,6%		BPA'10r	550 JPY	-991,0%	
BPA'09r	60 \$	9,2%		BPA'09r	-62 JPY	-118,4%	
BPA'08r	55 \$	-34,6%		BPA'08r	336 JPY	-61,3%	
BPA'07r	85 \$	n/d		BPA'07r	869 JPY	n/d	

Notas:

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

(2) BPA Ibex 2019 ajustado por extraordinarios

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg

Datos a 24/09/2020

Estrategia de Inversión 4T 2020

Asignación según clases de activos

Activo	Recomendación	Racional
Bolsa España	Neutral	El Ibex 35 ofrece un potencial de revalorización del +7,5% a diciembre de 2021, tras haber perdido un -30% en lo que va de año. Además, la rentabilidad por dividendo se ha visto reducida al 3,6% por el virus, desde 4,5% en diciembre 2019. Según el consenso, el BPA 2021E del Ibex 35 será un -29% inferior al de 2019, previo al virus. Refleja que los estímulos fiscales son de alcance limitado y que la recuperación económica post-COVID será más lenta que en otras geografías.
Bolsa Europa	Comprar	El Eurostoxx 50 presenta un potencial de revalorización del +13,0%, más una rentabilidad por dividendo del 2,9%. El consenso estima un BPA 2021E -8,2% vs 2019. Si bien, el plan para la reconstrucción económica de la UEM podría acelerar la recuperación. Esta será asimétrica entre los distintos países miembros. Preferimos Alemania, cuyos estímulos fiscales en efectivo representan más del 8% del PIB. El BCE, por su parte, continuará dando soporte a los mercados con políticas monetarias ultra acomodaticias.
Bolsa EE.UU.	Comprar	Mantenemos nuestra preferencia por bolsa americana. El S&P 500 ofrece un potencial de revalorización del +10,9% y previsiblemente alcanzará nuevos máximos históricos. Esto se explica por la rápida recuperación esperada de la economía americana, apoyada por estímulos fiscales y monetarios "casi infinitos". El consenso estima que el BPA 2021E superará en +8,9% el de 2019, previo al COVID-19.
Bolsa Japón	Neutral	Mantenemos nuestra recomendación Neutral. El Nikkei presenta un potencial de revalorización del +6,8%, ante la expectativa de una rápida recuperación de la economía nipona. Los estímulos fiscales representan un 42% del PIB y los estímulos monetarios son "casi infinitos". Además, el gobierno podría aprobar un nuevo paquete de estímulos después de verano.
Bolsas Emergentes	Vender	Mantenemos nuestra recomendación Neutral. El Nikkei presenta un potencial de revalorización del +8,8%, ante la expectativa de una rápida recuperación de la economía nipona. Los estímulos fiscales superan el 40% del PIB y los estímulos monetarios son "casi infinitos". Esto se refleja en el BPA 2021E estimado por el consenso, que supera en +12,8% el de 2019.
Bonos Soberanos España	Comprar	La rentabilidad/TIR relativa es atractiva (vs core) y el BCE ha demostrado una firme determinación para evitar repuntes incontrolados en las primas de riesgo. La búsqueda de TIR positiva sostiene la prima de riesgo (<80 pb) a pesar del cambio a peor en la perspectiva del Rating por parte de S&P (negativa desde estable).

Estrategia de Inversión 4T 2020

Activo	Recomendación	Racional
Bonos Soberanos Europa	Neutral	El riesgo de ver caídas bruscas en precio es bajo, pero carecen de atractivo a los precios actuales. Las valoraciones están ajustadas y apenas hay recompensa por tomar riesgo de duración. El escenario de tipos bajos se prolonga en el tiempo (¿2024?) y apenas hay Inflación, de ahí que los precios estén soportados.
Bonos Soberanos EE.UU.	Comprar	La debilidad del dólar facilita la entrada a precios atractivos con TIR positiva en todos los tramos de la curva. Preferimos el tramo medio (hasta 5 años) donde el riesgo de duración es limitado.
Bonos Corporativos Europa	Comprar	Los diferenciales todavía son atractivos y se atisba un cambio a mejor en las perspectivas de beneficios y en las métricas de riesgo (Deuda/Ebitda y cobertura). Las compras de los bancos centrales representan una red de seguridad para las cotizaciones y la demanda en el primario bate récords históricos.
Bonos Corporativos EE.UU.	Comprar	Cotizan a precios atractivos desde una perspectiva histórica. La estrategia de las empresas con mayor calidad crediticia (IG) se orienta a preservar la solvencia (liquidez y ajuste en costes). La excepción está en las operaciones de M&A (fusiones y Adquisiciones) donde el riesgo aumenta cuando el endeudamiento juega un papel destacado en la financiación.
Bonos <i>High Yield</i> Europa y EE.UU.	Vender	(1) el riesgo de <i>default /impago/reestructuración</i> es alto, (2) no forman parte de los programas de compras de los principales bancos centrales, (3) las compañías tienen un margen de maniobra limitado para mejorar la calidad crediticia y (4) los principales índices de referencia, sobre todo en EEUU tienen un alto peso en sectores especialmente vulnerables como el energético.
Inmobiliario España	Vender	La rebaja de previsiones macro para España y su mayor impacto en el empleo, nos llevan a rebajar nuestras estimaciones de precios de vivienda hasta -9% entre 2020 y 2021 (-4% y -5% respectivamente). El precio del suelo finalista podría caer más de un -20%. En cuanto a los activos patrimonialistas, COVID-19 podría impulsar el teletrabajo y el comercio electrónico, afectando a oficinas y centros comerciales. Las valoraciones de los hoteles también sufrirán rebajas. Nuestra preferencia es hacia activos logísticos.
Inmobiliario Europa	Neutral	El inmobiliario europeo se caracteriza por la elevada presencia de residencial en alquiler, sobre todo en Alemania. Estos activos se ven menos afectados por COVID-19, lo que da soporte al sector ante la amenaza que suponen el aumento del teletrabajo y el comercio electrónico para oficinas y centros comerciales. Estos últimos podrían sufrir importantes rebajas de valoraciones, sobre todo en Reino Unido, por exceso de oferta y Brexit.
Inmobiliario EE.UU.	Neutral	El mercado residencial muestra gran solidez a pesar del virus. La actividad se ha recuperado con fuerza y los precios de vivienda seguirán soportados por menores costes de financiación y recuperación del mercado laboral. En cuanto a activos patrimonialistas, el entorno de menores tipos de interés debería dar soporte a las valoraciones de los activos. Al igual que en Europa, recomendamos activos logísticos y evitaríamos activos <i>retail</i> .

Estrategia de Inversión 4T 2020

Posicionamiento Geográfico

Región	Recomendación	Racional
EE.UU.	Comprar	Seguimos favoreciendo la inversión en bolsa americana. Es el único mercado donde los beneficios se revisan al alza (+5,0% en 2020 hasta -13,9% y +2,8% en 2021 hasta +26,5%), lo que implica que éstos aumentarán +8,9% en 2021 vs 2019 frente a -7,5% en la UEM . El superior sesgo a calidad de los índices americanos con mayor exposición a tecnología y los estímulos fiscales y monetarios masivos ofrecen un mejor binomio rentabilidad/riesgo. La Fed extiende en el tiempo la expectativa de tipos de interés muy bajos. El desenlace de las elecciones eleva la volatilidad en el corto plazo, pero históricamente la correlación con el mercado es débil.
Eurozona	Comprar	El crecimiento en beneficios en Europa será más modesto que en EE.UU. El BPA estimado para 2021 es un 8,2% inferior al de 2019 y no será hasta 2022 cuando se alcancen los niveles de BPA anteriores a la crisis del Covid-19 . Para asentar las bases de la recuperación y evitar que la pandemia acreciente las diferencias entre estados miembros, la CE pone en marcha un Fondo de Recuperación que contempla transferencias a los países más afectados condicionadas a reformas estructurales . El Brexit supone un reto adicional para la recuperación en Europa. Alemania, con más margen presupuestario para apoyar su economía y un menor peso del turismo, se encuentra en una situación más favorable para afrontar la recuperación.
Reino Unido	Neutral	La reanudación de las negociaciones entre el Reino Unido y la UE para el <i>Brexit</i> no ha comenzado con buen pie y a 3 meses de la salida de la UE sigue sin estar claro cuál será el acuerdo final . Por su parte, el Banco de Inglaterra en su última reunión de septiembre mantuvo inalterados tanto los tipos (+0,1%) como el programa de compra de activos (745.000MGBP), si bien lanzó un mensaje claramente <i>dovish</i> . En este escenario, ya con una visión más detallada impacto de la pandemia en la economía británica y tras el anuncio de nuevas restricciones contra el Covid-19 que podrían prolongarse durante 6 meses, esperamos que el PIB de Reino Unido se pueda ver reducido hasta -8,6% en 2020 (vs nuestra anterior estimación de -5,4%). Para 2021 revisamos también nuestra anterior estimación hasta +7,4% (desde +3,8%).
Japón	Neutral	El Consumo, la Inversión y el Sector Exterior siguen mostrando el peso del COVID-19 en la economía japonesa. Sin embargo, empiezan a aparecer signos de recuperación en el sector manufacturero . La Producción Industrial mejora y los grandes fabricantes del país perciben señales alentadoras. La continuidad política es un catalizador . Suga, el nuevo Primer Ministro, es un claro defensor de las Abenomics y se muestra proclive a introducir nuevos estímulos fiscales de ser preciso. Su principal objetivo es combatir las consecuencias del virus en la economía. La política monetaria también acompaña y se mantiene extremadamente laxa . Por eso mantenemos inalteradas nuestras estimaciones de crecimiento. El PIB'20 retrocederá -3,9%, para rebotar +2,3% en 2021 . Con todo, insistimos en los importantes problemas estructurales de la economía nipona y mantenemos nuestra recomendación en Neutral .
Economías Emergentes	Vender	Lo peor del CV19 en términos de contracción económica ha pasado, pero el entorno macro y de mercado aún es desafiante. China elude la recesión en 2020, pero crece al ritmo más lento desde los '70. El resto de emergentes afronta la mayor contracción de la historia reciente con un margen de maniobra fiscal y sanitario limitado.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Posicionamiento Sectorial

Activo	Recomendación	Favoritos	Racional
Aerolíneas	Vender	IAG	La crisis del COVID-19, el alza de los rebotes y el elevado impacto en términos de turismo nos hacen mantener una actitud muy cauta. Otorgamos una elevada probabilidad a que se produzca una consolidación en el sector. Favorecemos aquellas compañías que cuentan con un balance saneado y que puedan hacer frente a las fuertes caídas de actividad.
Autos	Vender	CIE Automotive	La ralentización económica global pesa sobre los niveles de demanda. Las necesidades de inversión son ingentes. Primero, por la estricta regulación de emisiones. Segundo, por el cambio estructural que experimenta el sector. Todo ello acompañado por la incertidumbre sobre el Brexit en Europa y la deriva del proteccionismo entre China y EE.UU.
Bancos	Neutral	Morgan Stanley Credit Suisse y UBS	El sector afronta el CV19 en mejores condiciones de liquidez y solvencia que en crisis anteriores (2008 y 2012/2013) y cotiza con unos múltiplos próximos a mínimos, pero el entorno es desafiante. Podríamos ver repuntes de las cotizaciones tras el fuerte varapalo (>44% en 2020) en momentos de mercado marcados por la rotación sectorial, pero insistimos en evitar el sector debido a: (i) elevada presión en márgenes (tipos bajos hasta 2023, al menos), (ii) coste del riesgo al alza en 2020/2021, (iii) deterioro en las métricas de calidad crediticia en 4T20/2021, (iv) baja rentabilidad (RoE) y presión para adaptar el modelo de negocio - ajuste en costes e inversión en tecnología -, (v) falta de visibilidad en la política de dividendos tras la recomendación del BCE de suspenderlos hasta 2021, (vi) movimientos de consolidación (CABK-BKIA, ISP-UBI,...) defensivos (pro-solvencia) pero no son un catalizador para el sector, y (vii) el escrutinio de las políticas anti-blanqueo de algunas entidades (DB, Commerzbank, JP Morgan, BNY, HSBC, Chartered Financial...) genera inquietud ante el riesgo de costes legales .
Infraestructuras	Comprar	Ferrovial, Cellnex	Las valoraciones de los activos concesionales seguirán soportadas por los tipos bajos. Estimamos una rápida recuperación de la demanda en concesiones de transporte, sobre todo autopistas por la mayor protección del vehículo privado frente al COVID-19. Otras infraestructuras, como telecomunicaciones salen reforzadas por mayor demanda de datos.
Construcción	Neutral	Sacyr, FCC	Reiteramos recomendación de Neutral, ya que la desaceleración del crecimiento global afecta a las compañías vinculadas al ciclo. No obstante, creemos que el riesgo es limitado especialmente en las compañías con negocios más diversificados y resistentes a la crisis.
Consumo Cíclico	Comprar	LVMH, Kering, Inditex, Adidas	Los rebotes de Covid-19 ralentizan la reactivación del turismo (~10%/15% del consumo de lujo). Por otro lado, China (~30% del consumo) se reactiva. A medio plazo, se mantiene el alto potencial de crecimiento con elevados márgenes y fuerte generación de caja. Favorecemos negocios diversificados, con balances fuertes y sólido posicionamiento digital.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Activo	Recomendación	Favoritos	Racional
Consumo No Cíclico	Comprar	Viscofan, Ebro Foods	Sector defensivo, que ha estado beneficiado por el CV-19 y estimamos que seguirá estándolo. La demanda de consumo básico y doméstico se ha incrementado durante el 2T y 3T y pensamos que esta tendencia se mantendrá hasta que tengamos una vacuna. Por eso los resultados empresariales de 2020 completos serán previsiblemente buenos.
Distribución (Retailers)	Comprar	Ahold, Wal-mart	Sector defensivo y también beneficiado por el Covid-19. El consumo de alimentación se está canalizando desde hostelería (limitación de mesas, posibles nuevos cierres e incentivo de teletrabajo) hacia el consumo doméstico. Esto beneficia a los distribuidores minoristas, especialmente a aquellos capaces de asumir un aumento de demanda <i>online</i> y buena exposición geográfica. Además, es un sector esencial y que sufre poco en las cuarentenas.
Eléctricas	Comprar	Iberdrola, Endesa, Enel, E.on ,Enagás, Red Eléctrica	Seguimos recomendando el sector por la alta visibilidad de ingresos en las actividades reguladas, el crecimiento en renovables y la sólida situación financiera de las empresas. Una gran parte de los ingresos provienen de las actividades reguladas de distribución y transporte de gas y electricidad. Estos ingresos se establecen en función de un retorno sobre la base de activos regulados y no están relacionados con la actividad económica. El crecimiento viene por la exposición a renovables. Para salir de la crisis, los países y la Comisión Europea apuestan por inversiones que favorezcan la transformación "verde y ecológica" de sus economías Además, la situación financiera sólida del sector, le permite atravesar esta crisis sin tensiones de liquidez. Estos factores han llevado a que, en la mayoría de los casos, las empresas mantengan sus objetivos de dividendo. Empresas incluidas en carteras: Iberdrola, Endesa, REE, Enagás, Enel o Eon.
Farma/Salud	Comprar	Sanofi, Bayer, Grifols, Rovi, Faes	Esperamos la aprobación de una vacuna contra el COVID-19 en EE.UU. antes de las elecciones, lo que reforzará las posibilidades que Trump sea reelegido presidente. Este golpe de efecto hará que el sector aumente su protagonismo ante los inversores y que las acciones de las principales farma mantengan su buen comportamiento. Buscamos compañías presentes en los desarrollos de la vacuna, fabricación y también las que desarrollan tratamientos para enfermos de COVID-19. Dentro de las compañías españolas, nuestros valores preferidos son Grifols, Rovi y Faes, mientras que en Europa destacamos a Sanofi y, por motivos no relacionados con el COVID-19 a Bayer.
Hoteles	Vender	---	Los rebotes de COVID-19 y el retraso de la vacuna ralentizan la recuperación del sector. La vuelta a beneficios podría demorarse hasta 2022 y parece poco probable que se alcancen niveles previos al virus antes de 2023. Algunas compañías podrían tener necesidades adicionales de liquidez.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Activo	Recomendación	Favoritos	Racional
Industriales	Neutral	Acerinox	Seguimos siendo cautos hacia las compañías con exposición al ciclo económico. Favorecemos aquellas compañías con balances sólidos, diversificación geográfica y de clientes, con capacidad de ajuste de costes ante descenso de la demanda y contención de las salidas de caja en este entorno (gestión de márgenes y circulante).
Inmobiliario	Vender	Merlin Properties	Los principales riesgos a los que se enfrenta el sector son: caída de rentas y ocupaciones, rebaja de las valoraciones de los activos y revisiones a la baja del rating de deuda del sector. Evitamos exposición a promotoras y extremamos la prudencia sobre las SOCIMIs.
Media	Vender	---	La reducción de ingresos es una tendencia estructural en el sector media tradicional. Son las grandes plataformas <i>online</i> (Netflix, Disney Plus, Amazon Prime Video) las que capturan más subscriptores y, por tanto, mayor gasto en publicidad. Además, este año el efecto del COVID-19 en las cuentas de grandes anunciantes (bancos, autos, belleza), y del sector empresarial en general, pesará sobre el gasto en publicidad . Las compañías centran sus esfuerzos en mantener un nivel adecuado de caja y reducen costes al máximo. Como ejemplo, según Infoadex, el mercado publicitario convencional cayó -27,9% en el 1S20.
Petróleo	Vender	Repsol	No existe visibilidad en cuanto a la recuperación del precio del petróleo. La desaceleración económica provocada por el COVID-19, el alza de los rebrotes, la caída de la demanda y el auge de energías limpias, nos hacen mantener una actitud de cautela.
Químicas	Neutral	Air Liquide	Mantenemos la preferencia por modelos de negocio financieramente sólidos, con exposición a actividades vinculadas a salud que, en el entorno actual, limite la ciclicidad del negocio.
Renovables	Comprar	Iberdrola, Acciona	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. Además, la mayoría de los países y la Comisión Europea apuestan por inversiones para salir de la crisis que impulsen la transformación "verde y ecológica" de sus economías. En el caso de España, el Gobierno pretende incrementar la participación de las renovables en la capacidad instalada eléctrica desde el 52% actual hasta 74% en 2030.
Seguros	Neutral	Allianz	Reiteramos la cautela en el Sector por diversos factores. Reducción de márgenes debido a la alta competencia, menor actividad comercial, carteras de inversión penalizadas por tipos de interés muy bajos en el largo plazo y posibles reclamaciones por interrupción de negocio y cancelación de eventos y de viajes. Además, la siniestralidad repuntará tras un descenso puntual por las medidas de confinamiento. Las compañías disponen de solvencia suficiente para hacer frente a este entorno. Mantenemos la recomendación para el Sector en Neutral.

Estrategia de Inversión 4T 2020

Activo	Recomendación	Favoritos	Racional
Tecnología (Software/Web Services)	Comprar	Amazon, Microsoft, Netflix, Salesforce, Activision, SAP	Seguimos con visión positiva en el sector, aunque tras las fuertes subidas del trimestre anterior, esperamos que el comportamiento a partir de ahora sea más pausado (subidas menos generalizadas, más selectivas). El COVID-19 ha cambiado dos aspectos claves de la vida diaria: la forma en la que trabajamos (teletrabajo) y la forma en la que nos relacionamos socialmente (redes sociales, entretenimiento on-line, telefonía móvil). En ambos casos, la tecnología (y especialmente compañías de software) juega un papel fundamental en este cambio que además no es puntual, sino que ha venido para quedarse.
Telecos	Neutral	Deutsche Telekom	Sector defensivo y con rentabilidad por dividendo atractiva. Pero potencial de crecimiento orgánico y rentabilidad ROCE (retorno sobre capital empleado) reducidos. Las subastas 5G implicarán un esfuerzo de inversión con retorno incierto con balances muy apalancados.
Tecnología (Semiconductores, Hardware)	Comprar	ASML, TSMC, Nvidia	Recomendamos comprar. El sector se enfrenta a un entorno de fuerte competencia y presión en precios, pero también el desarrollo del 5G y la fuerte demanda apoya el crecimiento del sector. Nos centramos en compañías líderes en sus segmentos y con un producto diferencial como es el caso de ASML, TSMC y Nvidia.

4.- Temática Trimestral

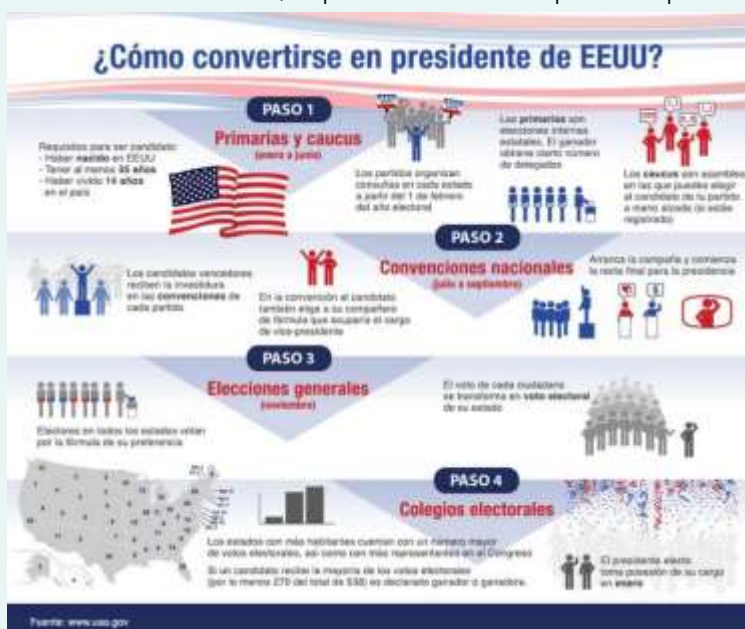
Elecciones EE.UU: el largo y complicado camino hacia la Presidencia de la primera potencia mundial.

Este año está marcado por uno de los principales eventos políticos a nivel global: la celebración de elecciones presidenciales en EE.UU. Por eso, en esta temática nos paramos a analizar uno de los procesos electorales más largos y complejos entre las principales democracias del mundo.

Empecemos por el principio ¿quién puede ser Presidente de EE.UU.?

Cualquiera que cumpla tres requisitos fijados por la Constitución: haber nacido en EE.UU., tener mínimo 35 años y haber residido en el país al menos durante 14 años.

En realidad, ésta es la parte más sencilla de un proceso electoral largo y complicado que culmina en la celebración de elecciones cada cuatro años, el primer martes después del primer lunes de noviembre.



PRIMER PASO: Primarias y *Caucus*.

El proceso electoral comienza con la celebración de primarias o *caucus* (asambleas de partidos) dependiendo de cada Estado. Son dos métodos distintos que persiguen el mismo fin: que los Estados participen en la selección un potencial candidato presidencial. Cada candidato a presidente de un mismo partido busca obtener el mayor número de delegados que le apoyen para después luchar en las elecciones generales representando a su partido.

La principal diferencia entre ambos procesos (primarias y *caucus*) es que las primarias corren a cargo de los gobiernos estatales y locales y el voto es secreto. Los *caucus* son asambleas organizadas por los partidos políticos.

SEGUNDO PASO: Convención Nacional

Los delegados ganadores en las primarias y *caucus* votan a su candidato presidencial en la Convención Nacional. Éste es el momento en el que arranca la campaña electoral.

En el caso de que ningún candidato obtenga la mayoría de delegados durante las primarias y las asambleas del partido, los delegados de la convención eligen al candidato que van a nominar a través de rondas de votación adicionales.

Estrategia de Inversión 4T 2020

TERCER PASO: COLEGIO ELECTORAL

Una vez concluida la campaña electoral, llega el día de la votación (este año el 3 de noviembre).

Todos los votantes deben estar registrados en un censo electoral. La edad mínima depende de cada Estado pero, en general, se fija en 18 años.

Sistema de votación indirecto: Los Electores

En EE.UU. los votos no van dirigidos directamente al candidato del partido elegido, sino que es un sistema de voto "indirecto". Los ciudadanos votan a los Electores, que son personas afines a un partido. Cada Estado tiene tantos electores como miembros en el Congreso (Cámara de Representantes y Senado), lo que a su vez depende de la población de cada Estado. De esta forma hay Estados con tres Electores (Dakota del Norte) y otros con 55 (California). En total hay 538, por lo que se necesita 270 para ser elegido Presidente.

Son los Electores quienes votan realmente al candidato a la presidencia en representación de la población. Curiosamente no tienen obligación legal de seguir el voto popular, sólo obligación moral. Aunque en la práctica es muy raro no ceñirse a la decisión de los ciudadanos.

Número de Electores por Estado:

Sistema de recuento fuera de lo común: *First past the post*

El recuento de votos también es distinto a lo común. Utilizan el sistema conocido como *First past the post*. El partido que consigue más votos gana el total de los Electores de ese Estado (en vez del número de Electores proporcional a los votos conseguidos). La única excepción a esta regla son Nebraska y Maine.

Este sistema hace que los llamados *swing states* (estados bisagra) sean determinantes. La inclinación política en ellos no está clara y normalmente los candidatos a la presidencia se centran mucho en ellos. Tratan de ganar el voto, aunque sea por escaso margen, para así llevarse todos sus Electores. De tal modo que los partidos muchas veces no hacen campaña en Estados donde la intención de voto es clara y favorece a sus contrarios. Entre los *swing states*, Arizona, Florida, Colorado, Michigan, Minnesota, North Carolina, Pennsylvania, Wisconsin, Ohio, Iowa, Maine, Virginia, New Hampshire y Nevada.

Estrategia de Inversión 4T 2020

CUARTO PASO: El voto final de los Electores.

El resultado de las elecciones lo determinan los Electores elegidos. Esto implica que en la mayoría de los casos es posible anticipar el ganador la misma noche de las elecciones al terminar el recuento de la votación popular. Sin embargo, es la votación del Colegio Electoral la que determina oficialmente al ganador. Esto tiene lugar a mediados de diciembre. En ese momento, cuando se conoce la votación de los Electores, el Presidente de los EE.UU. es investido oficialmente.

Este sistema lleva a que puedan darse situaciones *especiales*. Es posible ganar la votación popular (tener mayor número de votos), pero perder la votación del Colegio Electoral. De hecho, fue lo que sucedió en 2016 (Clinton vs. Trump), en 2000 (Al Gore vs. Bush) y en tres ocasiones en el siglo XIX.

PASO 5: Día de la Inauguración Presidencial

El Día de la Inauguración Presidencial ocurre cada cuatro años el 20 de enero (o 21 de enero si el 20 cae en domingo) en el edificio del Capitolio de EE. UU.



Finalmente, conviene recordar que, coincidiendo con las elecciones presidenciales, también se celebran dos procesos paralelos: la renovación total de la Cámara de Representantes y de un tercio del Senado.

La Cámara de Representantes consta de 435 miembros y se renueva cada dos años por completo. Por su parte, el Senado tiene 100 miembros (dos por Estado). El mandato de cada senador es de seis años, de tal manera que esta cámara se renueva por tercios cada dos años.

Estrategia de Inversión 4T 2020

ANEXO I.

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

España: Cifras clave (%)	2016	2017	2018	2019	2020			2021			2022		
					Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	3,0	2,9	2,4	1,9	-14,0	-13,1	-12,2	4,4	7,0	9,6	1,0	1,5	2,0
Consumo Privado	3,0	3,0	1,8	0,9	-19,9	-19,4	-16,4	5,8	8,3	11,3	1,0	1,5	1,9
Consumo Público	1,0	1,0	1,9	2,4	3,7	3,5	3,2	2,0	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Formación Bruta Capital Fijo	2,4	5,9	5,3	2,7	-14,0	-13,6	-13,3	2,1	3,3	6,5	1,2	1,6	1,4
Demanda Interna	2,1	3,1	2,7	1,4	-12,9	-12,4	-11,1	4,0	5,6	7,9	1,2	1,6	1,8
Exportaciones	5,4	5,6	2,2	2,3	-26,9	-25,4	-25,2	5,4	10,3	12,8	1,0	1,5	3,3
Importaciones	2,7	6,6	3,3	0,8	-26,5	-26,5	-23,5	4,3	6,5	8,0	2,0	2,0	3,0
Demanda Exterior	0,9	-0,2	-0,4	0,6	-1,0	-0,8	-1,2	0,4	1,4	1,7	-0,3	-0,1	0,2
Déficit Público	-4,3	-3,0	-2,5	-2,7	-14,0	-12,0	-10,0	-11,0	-9,0	-7,0	-8,0	-6,5	-5,0
Deuda Pública	99	98,1	97,6	95,5	126,7	123,5	120,4	131,3	124,4	117,9	124,5	129,1	111,9
Tasa de Paro (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	24,0	23,2	22,4	20,0	17,6	15,3	20,7	17,1	13,5
IPC	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,4	0,0	0,4	0,2	0,6	1,0	0,6	1,0	1,4

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

Estrategia de Inversión 4T 2020

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

Portugal, cifras clave	2019r	Pesimista	2020e Central	Optimista	Pesimista	2021e Central	Optimista	Pesimista	2022e Central	Optimista
PIB	2,2%	-8,5%	-5,6%	-2,7%	5,9%	4,2%	3,0%	1,2%	51,6%	2,8%
Consumo privado	2,3%	-4,0%	-3,0%	-2,0%	3,5%	5,0%	2,5%	0,5%	1,6%	1,8%
Consumo público	0,8%	1,0%	2,4%	3,0%	1,2%	0,5%	0,2%	0,2%	0,5%	0,5%
Formación bruta de capital fijo	6,7%	-7,2%	-6,3%	-3,0%	6,8%	5,5%	4,0%	1,5%	3,0%	3,2%
Demanda interna	2,8%	-4,5%	-2,7%	-1,7%	4,8%	4,1%	3,0%	1,0%	1,6%	2,0%
Demanda externa (aportación)	-0,6%	-4,0%	-2,2%	-1,0%	1,1%	0,1%	0,0%	0,2%	0,4%	0,8%
Déficit Público/PIB	+0,2%	-8,0%	-6,7%	-5,8%	-5,0%	-3,0%	-1,5%	-3,0%	-2,0%	0,0%
Deuda/PIB	118%	135%	130%	128%	135%	132%	128%	132%	128%	125%
Bono 10 años (TIR, Dic)	0,5%		0,4%/0,7%			0,5%/0,7%			0,6%/0,8%	
Tasa de Paro (Dic)	6,7%	11,2%	10,5%	9,5%	10,0%	9,5%	8,2%	8,5%	7,2%	6,5%
IPC (Dic)	0,4%	-0,5%	0,0%	0,5%	0,0%	0,5%	0,8%	0,0%	0,5%	1,0%

Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 4T 2020

ANEXO II: (Link directo al documento disponible sobre cada imagen)

Carteras Modelo de Fondos

ANÁLISIS Y MERCADOS
Carteras Modelo de Fondos
23 de septiembre de 2019

1. Composición de la cartera modelo de fondos.
2. Evolución de la cartera modelo de fondos.
3. Cartera modelo de fondos.
4. Composición de la cartera modelo de fondos.
5. Evolución de la cartera modelo de fondos.
6. Rendimiento de la cartera modelo de fondos.

1. Composición de la cartera modelo de fondos

Porcentaje de inversión en cada categoría

Categoría	Acciones	Deuda	Alternativa	Derivados
Acciones	75%	25%	0%	0%
Deuda	0%	75%	0%	0%
Alternativa	0%	0%	75%	0%
Derivados	0%	0%	0%	75%

Selección Estabilidad

ANÁLISIS Y MERCADOS
Cartera de Fondos: Selección Estabilidad
23 de septiembre de 2019

Cuadro resumen de la evolución:

SELECCIÓN ESTABILIDAD 2019	YTD(1)	Ratio Ret. 2007/19	2019	2017	2018	2015	Vol. (M)	Ratio M	Clase	ISM
Mutualidad Enhanced Yield Short Term	+3.7%	+2.1%	-1.2%	+3.2%	+3.1%	+0.0%	1.0	11.311	1840	ES00055VMA21
Carrión de Seguridad	+3.0%	+2.5%	-3.0%	+0.0%	+2.1%	+1.1%	1.0	8.614	1247	FR0013118121
Nordea European Diversed Bond	+6.0%	+4.3%	+0.3%	+1.4%	+4.1%	+0.3%	1.0	3.389	1779	LU0018112475
WACI2019 (USD)	+5.0%	+4.2%	-0.7%	+0.4%	+7.0%	+2.0%	1.0	24.448	5842	ES0007471083
Nordea Euro Divers Bond (SEK)	+4.0%	+3.1%	-2.0%	+2.0%	+4.0%	+0.4%	1.0	0.019	1780	LU0213453771
Tobago Global Multi Asset Income	+3.0%	+2.4%	-0.0%	+5.4%	+0.2%	+0.2%	3.0	0.013	5234	LU0007487230
Praxion F2 Alternative Strategies (USD)	+6.0%	+1.3%	-2.9%	+5.0%	+0.0%	-0.6%	1.0	1.264	5714	LU0501474618
Pictet USD Government Bond	+7.4%	+3.0%	+0.3%	+3.2%	+0.1%	+0.5%	1.0	141	1781	LU0128420183
Nordea Local Return	+7.0%	+3.4%	-3.4%	+3.0%	+0.0%	+2.9%	6.2	30.116	1481	LU0212840201
PROMEDIO SELECCIÓN ESTABILIDAD	+6.2%	+2.9%	-2.3%	+3.2%	+3.0%	+0.5%				

TOP Selección Fondos

ANÁLISIS Y MERCADOS
TOP Selección Fondos. Lista de Clasificación de Análisis
23 de septiembre de 2019

CUADRO

Categoría	Fondo	ISM	Ratio	Vol. (M)	Ratio M	Clase
Acciones	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
	Carrión de Seguridad	1247	3.0%	8.614	3.0%	FR0013118121
	Nordea European Diversed Bond	1779	6.0%	3.389	6.0%	LU0018112475
	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
	Nordea Euro Divers Bond (SEK)	1780	4.0%	0.019	4.0%	LU0213453771
	Tobago Global Multi Asset Income	5234	3.0%	0.013	3.0%	LU0007487230
	Praxion F2 Alternative Strategies (USD)	1779	6.0%	3.389	6.0%	LU0501474618
	Pictet USD Government Bond	1781	7.4%	141	7.4%	LU0128420183
	Nordea Local Return	1481	7.0%	30.116	7.0%	LU0212840201
	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
Deuda	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083
	WACI2019 (USD)	5842	4.2%	24.448	5.8%	ES0007471083

Carteras Modelo de Acciones Españolas



Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo de Acciones USA

Valor	Punto	Cartera	Inicial	Final	Variación
PepsiCo	151,83	2,1%	111,40	110,38	-0,92%
Wal-Mart	39,50	2,1%	98,50	94,18	-4,38%
MasterCard	269,58	2,1%	213,27	213,27	0,00%
Microsoft	139,86	2,1%	116,23	116,23	0,00%
Alibab	99,10	2,1%	87,01	87,01	0,00%
Facebook	103,00	2,1%	79,23	79,23	0,00%
Huawei	207,97	2,1%	213,03	213,03	0,00%
Procter & Gamble	101,80	2,1%	116,04	116,04	0,00%
Costa-Cola	51,20	2,1%	52,03	52,03	0,00%
Walt	173,20	2,1%	178,00	178,00	0,00%
Target	88,81	2,1%	88,80	88,80	0,00%
Mc Donald's	207,66	2,1%	210,72	210,72	0,00%
Campbell Soup	88,10	2,1%	92,99	92,99	0,00%
Walt Disney	139,50	2,1%	143,01	143,01	0,00%
Intuitive Surgical	54,72	2,1%	55,40	55,40	0,00%
Amazon	189,00	2,1%	286,78	286,78	0,00%
Google	192,80	2,1%	118,00	118,00	0,00%
Apple	197,82	2,1%	213,01	213,01	0,00%
Colgate Palmolive Co.	71,87	2,1%	71,76	71,76	0,00%

Carteras Modelo de Acciones Dividendo

Empresa	Código	ISIN	Sector	Valor	Peso	Variación
Aegion	302100003	BE	1,3%	15,00	1,3%	0,5%
Amgen	302100003	BE	1,3%	15,00	1,3%	0,5%
Novartis	302100003	BE	1,3%	15,00	1,3%	0,5%

Estrategia de Inversión 4T 2020

ANEXO III.

Nasdaq-100, BPAs y ROEs 2020 esperados por el consenso² para cada compañía del índice.

Compañía	Capitalización, M\$	BPA'20e, \$	ROE'20e	Compañía	Capitalización, M\$	BPA'20e, \$	ROE'20e
Apple Inc	1.920.273	3,84	40,8%	Lululemon Athletica Inc	41.094	5,77	25,5%
Microsoft Corp	1.572.710	6,68	39,5%	DocuSign Inc	39.322	0,81	3,7%
Amazon.com Inc	1.550.319	57,46	18,3%	DexCom Inc	38.523	3,10	22,1%
Alphabet Inc	980.901	67,57	9,3%	Electronic Arts Inc	37.887	5,71	-1,4%
Facebook Inc	725.935	10,69	13,2%	Cognizant Technology Solutions Corp	36.916	3,84	3,9%
Tesla Inc	379.563	2,78	58,1%	eBay Inc	36.730	3,86	102,8%
NVIDIA Corp	317.724	10,39	31,5%	Xcel Energy Inc	35.986	2,92	n/d
Adobe Inc	230.160	10,96	43,7%	Kraft Heinz Co/The	35.614	2,52	3,8%
PayPal Holdings Inc	219.700	4,32	15,2%	Exelon Corp	34.594	2,95	n/d
Netflix Inc	212.958	8,69	39,5%	Cintas Corp	34.207	9,16	26,6%
Intel Corp	212.395	4,74	26,1%	NXP Semiconductors NV	33.459	6,21	8,9%
Comcast Corp	210.818	2,80	11,6%	O'Reilly Automotive Inc	32.935	21,98	74,6%
PepsiCo Inc	184.918	5,79	39,9%	Seattle Genetics Inc	32.181	-0,28	n/d
Cisco Systems Inc	162.775	3,13	29,8%	IDEXX Laboratories Inc	32.136	6,11	n/d
ASML Holding NV	153.442	9,48	29,8%	Synopsys Inc	31.642	6,09	20,8%
Costco Wholesale Corp	151.165	9,63	21,5%	Ross Stores Inc	31.304	3,08	6,4%
Charter Communications Inc	145.303	18,11	7,9%	Walgreens Boots Alliance Inc	30.701	5,01	9,2%
Broadcom Inc	144.326	24,84	46,8%	Marriott International Inc/MD	30.158	2,14	-46,7%
Amgen Inc	142.804	16,56	n/d	Splunk Inc	29.655	0,29	4,0%
Zoom Video Communications Inc	141.215	2,30	n/d	Verisk Analytics Inc	29.447	5,22	27,9%
T-Mobile US Inc	138.659	2,73	5,6%	KLA Corp	29.147	11,59	45,4%
QUALCOMM Inc	129.156	6,50	77,8%	Cadence Design Systems Inc	28.917	2,69	35,0%
Texas Instruments Inc	126.693	5,55	29,7%	PACCAR Inc	28.914	4,47	9,5%
JD.com Inc	116.851	14,27	n/d	Paychex Inc	27.970	2,83	15,6%
Pinduoduo Inc	101.371	0,11	n/d	Moderna Inc	27.412	1,57	n/d
Starbucks Corp	98.547	2,68	-28,3%	ANSYS Inc	26.780	6,67	11,7%
Advanced Micro Devices Inc	91.641	1,49	34,0%	Fastenal Co	25.744	1,54	24,5%
Intuit Inc	83.386	8,61	11,3%	Alexion Pharmaceuticals Inc	25.080	11,90	n/d
Mondelez International Inc	80.208	2,75	10,1%	Align Technology Inc	25.049	5,67	8,2%
Intuitive Surgical Inc	78.844	12,21	8,3%	Microchip Technology Inc	25.005	6,34	16,8%
Gilead Sciences Inc	78.044	6,97	n/d	Xilinx Inc	24.517	3,35	15,6%
Vertex Pharmaceuticals Inc	69.852	10,95	n/d	Copart Inc	24.478	2,97	n/d
Fiserv Inc	68.391	5,12	9,0%	VeriSign Inc	23.612	6,09	n/d
Booking Holdings Inc	67.883	56,27	29,0%	Skyworks Solutions Inc	23.051	6,87	25,9%
NetEase Inc	65.252	144,85	n/d	Sirius XM Holdings Inc	22.222	0,26	n/d
Activision Blizzard Inc	62.506	3,32	14,1%	Dollar Tree Inc	21.220	5,60	17,5%
Regeneron Pharmaceuticals Inc	61.076	32,53	n/d	Cerner Corp	21.166	3,13	12,9%
CSX Corp	59.735	4,01	21,5%	Take-Two Interactive Software Inc	18.955	5,25	20,5%
Automatic Data Processing Inc	57.831	5,25	25,6%	Incyte Corp	18.928	2,68	n/d
Micron Technology Inc	54.594	4,13	9,0%	Trip.com Group Ltd	17.881	4,84	n/d
Applied Materials Inc	53.180	4,59	34,4%	Maxim Integrated Products Inc	17.495	2,50	n/d
MercadoLibre Inc	52.792	1,64	-1,3%	Check Point Software Technologies Ltd	16.851	6,76	25,4%
Workday Inc	51.140	2,81	26,2%	Citrix Systems Inc	16.816	6,09	-431,5%
Autodesk Inc	49.952	4,87	n/d	CDW Corp/DE	16.085	6,22	74,3%
Lam Research Corp	47.918	21,63	35,6%	Fox Corp	15.966	2,01	11,9%
Illumina Inc	43.892	6,04	9,9%	BioMarin Pharmaceutical Inc	14.035	1,73	n/d
Biogen Inc	43.264	31,94	9,6%	Expedia Group Inc	13.215	-0,74	-8,1%
Baidu Inc	42.666	59,69	n/d	Liberty Global PLC	12.228	0,41	n/d
Analog Devices Inc	41.938	5,55	2,1%	Ulta Beauty Inc	12.213	8,36	7,6%
Monster Beverage Corp	41.554	2,47	19,8%	Western Digital Corp	11.638	3,91	4,7%
Compañías con BPA negativo/ROE medio						2	15,1%

² Según consenso de estimaciones Bloomberg al 28 sept. 2020.