

Estrategia 2º trimestre 2020

Shock de impacto. No cambio de ciclo... salvo extensión de plazos. Consolidación y rebote desde abril. El mercado NO "desaparecerá".

Índice

Resumen	4
Síntesis de estimaciones	5
1.- Perspectiva Global	7
2.- España y Portugal	27
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	32
ANEXO I: Carteras Modelo de Fondos y Acciones de Análisis Bankinter.	39

Equipo de Análisis y Asesoramiento

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

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

Estrategia de Inversión 2T 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 han sido comunicadas previamente a los emisores directa o indirectamente.

Los informes de análisis emitidos por Bankinter S.A se han elaborado de acuerdo con las políticas del Grupo Bankinter para gestionar los conflictos de interés. El Grupo Bankinter cuenta con procedimientos internos, medidas de control y un Reglamento interno de conducta para gestionar, prevenir y mitigar los conflictos de interés, incluyendo áreas separadas y en su caso, establecer medidas para prevenir y

Estrategia de Inversión 2T 2020

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.

Resumen

- *Se trata de un "shock de impacto" y no necesariamente de un cambio de ciclo...-*

O, al menos, estamos a tiempo y disponemos de los medios para evitar que se convierta en esto último. De momento es sólo un "shock de impacto" porque su causante es un factor exógeno a la economía que ha provocado un efecto inmediato y profundo. Pero si la economía permaneciera bloqueada durante demasiado tiempo podría terminar derivando en un ciclo económico contractivo. Pensamos que la situación es reconducible y los daños soportables siempre que, tomando como referencia a Italia y España, la actividad económica se reanude a lo largo de la segunda quincena de abril. Obviamente, cuanto más cerca de junio o más se adentre en ese mes, superior es el riesgo de que se convierta en un ciclo económico contractivo.

- *Identificamos dos conditio sine qua non para que la situación se reconduzca en el corto plazo.-*

La primera es el convencimiento por parte del mercado de que los medios que despliegan combinadamente bancos centrales y gobiernos son, en la práctica, de "dimensión infinita" y que, además, ambos tienen la determinación de emplearlos. La segunda, que las cifras de afectados por el COVID-19 empiecen a mejorar o, al menos, dejen de ser sostenidamente preocupantes. La primera ya se cumple, pero la segunda aún no... aunque estimamos que es cuestión de poco tiempo que sí lo haga: el flujo de noticias sobre el virus mejorará en cualquier momento no lejano.

- *Se subestima la capacidad de reconducción de las medidas de bancos centrales y gobiernos...-*

...mientras que se sobreestima el daño estructural que potencialmente causará el COVID-19 a juzgar por las agresivas revisiones a la baja de los PIBs que han comenzado a publicarse y que creemos están más dirigidas por la intuición y el miedo que por la objetividad. Mientras no haya una pérdida estructural de empleo creemos que tendrá lugar un efecto "embalsamiento - desembalsamiento" de Consumo Privado y Demanda Final. Este proceso será más probable en aquellas economías en las que los estímulos de los gobiernos incluyan inyecciones de liquidez efectiva e incluso entregas de efectivo y menos allí donde las medidas adopten mayoritariamente la forma de avales.

- *¿Cuánto tiempo durará esto?-*

Seguimos anclados a nuestra estimación de tiempos, que realizamos a principios de marzo cuando el mercado cayó casi en vertical, y que parece cumplirse: marzo dolor y estabilización; abril consolidación y recuperación. Todavía habrá días y semanas malas. Sin embargo, el proceso de recuperación se pondrá - está poniéndose ya - en marcha y queda mucho 2020, con elecciones americanas el 3 de noviembre inclusive - no subestimemos tampoco este factor de presión sobre la actual Administración americana para actuar - para reconducir la situación más rápidamente de lo que generalmente se cree ahora.

- *El día después no será en absoluto malo.-*

La herencia que nos dejará esta especie de crisis relámpago se compondrá de márgenes empresariales aún más estrechos, menores costes energéticos y financieros, financiación aún más accesible y bancos centrales como jugadores permanentes de los mercados.

- *¿Ofrecen valor las bolsas en las actuales circunstancias y con todo lo que ha pasado?-*

Sí. Potenciales de doble dígito bajo, pero seguimos recomendando concentrarse en bolsa americana y EuroStoxx-50. Y eso a pesar de que el impacto sobre los resultados esperados de las compañías en todo el mundo será severo a lo largo sobre todo de 2020 y menos en 2021. La sobrepenalización que han sufrido las bolsas las coloca en niveles francamente atractivos.

Estrategia de Inversión 2T 2020

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

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

Estrategia de Inversión 2T 2020

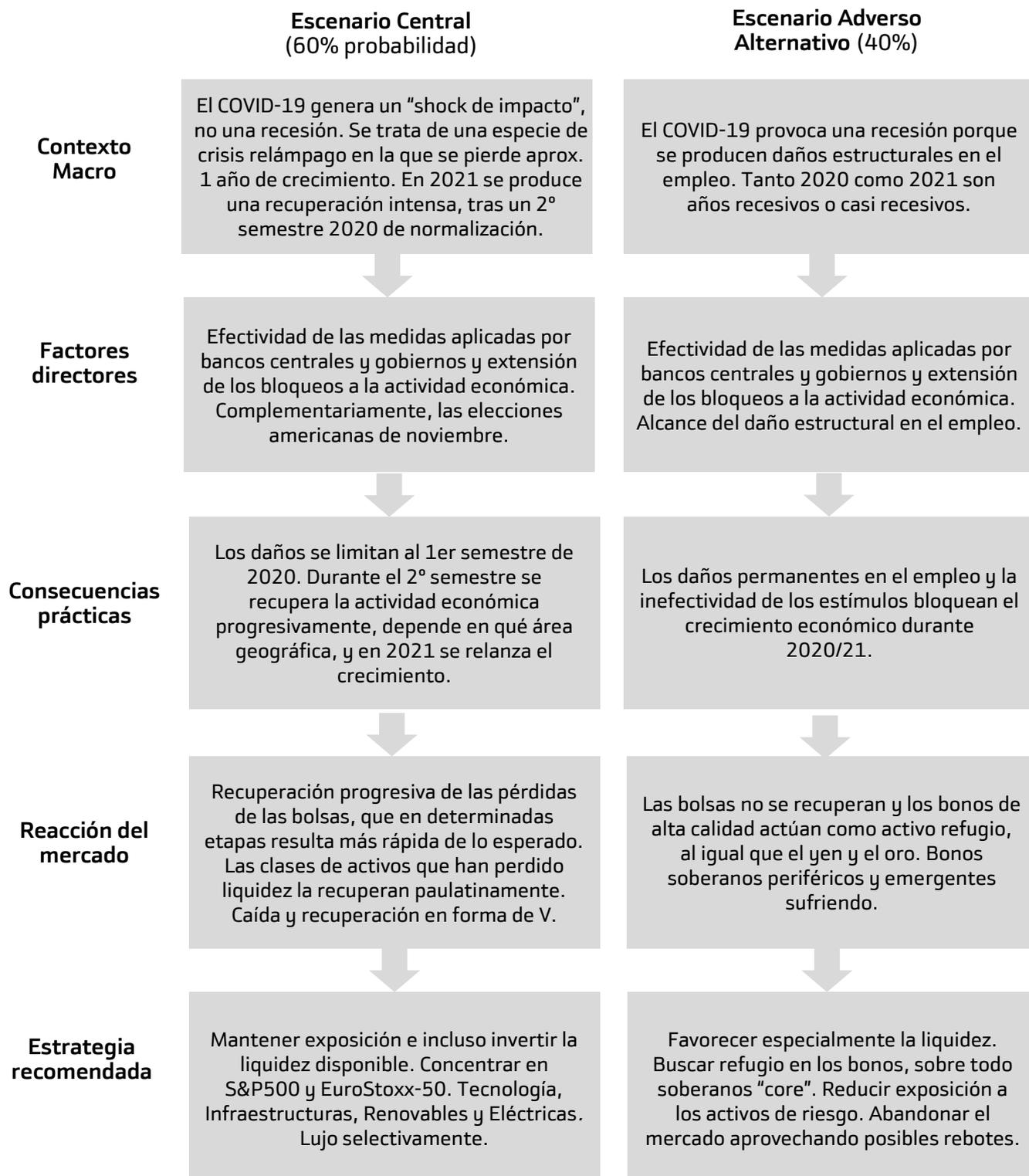
Estimaciones Bankinter	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e
5.- Tipos oficiales (Dic.)							
UEM. Tipo intervención	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM. Tipo depósito	-0,30	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50
UEM. Compra activos (m€ / mes)	60	80	60	15	20	120	80
EE.UU.	0,25/0,5	0,5/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	0,0/0,25	0,0/0,25
R.Unido	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	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
Japón	0/0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,00	4,00
India	6,75	6,25	6,00	6,50	5,15	3,90	3,90
Brasil	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	3,90	3,90
México	3,37	5,78	7,25	8,25	7,25	6,00	5,25
Turquía	7,50	8,00	8,00	24,00	12,00	9,25	8,75
6.- Bono 10A (Dic.)							
España	1,76	1,36	1,56	1,41	0,47	+0,4/+0,7	+0,45/+0,75
Prima de riesgo España	113	115	114	117	70	100	85/95
Alemania	0,63	0,21	0,42	0,24	-0,18	-0,6/-0,3	-0,4/-0,2
Portugal	2,52	3,76	1,94	1,71	0,43	0,80	1,00
EE.UU.	2,26	2,45	2,35	2,69	1,92	1,00	1,40
R.Unido	1,96	1,24	1,20	1,28	0,82	0,40	0,40
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,12	0,10	0,20
Suiza	-0,40	-0,20	-0,20	-0,28	-0,47	-0,60	-0,40
Japón	0,26	0,05	0,04	-0,01	-0,02	0,00	0,10
Turquía	10,46	11,08	11,35	16,00	11,90	14,10	13,40
7.- Divisas							
Eurodólar	1,086	1,052	1,175	1,147	1,121	1,10/1,15	1,12/1,17
Euroyen	130,6	123,0	135,3	125,8	121,8	119/123	122/128
Dólar yen	120,2	117,0	112,7	109,7	108,6	107/108	108/109
Euro libra	0,737	0,84	0,88	0,90	0,85	0,87/0,92	0,83/0,87
Euro suizo	1,088	1,07	1,16	1,13	1,085	1,17/1,03	1,20/1,04
8.- Materias primas (Dic.)							
Petróleo (Brent, \$/b.)	37,3	53,6	66,9	53,8	66	35,0	40,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	37,0	53,7	60,4	45,4	61	30,0	38,0
Oro (\$/oz.)	1.061	1.141	1.256	1.282	1.517	1.600	1.550

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*

Perspectiva Global: El contexto



Estrategia de Inversión 2T 2020

Informe de Estrategia de Inversión 2T 2020

Abril/Junio, 2020.

1.- Perspectiva Global.

*"De lo que tengo miedo es de tu miedo."**W. Shakespeare*

Vivimos una experiencia histórica, aunque sin duda todos hubiéramos preferido evitarla. Cualquier *shock* de mercado anterior ha sido diferente al del COVID-19. Diferente en dos aspectos clave: (i) La velocidad del impacto, su inmediatez; sin progresividad que proporcione tiempo para reaccionar y eludirlo, y (ii) su origen, exógeno a la economía; un virus de consecuencias desconocidas con una impresionante capacidad para expandirse en un mundo que está más globalizado e interrelacionado que nunca, en el que las comunicaciones físicas le sirven de vehículo para extenderse.

En impactos anteriores sobre el mercado y/o el ciclo económico el deterioro de la situación había sido progresivo, con tiempo para reaccionar si se realizaba un diagnóstico temprano del cambio de perspectiva. Se podían reducir riesgos a tiempo como para evitar una gran parte del daño. En esta ocasión no. Pero también por eso es más probable, si se adoptan las medidas adecuadas, que la duración del impacto sea breve. La clave de bóveda en esta ocasión es evitar que los daños se conviertan en estructurales, particularmente en lo que al empleo se refiere. Éste determina el Consumo Privado (que representa más del 50% del PIB en casi cualquier economía), el cual determina, a su vez, la Inversión Empresarial. Si ambos factores caen, la recaudación fiscal también lo hace y eso limita la capacidad de respuesta de la economía ante el desafío, al tiempo que eleva la carga de la deuda que habrá que pagar en el futuro.

Cualquier shock de mercado anterior ha sido diferente al del COVID-19.

Es probable, si se adoptan las medidas adecuadas, que la duración del impacto sea breve. Hay que evitar a toda costa el daño estructural en el empleo.

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

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

e = Estimación propia

(*) Dic. 2019. Informe de Estrategia de Inversión 2020.

Estrategia de Inversión 2T 2020

La oportunidad de una solución rápida no existía en eventos de impacto anteriores (guerras, burbujas de activos, reversiones del ciclo económico, etc.) sencillamente porque las herramientas de política monetaria y fiscal de que hoy disponen bancos centrales y gobiernos respectivamente nunca antes habían tenido la dimensión y el alcance actuales. **En un mundo prácticamente sin inflación, los bancos centrales han cambiado su rol principal: de detractores a promotores de inflación.** Eso les ha convertido, desde la Crisis Financiera de 2008, en *directores de orquesta* de un mercado (bolsas y bonos) que ya nunca estará solo, ni funcionará como antes. Con las connotaciones positivas, pero también negativas que esto tiene.

En un mundo prácticamente sin inflación, los bancos centrales han cambiado su rol principal: de detractores a promotores de inflación.

Pero ahora viene bien que esto sea así porque **los gobiernos por sí solos no podrían reconducir este shock** del COVID-19 debido a que la mayoría de ellos están excesivamente endeudados. Endeudamiento que, inoportunamente, se adquirió a lo largo de la fase expansiva del ciclo económico, durante la recuperación de la Crisis Financiera, etapa durante la cual precisamente deberían haber controlado el nivel de gasto para favorecer la reducción del endeudamiento. Eso habría proporcionado un mayor margen de actuación financiera ahora que es necesaria. España no es ni mucho menos una excepción en este aspecto.

Los gobiernos por sí solos no podrían reconducir este shock

Pero **la capacidad de actuación de los bancos centrales es, en la práctica, infinita mientras la inflación esté prácticamente desaparecida.** Y la globalización es tan agresiva con los precios y los márgenes de las empresas, casi en cualquier lugar del mundo y en cualquier negocio, que su resurrección resulta francamente improbable. Eso otorga una oportunidad única para contrarrestar rápidamente el impacto del COVID-19 y evitar que los daños terminen siendo estructurales, sobre todo en el empleo.

La capacidad de actuación de los bancos centrales es, en la práctica, infinita mientras la inflación esté prácticamente desaparecida.

Se trata de un **"shock de impacto" y no necesariamente de un cambio de ciclo.** O, al menos, estamos a tiempo y disponemos de los medios para evitar que se convierta en esto último. De momento es sólo un "shock de impacto" porque su causante es un factor exógeno a la economía que ha provocado un efecto inmediato y profundo. Pero si la economía permaneciera bloqueada durante demasiado tiempo podría terminar derivando en un ciclo económico contractivo. ¿Cuánto tiempo sería demasiado? Es imposible precisarlo con precisión, pero consideramos que más de 8 semanas de bloqueo serían demasiado y los daños terminarían siendo estructurales. Por eso pensamos que la situación es reconducible y los daños soportables siempre que, tomando como referencia a Italia y España, la actividad económica se reanude a lo largo de la segunda quincena de abril. Obviamente, cuanto más cerca de junio o más se adentre en ese mes, superior es el riesgo de que este todavía "shock de impacto" se convierta en un ciclo económico contractivo.

Se trata de un "shock de impacto" y no necesariamente de un cambio de ciclo.

Hasta aquí los **riesgos.** Ahora pensemos en las **soluciones.** Identificamos **dos conditio sine qua non** para que la situación se reconduzca en el corto plazo, sin daños estructurales irremediables. La primera es el convencimiento, la firme aceptación, por parte del mercado de que los medios de que disponen combinadamente bancos centrales y gobiernos son de "dimensión infinita" en la práctica y que, además, ambos tienen la determinación de emplearlos. El segundo, que las cifras de afectados empiecen a mejorar o, al menos, dejen de ser sostenidamente preocupantes.

Estrategia de Inversión 2T 2020

De estos 2 requisitos clave para la normalización, ya se cumple el primero de ellos. Por eso las bolsas vienen reaccionando con un tono predominantemente alcista desde aproximadamente el pasado jueves 19 de marzo, aunque aún con fuertes altibajos, comportamiento ciclotímico típico de una recuperación aún frágil e insegura. Pero en el fondo significa, en la práctica, que el mercado admite que no conviene "ponerse delante" de las medidas adoptadas por los bancos centrales. Y no tanto porque los tipos de intervención se reduzcan hasta nivel cero o pseudo-cero casi en cualquier economía relevante del mundo, como ya ha sucedido, sino porque el empuje de las inyecciones de liquidez, de los estímulos monetarios enfocados a la compra de activos (esta vez no sólo bonos de manera selectiva, sino generalizada y en ocasiones también bolsas), es imbatible.

Lo de menos es cuantificar las medidas, los importes. Eso fue relevante en la Crisis Financiera de 2008, pero hoy ya no. El convencimiento de que los bancos centrales introducirán los estímulos que sean necesarios, de la dimensión que sea precisa, sin límites, para dar soporte a la economía global y al precio de los activos es suficiente para que funcione. Pero, por cuantificar las medidas más visibles, la Fed probablemente duplicará el tamaño de su balance en tiempo récord. ¿Cuánto es ese tiempo? Pues teniendo en cuenta que su balance previo al COVID-19 era de aproximadamente 4,0/4,5%Bn\$ y que sólo en la semana del 23 al 27 de marzo introdujo la friolera de 125.000M\$ diarios en compra de bonos soberanos y corporativos, MBS y otro activos, y que nada lleva pensar que esas inyecciones se hayan detenido, basta hacer un cálculo rápido para darse cuenta de que en unos 10 días habrá ampliado su balance en 1,25Bn\$. Por tanto, de continuar así, habrá doblado su balance en apenas solo 36 días... Pero la aún insegura recuperación de las bolsas no se debe tanto a lo que impresionan estos cálculos rápidos (a ellos habría que añadir los importes del BCE, BoJ, BoE y demás bancos centrales del mundo), sino a la fe, al convencimiento, que el mercado ya pone en la infinita dimensión práctica y en la rotunda efectividad de las medidas.

El segundo requisito - la mejora de las cifras de afectados por el virus - aún no se cumple, pero es cuestión de poco tiempo que sí lo haga: el flujo de noticias sobre el virus mejorará en cualquier momento. En cuanto en Italia declinen los nuevos infectados/día y los nuevos sanados/día aumenten sostenidamente. Y esto ya casi ha comenzado a suceder porque el lunes 30 de marzo (¡ahora vivimos tan al día con esto!) el número de nuevos sanados prácticamente igualó al de nuevo infectados (1.590 vs 1.648). Y en España ambas cifras empiezan a acercarse (2.071 vs 3.515). Aunque es pronto para dar por conseguida una mejora sostenida, las cifras presentan un aspecto menos malo y en el momento en que el número diario de nuevos sanados supere al de nuevos infectados solo será cuestión de tiempo que la pandemia termine. Estimamos que en los países europeos más afectados esto podría suceder durante la primera quincena de abril y quince días o un mes más tarde en Estados Unidos, que enseguida pasará a ser la siguiente referencia, junto con Reino Unido.

Creemos que se subestima la capacidad de reconducción que tienen las medidas de bancos centrales y gobiernos, mientras que se sobreestima el daño estructural que potencialmente causará el COVID-19 a juzgar por las agresivas revisiones a la baja de los PIBs que han comenzado a publicarse y que creemos están más dirigidas por la intuición y el miedo que por la

Los requisitos sine qua non para que la situación se reconduzca en el corto plazo, sin daños estructurales irremediables.

La primera es el convencimiento por parte del mercado de que las medidas de bancos centrales y gobiernos son, en la práctica, de "dimensión infinita".

La segunda es la mejora de las cifras de afectados por el virus, que aún no se cumple, pero es cuestión de poco tiempo que sí lo haga.

Estrategia de Inversión 2T 2020

objetividad. En la Tabla 1.1 de la página 8 anterior mostramos nuestras estimaciones de crecimiento actualizadas para las principales economías del mundo, que ofrecen para 2020 un tono menos agresivo que el que generalmente aplica el mercado y contemplan una recuperación más bien rápida en 2021. Mientras no haya una pérdida estructural de empleo - por eso consideramos tan importante que los plazos de bloqueo de las economías no se extiendan! - creemos que tendrá lugar un efecto "embalsamiento - desembalsamiento" de Consumo Privado y Demanda Final. Este proceso será más probable en aquellas economías en las que los estímulos de los gobiernos incluyan inyecciones de liquidez efectiva e incluso de entrega de efectivo a familias y/o autónomos y/o pymes (como en Reino Unido y Estados Unidos) y menos allí donde las medidas adopten mayoritariamente la forma de avales (como en el caso de España).

¿Cuánto tiempo durará esto? Esta es la pregunta más difícil de todas. Seguimos anclados a nuestra estimación de tiempos, que realizamos a principios de marzo cuando comenzó esta pandemia y el mercado cayó casi en vertical, y que parece que se cumple: marzo dolor y estabilización; abril consolidación y recuperación. Todavía habrá días y semanas malas. Sin embargo, el proceso de recuperación se pondrá - está poniéndose ya - en marcha y queda mucho 2020, con elecciones americanas el 3 de noviembre inclusive - no subestimemos tampoco este factor de presión sobre la actual Administración americana para actuar - para reconducir la situación y dejar atrás el COVID-19 y sus consecuencias más rápidamente de lo que generalmente se cree ahora.

¿Ofrecen valor las bolsas en las actuales circunstancias y con todo lo que ha pasado? Nosotros pensamos que sí, a pesar de que el impacto sobre los resultados esperados de las compañías en todo el mundo será severo a lo largo sobre todo de 2020, pero también de 2021. Algunas entrarán directamente en pérdidas, otras verán severamente rebajados sus beneficios y muchas suspenderán o recortarán sustancialmente el dividendo. Al menos en 2020. Sin embargo, la sobrepenalización que han sufrido las bolsas las coloca en niveles francamente atractivos, principalmente el EuroStoxx-50 y el S&P 500. Para adaptar nuestras valoraciones al nuevo contexto, hemos aceptado, en grandes números, que los beneficios de 2020 se verán recortados a la mitad de media y que en 2021 se recuperarán apreciablemente pero, a pesar de ello, serán inferiores a los de 2019 desde una perspectiva de conjunto. Pues bien, aun teniendo en cuenta un escenario tan severo, nuestras valoraciones ofrecen los siguientes potenciales:

Se subestima la capacidad de reconducción que tienen las medidas de bancos centrales y gobiernos, mientras que se sobreestima el daño estructural que potencialmente causará el COVID-19.

Tendrá lugar un efecto "embalsamiento - desembalsamiento" de Consumo Privado y Demanda Final.

TABLA 1.2: Bolsas. Valoraciones y otras referencias.

	Var.%	Valoración 12 meses (2)			Potencial (4)	Máximo	Fecha del
	2020	Anterior(3)	Actual	30/03/20	12 meses	Histórico	máximo
Ibex-35	-30,3%	10.005	7.529	6.660	+13,0%	15.946	08.11.2007
EuroStoxx-50	-26,2%	4.338	3.420	2.766	+23,7%	5.464	06.03.2000
S&P 500	-18,7%	3.672	3.073	2.627	+17,0%	3.387	19.02.2020
Nikkei 225	-19,3%	25.044	20.262	19.085	+6,2%	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2020 hasta 30.03.2020. (2) Valoraciones estimadas para una perspectiva de 12 meses.

(3) Calculado en Dic. 2019 para Estrategia de Inversión 2020. (4) Potencial estimado desde el 30.03.2020.

Estrategia de Inversión 2T 2020

En el apartado 3 de este informe exclusivamente dedicado a las ideas de inversión y la asignación de activos se ofrece un mayor detalle de las cifras e hipótesis empleadas, así como de los 3 distintos escenarios contemplados: Pesimista, Central o Base y Optimista. En la Tabla 1.2 anterior se ofrece el escenario Central.

¿Cómo será el día después?

Básicamente, se consolidarán tendencias que ya conocíamos pero que pensábamos en algún momento revertirían. Ahora ya no. Al menos no en mucho tiempo.

Los **tipos de intervención** en el mundo permanecerán en cero o próximos a cero durante mucho tiempo. La financiación de empresas y familias será aún más barata y accesible que antes. Además, la aún mayor deuda asumida por los gobiernos hará implantable cualquier subida de tipos por el coste que eso supondría y que tendría que traducirse en mayores impuestos, asumiendo que los gastos de los estados son inercialmente alcistas casi irremediablemente.

El abaratamiento del **petróleo** probablemente se consolide por 2 motivos. El primero, la menor demanda estructural consecuencia de las mejoras tecnológicas en el aprovechamiento energético, tanto en vehículos como en industrias. En segundo lugar, los objetivos divergentes y competitivos entre sí de Arabia Saudí y Rusia, que hacen improbables recortes de producción en lo que queda de 2020, al menos. Esto implicará menores costes energéticos en las cuentas de resultados de las empresas, proporcionalmente más en las industriales.

Los **márgenes** de - nos atreveríamos a decir - de prácticamente cualquier negocio se estrecharán por el incremento de las presiones competitivas globales. Mucho más en el periodo de salida de esta "crisis de impacto".

Finalmente, los **bancos centrales permanecerán como jugadores clave** del mercado (bonos, pero también indirectamente en bolsas). Esto le proporcionará más estabilidad, pero también traerá consigo un mayor intervencionismo. La presión alcista sobre los precios de los activos reaparecerá en no mucho tiempo y la principal dificultad volverá a ser cómo identificar alternativas de inversión con retornos decentes sin asumir riesgos indecentes. Esto será aún más difícil que antes. Aunque eso nos parezca improbable e incluso insensato ahora que estamos aún inmersos en el "ojo del huracán" del COVID-19.

¿Entonces... hay que comprar ya? En realidad nosotros nunca recomendamos salir del mercado y defendemos que, salvo cambios estructurales de ciclo, "para ganar hay que estar"... de manera que, aunque dependiendo del perfil de riesgo de cada uno, nuestra respuesta es más afirmativa que negativa. El apartado 3 de este informe (Ideas de inversión: Asignación de activos) ofrece un detalle completo sobre nuestras preferencias y perspectivas por clases de activos.

La sobrepenalización que han sufrido las bolsas las coloca en niveles francamente atractivos, principalmente el EuroStoxx-50 y el S&P 500.

La herencia que nos dejará esta especie de crisis relámpago se compondrá de márgenes empresariales aún más estrechos, menores costes energéticos y financieros, financiación aún más accesible y bancos centrales como jugadores clave permanentes de los mercados de bonos y bolsas.

Se demostrará enseguida que haber vendido en los momentos difíciles habrá sido un error. Al menos nosotros nunca recomendamos hacerlo.

Estrategia de Inversión 2T 2020

Eurozona: "Europa en el epicentro del Covid-19. Los gobiernos y el BCE reaccionan con fuertes estímulos. La gestión de la crisis supone un reto para el proyecto europeo".

*Los gobiernos y el BCE movilizan recursos con el fin de crear un escudo social y económico para mitigar el impacto de la pandemia. La Comisión Europea **suspende la aplicación del Pacto de Estabilidad**, para que las medidas de los gobiernos queden excluidas de los requisitos fiscales. El BCE **anuncia un paquete extraordinario de compra de activos** y declara que está preparado para incrementar el tamaño cuanto sea necesario y por el tiempo que necesite. La **posibilidad de emitir eurobonos y mutualizar la deuda** genera recelo por parte de algunos de los miembros de la UE, poniendo en evidencia las debilidades del proyecto europeo. A pesar de las medidas de apoyo, la actividad económica se verá afectada. La magnitud del impacto dependerá del tiempo necesario para el control de la pandemia y del alcance de las medidas finales de soporte. **Nuestro escenario central asume una caída del PIB de -3% en 2020 y una recuperación de +2,2% en 2021.** La falta de visibilidad hace que estas estimaciones incluyan un alto nivel de incertidumbre. **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 de Europa se paraliza como resultado de las medidas de restricción de movilidad y confinamiento de la población adoptadas consecuencia de la emergencia sanitaria por el Covid-19. Ante esta parálisis, los gobiernos de los diferentes Estados, la Comisión Europea y el BCE ponen en marcha planes de contingencia, con el objetivo de movilizar recursos y mitigar el impacto de la pandemia en la economía.

Las ayudas de los gobiernos se dirigen en tres frentes: (i) Gasto para contención de la pandemia, (ii) Garantías de liquidez y apoyo a empresas para preservar el tejido económico; (iii) Soporte a trabajadores y familias

Alemania es uno de los países que, a fecha de hoy, más ha detallado su plan de rescate: presupuesto suplementario de 4,5% del PIB y reserva de fondos para garantías, préstamos y participaciones de capital. La movilización de recursos totaliza 750.000M€ (21,8% del PIB). El gobierno francés estima las ayudas en 300.000M€ (12,4% del PIB) y el gobierno español en 200.000M€ (16,1% del PIB). Estos planes iniciales podrían extenderse e incrementarse en caso de ser necesario.

La Comisión Europea **suspende la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento** con el objetivo de que las medidas presupuestarias adoptadas por los gobiernos queden excluidos al evaluar el cumplimiento de los requisitos fiscales de la UE.

El BCE sale a escena con programas de liquidez para que la banca mantenga el flujo del crédito (TLTRO) y un plan extraordinario de compra de activos (más de 1,1 billones en total).

El banco central tendrá **flexibilidad total en la ejecución** del plan de compra: retira el ratio de capital (límite por país y emisor), autoriza la compra de bonos griegos (sin rating de grado de inversión) y abre la puerta a la compra de papel comercial de empresas y de letras a corto plazo (aparte de bonos soberanos y corporativos). Además, declara que está preparado para **incrementar tamaño y ajustar la composición** de su paquete de compras cuanto sea necesario y **por el tiempo se necesite**.

Los Estados miembros de la UE no se ponen de acuerdo sobre la utilización del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) o la emisión de eurobonos (coronabonos). El MEDE cuenta con una capacidad de crédito de 410.000M€ y un límite de ayuda del 2% del PIB de cada país.

La actividad económica se paraliza por las medidas de contención de la pandemia

Los gobiernos movilizan recursos para mitigar el impacto

El plan de rescate de Alemania representa un 22% de su PIB

El Pacto de Estabilidad queda en suspenso

El BCE aprueba un plan extraordinario de compra de activos

Flexibilidad total para la compra de activos. El BCE podrá aumentar el tamaño si fuese necesario

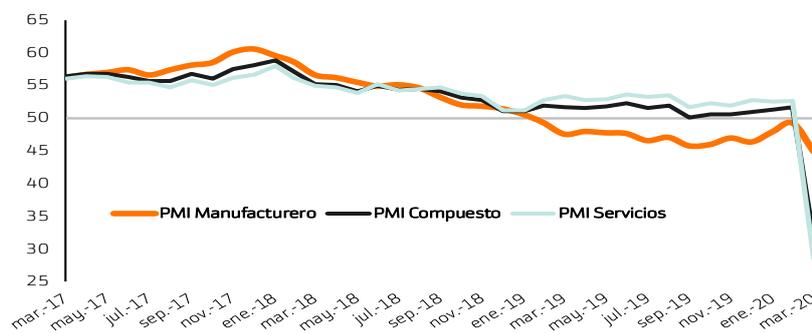
¿Apoyo financiero a nivel europeo?: MEDE y eurobonos

Estrategia de Inversión 2T 2020

Los eurobonos (coronabonos) son **títulos de deuda europea mutualizada**. Se trata de emitir un único bono por parte de la UE del que todos los estados responden solidariamente independientemente de si la deuda es propia o ajena. Los argumentos a favor: (i) menor coste de financiación (al ser una deuda mancomunada), (ii) mayor liquidez, (iii) fortalecimiento de la unión monetaria. Sin embargo, algunos estados miembros (Alemania, Holanda, Austria,..) se muestran reticentes a la emisión de deuda colectiva, poniendo de manifiesto **la fragilidad del proyecto europeo**.

La emisión de deuda mutualizada por parte de la UE genera recelos por parte de algunos estados miembros

Gráfico 1.3: UEM-. Evolución PMI



Fuente: Bloomberg

A pesar de las medidas de apoyo, la actividad económica en la UE se verá afectada. Los indicadores adelantados (PMI, Confianza del Consumidor, ZEW, IFO...) ya apuntan en esta dirección. La magnitud del impacto dependerá del tiempo que lleve el control de la pandemia y del alcance final de las medidas de estímulo implementadas. **Nuestro escenario central apunta a una caída del PIB de -3,0% en 2020 y una recuperación de +2,2% en 2021.** La falta de visibilidad hace que estas estimaciones incluyan un alto nivel de incertidumbre.

Incertidumbre sobre el impacto en la economía. Escenario central: -3% PIB en 2020 y +2,2% en 2021...

La **tasa de paro** podría subir desde el 7,4% registrado a finales de 2019 hasta **9,0% en 2020**, para luego caer en 2021 hasta 8,5%. En este entorno, la **inflación se reducirá** y se mantendrá muy alejada del objetivo del BCE (inferior pero cercana al 2%). El IPC estimado para 2020 se situaría en 0,5% y en 0,7% en 2021.

...con subida en la tasa de paro e inflación alejada del objetivo del BCE

Las medidas de apoyo del BCE se concentran en dar liquidez a los bancos e incrementar y ampliar el plan de compras de activos. **El ritmo de compras mensuales subirá de los 20.000M€ actuales a cerca de 120.000M€** en el resto de 2020. Estas compras se mantendrían también en 2021 con un ritmo estimado de 80.000M€/mes.

Fuertes compras de activos del BCE en 2020 y 2021

El BCE mantiene, de momento, los tipos de interés en los niveles actuales: depósito -0,50%, referencia 0% y facilidad marginal de crédito 0,15%. No descartamos que se pueda producir algún recorte adicional en tipos. Pero las medidas del BCE van más encaminadas a dar liquidez a los bancos y a los mercados, que a profundizar más en las bajadas de tipos. En cualquier caso, los tipos en la UE 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.

El escenario de tipos bajos se extiende en el tiempo para que los gobiernos puedan hacer frente al pago de la deuda que se genere para afrontar la crisis

Estrategia de Inversión 2T 2020

Suiza: "Se debilita, depende mucho de su entorno y la divisa sigue apreciada."

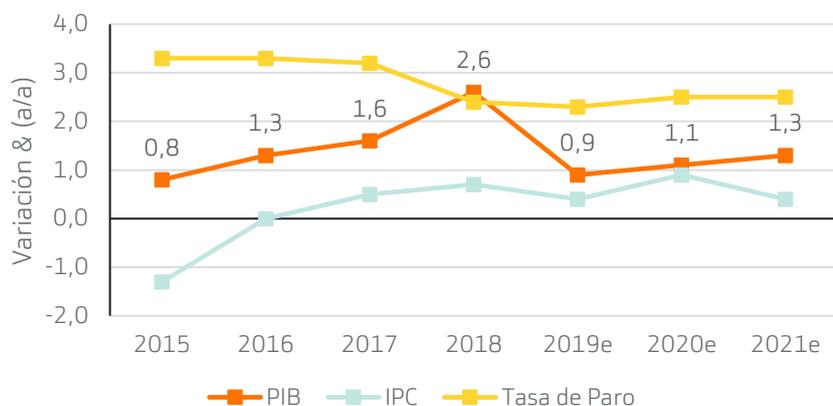
El PIB se desacelera en 4T19 (+0,3% t/t) y sitúa el crecimiento anual en +0,9% (+2,8% en 2018) y +1,4% ajustado a eventos deportivos (+2,3% ant.). El dato final del año 2019 mejora ligeramente nuestra estimación de +0,8%. El principal motor son las Exportaciones excluyendo joyería (+4,7% a/a, +5,9% ant.), seguido del Consumo Público (+1,3%, +0,3% ant.) y el Consumo Privado (+1,0%, +1,0% ant.). La Formación Bruta de Capital se desacelera a +0,8% (+1,1% ant.) y la Construcción a +0,4%, +1,2% ant.). Las Exportaciones de servicios caen a -1,9% (+1,6% ant.), las Importaciones excluyendo joyería aumentan 1,7% (+6,2% ant.) y las Importaciones de Servicios +0,6% (-4,3% ant.). El crecimiento de las exportaciones de energía, productos químicos y farmacéuticos en lideran las exportaciones. **Nuestro escenario central** considera que Suiza recortará su crecimiento en 2020e a +1,1%, aunque la dependencia de su entorno influirá sobre esta estimación. El IPC se aleja aún más del objetivo de +2% (-0,1% a/a en febrero). El Franco Suizo es una divisa refugio y está apreciado, dificultando las Exportaciones de otros productos sensibles al efecto precio.

El **impacto del COVID-19** en Suiza es elevado con 14.944 casos contabilizados (el 1,74 por mil de la población) y 300 fallecidos. Las principales **medidas adoptadas** son el cierre de las fronteras con países de riesgo, cierre de comercios y petición a la población de permanecer en sus domicilios, El **banco central** no recorta el tipo director (está en -0,75%) pero introduce un programa de refinanciación sin límites en el que las disposiciones de créditos pueden realizarse en cualquier momento. El programa busca proporcionar liquidez a los bancos y a su vez está garantizado por préstamos federales. También **reduce el colchón anticíclico** de los bancos al 0%.

Rebajamos nuestra estimación PIB 2020 a +1,1% (ant. +1,2%) y mantenemos la de 2021 en +1,3%. En este contexto estimamos que la **Tasa de Paro** puede elevarse a 2,5% en 2020 (2,3% en 2019) debido a la pérdida de competitividad que supone la fortaleza de la divisa. El IPC puede ascender a +0,9% en 2020 (+0,4% en 2019).

La desaceleración del PIB suizo en 4T (+0,3% t/t) supone perder la senda de un crecimiento sostenido de +0,4% durante los primeros tres trimestres. La actividad manufacturera no crece en 4T y las exportaciones entran en negativo (-0,5% t/t excl. Joyería). La fortaleza de la divisa -que esperamos se mantenga a lo largo de 2020- dificulta las exportaciones.

Gráfico 1.4: Evolución de las principales variables macro.



Fuente: Bankinter

El PIB suizo (+0,9% en 2019) está impulsado por las exportaciones de energía, productos químicos y farmacéuticos y por el Consumo Público y Privado

Recortamos a la baja nuestra estimación PIB 2020e a +1,1%. La dependencia de su entorno y la fortaleza de la divisa son los principales obstáculos de cara a este año

El SNB mantendrá su política monetaria expansiva y la intervención de la divisa. Atención a la política fiscal

Reino Unido: "El gobierno y el BoE reaccionan a la crisis con fuertes estímulos"

El escenario del Reino Unido era ya de desaceleración económica antes de la crisis del Covid-19 afectada por las incertidumbres del acuerdo final del Brexit. Sin embargo, el gobierno y el BoE, aunque tarde, reaccionaron a la crisis lanzando el pasado 17-mar un paquete de medidas financieras por valor de 330.000MGBP (equivalente al 15% del PIB). El BoE realizó dos bajadas de tipos en un intervalo de 8 días en las que recortó su tipo director del 0,75% al 0,10% y aumentó su actual programa de compra de activos QE en 200MGBP (hasta los 645MGBP). Con este nuevo escenario de parón de la economía en el final del 1T20 y parte del 2T20, esperamos que el PIB del RU se pueda ver reducido hasta el nivel de -2,0% en el año 2020 vs nuestra anterior estimación de +1,3%. Para 2021 revisamos también nuestra anterior estimación hasta +2,2% desde +1,5%. En cuanto a la divisa, si se cumple nuestro escenario central, establecemos el rango 0,87/0,92 €/GBP para 2020 y 0,83/0,87 €/GBP para 2021.

El Reino Unido, aunque tarde, reaccionó a la crisis del Covid-19 y lanzó el pasado 17-mar un paquete de medidas financieras por valor de 330.000MGBP (equivalente al 15% del PIB). El grueso de la ayuda financiera se instrumenta mediante dos programas de **préstamos garantizados por el gobierno**: (i) En primer lugar, el BoE proporciona líneas de liquidez a tipos bajos para las **grandes empresas** y (ii) En segundo lugar, en el caso de las PYMES, éstas podrán solicitar préstamos del programa de ayuda hasta 5MGBP por empresa, sin pago de intereses durante seis meses. Además, se introdujeron **apoyos por un total de 20.000MGBP en ayudas directas a empresas** de los sectores **hotelero, comercio y ocio**. Por último, se permitió **retrasar el pago de cuotas hipotecarias hasta tres meses** a los afectados por problemas derivados del Covid-19 que no puedan hacer frente a los pagos.

El gobierno días después reforzó este programa con un paquete de 9.000MGBP en ayudas directas a autónomos y señaló que **de resultar insuficientes todas estas medidas, se dedicarían los fondos que fueran necesarios para apoyar a su tejido empresarial**.

Entorno macro: El entorno de Reino Unido era ya de desaceleración económica antes de la crisis del Covid-19 afectada por las incertidumbres del acuerdo final del *Brexit*. Además, Fitch ha reducido recientemente su rating del país un nivel (de AA+ a AA) manteniendo perspectiva negativa. Con este nuevo escenario de parón de la economía, esperamos que el PIB del RU se pueda ver reducido hasta el nivel de -2,0% en el año 2020 (vs nuestra anterior estimación de +1,3%). Para 2021 revisamos también nuestra anterior estimación hasta +2,2% (desde +1,5%).

En cuanto a los tipos de interés, el BoE realizó dos bajadas en un intervalo de 8 días (11 y 19 de marzo) en las que recortó su tipo director del 0,75% al 0,10% y aumentó su actual programa de compra de activos QE en 200MGBP (hasta los 645MGBP) en su mayoría enfocado a soberanos.

Divisa: Desde los mínimos del año que vimos el pasado 14 de febrero (0,83€/GBP) la libra ha ido depreciándose a medida que se anticipaba una bajada de tipos y se deterioraba el escenario macro afectado del Coronavirus. Creemos que el agresivo plan de medidas económicas del Gobierno y el BoE debería servir para que se recupere progresivamente la confianza en la economía y en la divisa. **Establecemos el rango 0,87/0,92 €/GBP para 2020 y 0,83/0,87 €/GBP para 2021 (vs anterior 0,77/0,85 €/GBP para los dos años).**

El Reino Unido lanzó un paquete de medidas equivalente al 15% del PIB...

... y anunció que, si no era suficiente, haría más.

De cara a 2020 estimamos que el PIB sea -2,0% para mejorar en 2021 hasta el nivel de +2,2%.

El paquete de estímulos debería apoyar la recuperación de la libra a medio plazo.

Estrategia de Inversión 2T 2020

Irlanda: "Mantiene el crecimiento elevado, bien posicionado contra el COVID-19".

Irlanda mantiene uno de los mayores crecimientos de los países de la Eurozona. En 2019, el PIB creció +5,6% y en 4T19 +6,2% a/a. La Demanda Interna (+5,8%), las Exportaciones (+11,1% donde destacan las industrias químicas, farmacéutica y microprocesadores) y la Formación Bruta de Capital Fijo (+98,9%) son los principales motores del crecimiento. La Tasa de Desempleo es 4,7% y la Inflación +0,9% (dic.). En este contexto, el sector privado ha hecho un esfuerzo de desapalancamiento, pero la **deuda privada** se sitúa en el 238% del PIB y sigue siendo **elevada**. De cara a los próximos años, **esperamos una desaceleración del crecimiento del PIB** al +4,1% en 2020e y +3,1% en 2021e. Creemos que se mantendrá el umbral del pleno empleo con una Tasa de Desempleo inferior al 5% y una inflación que se incrementará ligeramente. **Las principales incertidumbres** están relacionadas con el comercio exterior, un deterioro de la balanza por cuenta corriente ante un entorno comercial global menos favorable, la dependencia de las multinacionales, cambios en la fiscalidad internacional, la impredecibilidad de las actividades e inversiones de las grandes multinacionales asentadas en Irlanda y el elevado endeudamiento del sector privado. La economía irlandesa está bien preparada para encarar los efectos del COVID-19, las medidas de apoyo de su banco central nos parecen elevadas.

El **impacto del COVID-19** en Irlanda es escaso con 2.615 casos contabilizados (el 0,54 por mil de la población) y 46 fallecidos. Las **medidas adoptadas** son cierres de comercios, petición a la población de permanecer en sus domicilios, subsidio semanal de hasta 500€ por empleado, 350€ adicionales por semana en caso de desempleo. Pago semanal de 350€ a los contagiados. Pago semanal de 350€ a los autónomos. Protección a las personas para pagar su hipoteca. El **banco central** introduce un programa de **recompra de activos** por 750.000 Mn€ (2,2 veces del 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.

El impacto del COVID-19 ha sido escaso, las medidas preventivas muy generosas

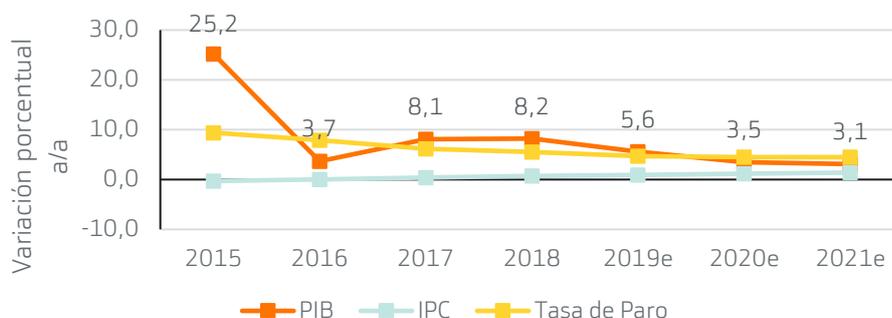
Recortamos nuestra estimación PIB 2020 a +3,5% (desde +4,1%) y rebajamos la de 2021 a +3,1% desde +3,7%. En este contexto estimamos que la Tasa de Paro puede situarse en 4,5% en 2020 (4,7% en 2019). El IPC puede ascender a +1,2% en 2020 y 1,4% en 2021 (+0,9% en 2019).

El crecimiento del PIB, empleo y salarios es superior al del resto de Europa. La inflación es moderada

Los **principales riesgos** para la economía irlandesa son la dependencia del comercio exterior, la dependencia de las multinacionales, cambios en la fiscalidad internacional, la impredecibilidad de las actividades e inversiones de las grandes multinacionales asentadas en Irlanda y el elevado endeudamiento del sector privado. La contribución al PIB en 2019 del sector exterior fue de +15,8%.

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

Gráfico 1.5: Principales variables macro.



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

Fuente: Bankinter

Estrategia de Inversión 2T 2020

EE.UU: "Medidas de estímulo sin precedentes de la Fed y Gobierno evitarán recesión y sientan las bases para una recuperación vigorosa".

El impacto del Covid-19 será intenso pero temporal. La crisis irrumpe en un momento de fortaleza de la economía americana. Además de recortar los tipos en 100 p.b., la Fed y Gobierno han implementado medidas de contención y de estímulos sin precedentes. En conjunto, suman en torno a 6 billones \$ (~30% del PIB) en ayudas directas a trabajadores, préstamos y beneficios fiscales a empresas, destinadas a evitar daños permanentes en la economía americana, por falta de liquidez en las empresas y pérdidas de empleo. Nuestro escenario central es una recuperación en forma de U. Probablemente el crecimiento del 2T20 entre en territorio negativo para luego estabilizarse e iniciar una recuperación vigorosa a final de año. No anticipamos una contracción duradera del gasto en consumo y ocio. Las medidas fiscales de apoyo y menores precios de los combustibles son factores dinamizadores adicionales. La curva de tipos en EE.UU., por primera vez casi íntegramente por debajo del 1%, no se ha invertido. De momento, no anticipa una recesión como desenlace más probable. Nuestro escenario central contempla un crecimiento del PIB de +0,3% en 2020 y +2,5% en 2021.

El impacto disruptivo del COVID-19 en la actividad económica será intenso pero temporal, si tomamos como referencia el modelo chino. **La crisis irrumpe en un momento de bonanza económica** con pleno empleo (tasa de paro 3,5% en febrero), confianza del consumidor en niveles muy elevados desde una perspectiva histórica y beneficios empresariales al alza. El PIB mostró un crecimiento de 2,1% en el 4T19, apoyado por el consumo y el sector exterior mientras los indicadores hasta febrero mostraban una reactivación del sector manufacturero (Pedidos de B. Duraderos aceleraron hasta +1,2% en febrero y el PMI Manufacturero sorprendía positivamente en marzo avanzando- 49,2 vs 42,8 esperado y .50,7 anterior). Pero los datos más recientes señalan un impacto severo en la economía.

EE.UU. afronta la crisis desde una situación de solidez. Ésta tendrá un impacto severo pero transitorio.

Las medidas de contención sanitarias y el parón de la actividad empiezan a pasar factura a la confianza de consumidores y empresarios. Las Solicitudes Semanales de Desempleo publicadas el 26 de marzo ascendieron a 3.283k vs una media de 218 en 2020. Es el peor dato de la serie histórica. Por otro lado, la Confianza del Consumidor de la Univ. de Michigan descendió en marzo desde 101,0 hasta 89,1, niveles de octubre 2008. Son las primeras señales del impacto del Covid-19 porque la encuesta recoge datos hasta el 24 de marzo.

Los indicadores recientes empiezan a mostrar un deterioro significativo.

Estos indicadores reflejan el rápido incremento de casos por Covid-19 y las medidas de contención sanitarias adoptadas en California, Washington, New York y otros estados. En previsión de este brusco deterioro, **Fed y Gobierno han implementado medidas de contención y de estímulos sin precedentes.**

La Fed y Gobierno han implementado medidas de estímulo sin precedentes.

Durante el mes de marzo, **la Fed ha recortado su tipo de referencia en 100 p.b. hasta 0,0%/0,25% y ha reactivado su programa de compras de activos.** Declara que mantendrá los tipos de interés en dichos niveles mientras permanezcan los efectos disruptivos del Covid-19 y muestra su disposición a implementar los estímulos que sean necesarios para dar soporte y liquidez a la economía. Por primera vez, la Fed ofrece créditos directos a empresas y compras de bonos corporativos. Anticipa que ampliará el QE (Programa de Compra de Activos) lo que sea necesario para estabilizar los mercados (de momento, al menos 500.000 M\$ en bonos del Tesoro y 200.000 M\$ en hipotecas de viviendas y, por primera vez,

La Fed ha recortado tipos en 100pb hasta 0,0%/0,25%, amplía su programa de compra de activos, que incluye por primera vez bonos corporativos y dará préstamos directos a empresas

Estrategia de Inversión 2T 2020

también de inmuebles comerciales y de oficinas). Reduce las exigencias a los bancos (liquidez, capital y reservas) e implementa un plan de liquidez para los fondos de inversión monetarios.

Por su parte, **el Gobierno ha aprobado un paquete de medidas de estímulo por importe de 2 billones \$**. Las medidas incluyen **ayudas directas a trabajadores, préstamos y beneficios fiscales a empresas** y otras instituciones. Entre las medidas destacan el pago directo de 1.200\$ por persona y 500\$ por niño para los ciudadanos con rentas más bajas, préstamos a los sectores, estados y ciudades más afectados. Las empresas que accedan a estos fondos no podrán implementar programas de recompra de acciones y deberán mantener al menos el 90% de sus plantillas hasta finales de septiembre. Los beneficios por desempleo aumentarán en hasta 600\$/semana por trabajador durante un plazo de hasta 4 meses. A partir de ese plazo se mantendrán los beneficios usuales, que se extienden en 13 semanas adicionales desde los 6 meses habituales. Los autónomos se incluyen en este plan. El Gobierno también compensará el salario de aquellos trabajadores que vean reducidas sus jornadas para incentivar a las empresas a evitar despidos. Dará préstamos de hasta 10 M\$ para PYMES para pagar salarios, alquileres y otros costes y reducirá el 50% de los impuestos laborales (equivalentes a las cotizaciones a la Seguridad Social) para aquellas empresas afectadas por el coronavirus. Las empresas podrán también diferir el pago de éstos.

Se trata de medidas de estímulo sin precedentes destinadas principalmente a evitar daños permanentes en la economía americana, por falta de liquidez de las empresas y pérdidas de empleo. Compara con los 800.000 M\$ aprobados por la Administración Obama en la crisis financiera de 2008. El paquete representa ~9,3% del PIB estadounidense y el ~42% del presupuesto de 2019. **Sumado a las medidas de inyección de liquidez de la Fed los estímulos ascienden al ~30% del PIB.**

La caída de la actividad dependerá de la duración del confinamiento y de la fortaleza de la reactivación impulsada por los estímulos económicos implementados. **Nuestro escenario central es una recuperación en forma de U. Probablemente el crecimiento del 2T20 entre en territorio negativo para luego estabilizarse e iniciar una recuperación vigorosa a final de año** con el apoyo de las medidas de estímulo. No anticipamos una contracción duradera del gasto en consumo y ocio. Las medidas fiscales de apoyo y menores precios de los combustibles son factores dinamizadores adicionales.

Aunque se ha aplanado, por una mayor aversión al riesgo y, por primera vez, **la curva de tipos en EE.UU. se sitúa, con la excepción del bono a 30 años, por debajo del 1%, ésta no se ha invertido. De momento, no anticipa una recesión como desenlace más probable.**

Los precios del crudo, que han descendido abruptamente por el impacto de la crisis y el enfrentamiento entre Arabia Saudí y Rusia, **tienen efectos mixtos en la economía americana.** Por un lado, los productores, con altos costes de extracción y elevado endeudamiento, se verán obligados a detener sus inversiones (0,5% del PIB y de la población activa). Por otro lado, menores precios de los combustibles, favorecerá a los consumidores, estimulando el gasto, y beneficiará a algunas industrias como aerolíneas, transporte, agricultura y manufacturas.

El Gobierno ha aprobado ayudas directas a trabajadores y empresas, préstamos y beneficios fiscales por un importe total de 2 billones \$.

Las medidas suman 6Bn\$, ~30% del PIB, destinadas a evitar daños permanentes en la economía, por falta de liquidez de las empresas y pérdidas de empleo.

Nuestro escenario central es una recuperación en forma de U. Tras crecimiento negativo en el 2T20, la economía iniciará una vigorosa recuperación a final de año.

La curva de tipos no anticipa una recesión.

La caída del precio del crudo tiene efectos mixtos en la economía, aunque prevalecerá el beneficio para consumidores y multitud de sectores.

Estrategia de Inversión 2T 2020

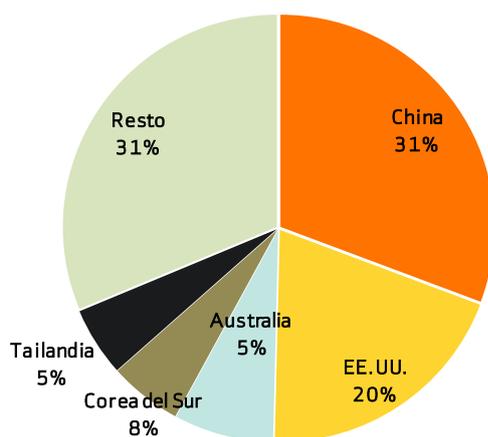
Japón: "El COVID-19 abre nuevas incertidumbres mientras se mantienen los viejos retos"

El impacto del COVID-19 se une a los importantes retos que ya pesaban sobre la economía japonesa. El PIB se contraerá de nuevo en el primer trimestre de este año y Japón no podrá evitar entrar en recesión técnica. El crecimiento ganará tracción en la última parte del ejercicio, pero estimamos una contracción de -1,3% en 2020. En este escenario no descartamos nuevas medidas por parte del Gobierno o del Banco de Japón, que podría incrementar de nuevo su paquete de compra de activos. Pese a ello, los retos son elevados y mantenemos nuestra recomendación sobre el país en Neutral.

El impacto del COVID-19 se une a los importantes retos que ya planeaban sobre la economía japonesa. **La profunda interrelación con China hace a Japón especialmente vulnerable a distintos frentes.** Primero, a las **disrupciones en la cadena de suministro** en el gigante asiático. La contención del virus implicó medidas de aislamiento y eso se tradujo en el cierre de fábricas y recortes de producción. Segundo, la **caída de la demanda externa** es realmente importante para un país muy dependiente de su comercio internacional. Las Exportaciones se ralentizan como consecuencia de la pérdida de tracción de la economía global y en particular de la economía China, primer socio comercial de Japón (supone en torno al 30% de sus exportaciones). Además, la apreciación del yen tampoco ayuda. Su papel como divisa refugio le lleva a ganar atractivo en momentos de tensión e incertidumbre. Una divisa fuerte encarece los productos japoneses y contribuye a la caída de las Exportaciones. Tercero, el **freno al turismo** será agudo. Especialmente el procedente desde China, que representa alrededor del 30% de turistas extranjeros. Sin olvidar el aplazamiento de las Olimpiadas de Tokio hasta 2021.

La importante interrelación con China hace a Japón especialmente vulnerable al impacto del COVID-19

Gráfico 1.6: Principales socios según destino de las Exportaciones.-



Fuente: Bloomberg

Estrategia de Inversión 2T 2020

Estos frentes se unen, como decíamos, a **otros problemas preexistentes** y amenazan con causar un serio daño al crecimiento del país nipón. La subida del IVA (hasta 10% desde 8%) el pasado mes de octubre penalizó con fuerza el **Consumo** (-1,8% a/a en 4T19). En un momento en el que la **Inversión** también se contrae (-1,6% a/a en 4T19). En conjunto el PIB cayó -0,7% a/a en el 4T19. Todo ello acompañado por una **demografía** tremendamente adversa, un **endeudamiento** muy elevado y un **déficit primario** acusado.

A futuro, nuestras estimaciones apuntan a una caída de -2,5% en el 1T20. Por tanto, Japón entrará en recesión técnica (dos trimestres consecutivos con crecimiento en negativo). Sin embargo, la economía volverá gradualmente a la normalidad y en la última parte del año el crecimiento recuperará vigor. Con ello, **la caída del PIB en el conjunto de 2020 se moderará hasta -1,3%**. Antes del estallido del coronavirus nuestras estimaciones apuntaban a un crecimiento de +1,0%.

El impacto en precios será también inevitable y bajista, alejando aún más el IPC del umbral de +2% perseguido por el Banco de Japón. **Estimamos que terminará 2020 alrededor de +0,5%** (vs. +0,8% anterior estimado previamente). La caída de los precios de la energía será uno de los grandes motivos tras esta corrección. Factor que, por otro lado, ayudará especialmente a Japón en la recuperación que estimamos para final de año, una vez el virus esté bajo control. Desde el accidente nuclear en Fukushima en 2011, su dependencia del gas natural y petróleo ha aumentado considerablemente.

En este escenario **no descartamos nuevas medidas de estímulo tanto por parte del Gobierno nipón como del Banco de Japón**. En el caso del banco central, las medidas más probables podrían implicar un aumento del programa de compra de activos. Conviene recordar que el tipo director se encuentra ya en niveles muy reducidos (-0,10%) y el impacto de un recorte adicional sería más limitado que un nuevo aumento del balance del banco central. Entre las últimas decisiones del BoJ, destaca el aumento hasta duplicar las compras de ETFs de bolsa japonesa (hasta 113.000M\$).

En cuanto al **yen**, su tendencia de largo plazo sigue siendo depreciatoria. En las últimas semanas la divisa nipona se ha apreciado en los momentos de mayor incertidumbre y miedo a las consecuencias del virus. Pero su fortalecimiento ha sido limitado y poco prolongado. De tal manera que la mayor parte del tiempo el cruce euro/yen ha oscilado alrededor de 120. **Nuestras estimaciones actualizadas para el cruce son de 119/123 en 2020 y 122/128 para 2021**.

En conclusión, los nuevos frentes de riesgo (COVID-19) se unirán a los antiguos (debilidad del Consumo, Inversión, envejecimiento poblacional, etc) y pesarán con fuerza sobre el crecimiento del país. El gobierno y el Banco de Japón actuarán para contener la situación, pero los riesgos son elevados. **Nuestra recomendación sobre el país sigue siendo Neutral**.

Además, siguen abiertos retos anteriores al coronavirus que ensombrecen las perspectivas de crecimiento futuras

No descartamos nuevas medidas del gobierno y del Banco de Japón para estimular la economía

Mantenemos nuestra recomendación sobre el país en Neutral

Estrategia de Inversión 2T 2020

Emergentes: "Los emergentes son el eslabón más débil de una cadena global ante un evento como el Covid-19. China puede ser la excepción a la regla"

*El Covid-19 interrumpe la recuperación cíclica iniciada tras la tregua comercial entre China y EEUU a final de 2019. Salvo China, los emergentes son el **eslabón más débil de una cadena global** ante un evento que conlleva: (1) interrupciones en la cadena global de suministros (*shock de oferta*) y (2) un *shock de demanda* por las medidas de contención sanitarias. La caída en el precio de las materias primas, la salida de capitales y el desplome de las divisas conllevan una **revisión a la baja en las previsiones macro** (Empleo, PIB e Inflación). Los bancos centrales y los Estados trabajan para relajar las condiciones financieras y sentar las bases de la recuperación con inyecciones de **liquidez y políticas fiscales y/o de Gasto**. Nuestro escenario macro central (más probable) refleja una caída brusca de la actividad entre el 1T20 y 2T20 seguida de una recuperación en 2S20 y 2021. De confirmarse esta pauta, **China e India conseguirían crecer en 2020** aunque al nivel más bajo de la historia reciente (+1,8% China y +4,0% India). Rusia - especialmente sensible al precio del petróleo - registraría una contracción de -2,0% y Brasil de -1,1%.*

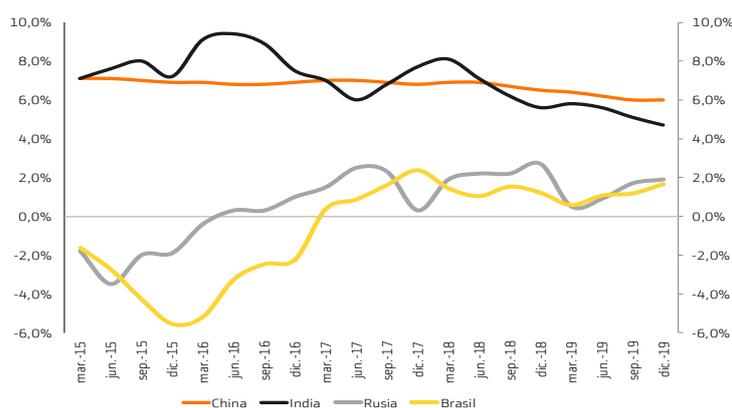
Diagnóstico: Salvo excepciones como China, los emergentes son el eslabón más débil de una cadena global ante un evento como el Covid-19 que conlleva: (1) interrupciones en la cadena global de suministros (*shock de oferta*) y (2) un *shock de demanda* por las medidas de contención sanitarias. El parón de la actividad y el comercio global provocan caídas bruscas en los precios de las **materias primas** y revisiones a la baja en las perspectivas macro (Empleo, PIB e Inflación).

La aversión al riesgo suscita salidas de capitales (bolsas y bonos), caídas en la **Inversión Directa Extranjera** y descensos en la cotización de las **divisas** que entorpecen la gestión de la política monetaria. Los bancos centrales y los Estados trabajan para evitar tensiones de **liquidez**, relajar las condiciones financieras (tipos bajos y/o compras de bonos) y sentar las bases de la recuperación mediante políticas fiscales y/o de Gasto Público.

Los emergente son el eslabón más débil de una cadena global ante un evento como el Covid-19

La caída en el precio de las materias primas, la salida de capitales y el descenso de las divisas ...

Gráfico 1.7: Evolución del PIB en las principales economías



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

... se traducen en un deterioro de las perspectivas macro en 2020

Nuestras **previsiones** reflejan una caída brusca de la actividad entre el 1T20 y 2T20 seguida de una recuperación en 2S20. Las previsiones deben entenderse como una guía orientativa debido a la incertidumbre existente. De confirmarse esta pauta, China e India conseguirían crecer en 2020 aunque al nivel más bajo de la historia reciente (+1,8% China y +4,0%

Estimamos una caída brusca de la actividad entre el 1T20 y 2T20 seguida de una recuperación en 2S20

Estrategia de Inversión 2T 2020

India). Rusia - especialmente sensible al desplome del crudo - registraría una contracción de -2,0% y Brasil de -1,1%.

China: El Covid-19 interrumpe la recuperación cíclica iniciada tras la tregua comercial con EEUU (Fase I) a final de 2019. Las implicaciones del cambio de modelo - desde la industria y la exportación hacia el consumo -, los riesgos de un endeudamiento excesivo o las negociaciones comerciales con EEUU pasan a segundo plano, por ahora.

El impacto macro del Covid-19 viene marcado por la magnitud y duración de las medidas de contención sanitarias, así como por las políticas de estímulo (fiscal y monetario). La estrategia de aislamiento preventivo parece dar frutos - tres meses después - porque la curva de infectados se estabiliza y **la actividad parece volver a la normalidad en Wuhan** (epicentro del virus). Entre las medidas de estímulo adoptadas destacan (1) inyecciones de liquidez, recortes de tipos y menores exigencias de reservas a los bancos por parte del PBOC (banco central) y (2) planes de estímulo fiscal para los sectores más afectados e inversiones en infraestructuras - permiten una menor dependencia de la demanda externa y facilitan una recuperación rápida del empleo -.

Las primeras estimaciones realizadas por el FMI y la OCDE apuntaban a un impacto moderado en el PIB para 2020 (~0,5 pp en China y ~0,2 pp global). La expansión del virus a nivel global (>87 países) conlleva un impacto de mayor envergadura y complica sobre manera la realización de estimaciones. Las previsiones deben entenderse como una guía orientativa debido a la gran incertidumbre existente sobre la magnitud y duración de las medidas de contención.

Nuestro escenario central refleja una caída brusca de la actividad en 1T20, un 2T20 débil y una recuperación en el 2S20. Si esta pauta se confirma, estimamos un crecimiento del PIB de apenas +1,8% en 2020 (vs +6,0% anterior) y un repunte hasta +5,5% en 2021 (vs +5,8% anterior).

India: El cuadro macro está lejos de cumplir la regla del 7/4, referente al crecimiento medio (7,0%) e Inflación (4,0%) registrado en 2015/2019. **El PIB encadena tres trimestres de debilidad** y afloja hasta un nivel similar a 2013 (+4,7% en 4T19). La rebaja de impuestos de 2019, el descenso en los precios de la energía - India es importador neto de petróleo - y una política monetaria expansiva compensan parcialmente los efectos del COVID-19 y la debilidad del comercio global.

Nuestras estimaciones reflejan un parón de la actividad en 2T20 y parte del 3T20 que conllevan una revisión a la baja del PIB hasta +4,0% en 2020 (vs +6,0% anterior) y +6,0% en 2021 (vs +6,5% anterior). El tipo de interés de referencia (repo), se sitúa en mínimos históricos (4,40%) tras seis bajadas del RBI (banco central) en 2019 y 2020. Estimamos un recorte más de 50 pb hasta el 3,90% en 2020 para relajar aún más las condiciones de financiación en un entorno de debilidad y menor Inflación (+6,5% en febrero vs +7,6% anterior).

Brasil: El entorno se complica, **las reformas se retrasan** y el desplome del Real (-28,0% frente al dólar) dificulta la gestión del banco central (BC). Los tipos de interés están en mínimos históricos (-275 pb desde junio 2019) pero el ritmo de crecimiento está lejos de su potencial. Tras la recesión de 2014/2016 y el repunte del PIB hasta +2,4% en 4T17, se aprecian síntomas de fatiga (+1,7% en 4T19). La caída en el precio de las materias

El cambio de modelo, los riesgos del endeudamiento o las negociaciones comerciales con EEUU pasan a segundo plano por ahora

La actividad parece volver a la normalidad en el epicentro del Covid-19

El PBOC inyecta liquidez, baja tipos y exigencias a los bancos ...

... y se ponen en marcha planes de estímulo fiscal y de Gasto Público

La rebaja de impuestos de 2019, la caída del precio del petróleo y la política monetaria mitigan parcialmente el impacto del Covid-19

Estimamos un recorte de tipos en 2020 hasta el 3,90% (vs 4,40% actual)

Las reformas se retrasan y el desplome del real dificulta la gestión al banco central

Estrategia de Inversión 2T 2020

primas y el impacto del COVID-19 nos llevan a revisar nuestras perspectivas de PIB hasta -1,1% en 2020 (vs +1,9% anterior) y +2,0% en 2021 (vs +2,5% anterior). El BC parece más dispuesto a frenar la caída del Real que a bajar tipos, pero estimamos una bajada de 50 pb en el tipo de referencia (Selic) hasta el 3,0% en 2020.

La corrección del Real, al igual que otras divisas emergentes, se explica principalmente por la corrección de los mercados. **El BC aún tiene margen de maniobra** para bajar tipos porque la Inflación se sitúa en niveles históricamente bajos (4,0% en febrero vs 5,0% en los últimos cinco años) y la Fed de EEUU ha recortado el tipo de referencia hasta el 0,0%/0,25% (-150 pb en el año).

Rusia: La caída en el precio del petróleo-Brent (-58,0% en el año), el parón del comercio y el Covid-19 anticipan un descenso brusco de la actividad. Indicadores macro como la Producción Industrial, los PMI's o la Inversión apuntan a una desaceleración del PIB hasta +1,5% en 1T20 (vs +1,9% 4T19). El Consumo Privado se mantiene firme - la Tasa de Paro está en mínimos históricos -, pero el entorno cambia a peor.

Las **disputas en la OPEC+** sobre las cuotas de producción y la guerra de precios con Arabia Saudí empeoran aún más las perspectivas para el 2S20. Revisamos a la baja nuestras previsiones de PIB para 2020 hasta -2,0% (vs +1,5% anterior) aunque subimos dos décimas nuestra estimación para 2021 hasta +1,8%.

Tras seis recortes de tipos, el BC mantiene el tipo de referencia en 6,0% (-175 pb desde mayo 2019). **El rublo es una de las divisas más castigadas** (-27,0% frente al dólar) de ahí las reticencias del BC a bajar tipos en la reunión del 20 marzo. Estimamos dos recortes más de 50 pb hasta el 5,0% en 2020 porque la caída del rublo se explica por la corrección de los mercados, en especial del crudo y la Inflación se sitúa en niveles históricamente bajos (2,3% en febrero vs 4,0% de objetivo).

México: La economía mexicana continúa debilitándose. **Su PIB se contrajo por tercera vez consecutiva en el 4T19 hasta -0,5%**. En términos anuales corresponde a una contracción de -0,1% en 2019 vs +2,1% en 2018. El principal motivo de esta contracción son las exportaciones de petróleo: en el 4T de 2019 cayeron un -15%. Tampoco llegan los planes de infraestructuras (Plan Oaxaca) que el Gobierno había previsto para comienzos de 2020. Esto está retrasando la inversión privada, debilita la Producción Industrial (-1,6% a/a en enero) y empeora el Mercado Laboral (3,8% de paro en enero). **Lo único positivo y destacable es la firma del tratado de T-MEC** con el que estimula el comercio entre México, EE.UU. y Canadá. Sobre todo el Sector Automóvil.

Pero estimamos que el impacto del Covid-19 en la economía mexicana será muy pronunciado: **(i) la Demanda de petróleo se reducirá** considerablemente a nivel mundial y México depende mucho de él; **(ii) también afectarán los precios del crudo**, históricamente bajos, y los ingresos por el lado de las Exportaciones se reducirán; **(iii) cualquier plan de infraestructuras se verá retrasado** para dar prioridad a paquetes económicos destinados a sectores de primera necesidad y familias; y **(iv) podría poner en riesgo alguno de los puntos del T-Mec** (al menos

El BC tiene margen para bajar tipos y seguir el rumbo marcado por la Fed

Las disputas en la OPEC+ y la guerra de precios del petróleo empeoran las perspectivas macro

El BC bajará tipos. La inflación está lejos del objetivo y la caída del rublo se explica por la corrección de los mercados

La economía mexicana continúa debilitándose. En 2019 el PIB se contrajo un -0,1% vs +2,1% en 2018.

Los proyectos de infraestructuras (Plan Oaxaca) todavía no han llegado.

Pero es importante y positivo el acuerdo alcanzado en el T-Mec.

Las perspectivas no son buenas: (i) dependencia al petróleo y menor demanda estimada en 2020; (ii) posible retraso en planes de infraestructuras y (iii) podría estar en riesgo el T-Mec, al menos de forma temporal.

Estrategia de Inversión 2T 2020

temporalmente) si alguno de los países decide tomar medidas proteccionistas.

Por estos motivos, nuestras estimaciones apuntan a una nueva **contracción del PIB hasta -3,7% (vs +0,8% ant.) en 2020 y una ligera recuperación de +0,8% (vs +1,6% ant.) en 2021.**

Turquía: La economía turca sigue sorprendiendo positivamente. Su PIB del 4T19 aceleró más de lo esperado hasta +6% y fue capaz de remontar un año que parecía perdido. Gracias a este rebote pudo cerrar 2019 con un crecimiento positivo de +0,7% vs +2,8% en 2018. Esta mejora fue gracias a: **(i) la mejora del Sector Exterior:** la depreciación de la lira turca hace más atractivos los productos turcos y sus Exportaciones aceleraron hasta +6,4% frente a una reducción de sus Importaciones de -3,6%; **(ii) el Consumo Privado sigue acelerando** y en el 4T aumentó hasta +6,6% respecto al mismo trimestre de 2018; **(iii) la Producción Industrial mantiene crecimientos positivos** desde agosto de 2019 y repuntó hasta +7,9% en enero '20; **(iv) las perspectivas son buenas**, porque los indicadores adelantados mejoran. Por ejemplo, el PMI Manufacturero ya ha alcanzado la zona de expansión (>50) hasta 52,4 en febrero.

Nuestras estimaciones son positivas, a pesar del impacto global del Covid-19. Es uno de los Emergentes que más inversión extranjera está recibiendo y con mayor crecimiento industrial. Además, a día de hoy, es uno de los países menos afectados por el virus y el impacto negativo no será tanto a nivel interno sino por el Sector Exterior. Por eso, aunque sin duda ralentice su economía, el impacto será menor que otros países en términos relativos. Su economía depende mucho de las Exportaciones a Reino Unido y Alemania, y estimamos una reducción parcial de estas, al menos hasta el 3T'19. Con efecto colateral, aunque moderado, en la Producción Industrial y Tasa de Paro en Turquía. Pero con los **estímulos de (i) su banco central**, que aún tiene margen para estimular su economía vía recortes en su Tipo Director (actualmente 9,75%) y **(ii) el precio del petróleo** en niveles históricamente bajos que abaratarán su consumo energético.

Por eso, estimamos que el PIB tendrá un crecimiento positivo de **+0,9% (vs +2,3% ant.) en 2020 y +2,8% (vs +2,5% ant.) en 2021.**

La economía turca sorprende positivamente, con un crecimiento de su PIB de +0,7% en 2019. En gran parte a la mejora de su Sector Exterior.

Su Producción Industrial acumula rebotes desde agosto de 2019 (p.ej. +7,9% en enero 2020).

Estimamos que el impacto del Covid-19 tendrá un impacto más reducido que en otros países.

La mayor debilidad estará por las Exportaciones hacia Alemania y Reino Unido. Menor demanda estimada en 2020.

Estrategia de Inversión 2T 2020

Perspectivas para las principales divisas

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2020)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,10/1,15	La Fed ha recortado los tipos en 100 p.b. hasta 0,0%/0,25%. El diferencial de tipos de interés con otras economías se estrecha, pero EE.UU. mantendrá el diferencial en crecimiento. Una posición de partida más sólida y las medidas contundentes de la Fed y el Gobierno sientan las bases para una recuperación vigorosa a final de año. En un entorno de mayor riesgo e incertidumbre, el dólar recupera atractivo como divisa refugio. Pero las medidas de liquidez de la Fed evitarán una apreciación excesiva que entorpezca la recuperación del ciclo. En un año electoral, un dólar sostenido será esgrimido como síntoma de normalidad económica. Estimamos un rango EURUSD para finales de 2020 en 1,10/1,15 y 1,12/1,17 para 2021.	Lateral 
Yen	119/123	Su tendencia de largo plazo sigue siendo depreciatoria. En las últimas semanas la divisa nipona se ha apreciado en los momentos de mayor incertidumbre. Pero su fortalecimiento ha sido limitado y poco prolongado. A futuro los importantes retos económicos a los que se enfrenta Japón y los estímulos del gobierno y banco central contribuirán a su debilitamiento. Nuestras estimaciones actualizadas para el cruce son de 119/123 en 2020 y 122/128 para 2021.	Depreciadora 
Franco Suizo	1,05/1,09	El SNB no ha modificado su Tipo Director (-0,75%), no prevemos recortes, y ha reiterado su compromiso de intervención de la divisa y asegurar la liquidez. Creemos que estas decisiones, unida a las esperadas medidas de política fiscal, van a acrecentar el carácter refugio de la divisa. Tras la reciente apreciación, estimamos un rango lateral €/CHF de 1,05/1,09.	Lateral 
Libra	0,87/0,92	Desde los mínimos del año que vimos el pasado 14 de febrero (0,83€/GBP) la libra ha ido depreciándose a medida que se anticipaba una bajada de tipos y se deterioraba el escenario macro afectado del Coronavirus. Creemos que el agresivo plan de medidas económicas tomadas por el gobierno y el BoE debería servir para que se recupere progresivamente la confianza en la economía y en la divisa. Establecemos el rango 0,87/0,92 €/GBP para 2020 y 0,83/0,87 €/GBP para 2021 (vs anterior 0,77/0,85 €/GBP para los dos años).	Lateral/ Apreciadora 

Estrategia de Inversión 2T 2020

2. España y Portugal.

2.1.- España: "Enfrenta un *shock* económico sin precedentes, pero es puntual. Crecimiento negativo este año y recuperación posterior."

España afronta hoy el escenario más complejo de los últimos años y un shock económico sin precedentes. Todavía no existe información suficiente como para poder anticipar la pérdida de PIB. No obstante, un cálculo preliminar nos lleva a estimar un descenso de -2% este año y un crecimiento de +2,7% en 2021 (vs +1,6% en 2020 y +1,5% en 2021 estimación previa).

Aunque el escenario sea al mismo tiempo tan incierto como dañino, debemos considerar que se trata de un shock puntual y que el COVID-19 es capaz de provocar una ralentización brusca pero no una crisis financiera. Probablemente en el tercer trimestre, las principales partidas de PIB afectadas (Consumo, Sector Exterior, Inmobiliario e Inversión) y el Empleo, recuperarán fuerza con más ímpetu del habitual. Sin embargo, sus efectos perdurarán más tiempo en términos de las arcas públicas, Deuda y Déficit. Dicho esto, es momento de introducir las medidas necesarias para evitar una ralentización. Una vez superado el virus, deberán realizarse los esfuerzos pertinentes. -

España, y el resto de los países de su entorno, afronta un escenario hoy mucho más complejo que el de meses atrás. El COVID-19 es capaz de provocar una desaceleración económica e incluso un crecimiento negativo en 2020, pero no es capaz de provocar una crisis económica. Éste es nuestro escenario central. En este apartado intentaremos analizar, en un contexto todavía absolutamente incierto, cuáles serán las posibles repercusiones en nuestra economía del COVID-19.

El PIB, después de varios años consecutivos creciendo por encima de los países de su entorno y superando el +2%, sufrirá un fuerte *shock* tanto de oferta como de demanda. Y, por ello, nuestro escenario central es un crecimiento negativo este año. Las principales partidas afectadas serán las siguientes:

::Consumo: Esta partida es especialmente importante por la elevada contribución al PIB (en torno al 60%). En un contexto de paralización de la economía, ésta es una de las partidas que sufre un mayor impacto. Dicho esto, estimamos que gran parte de esta demanda se recuperará posteriormente, una vez que el curso de los acontecimientos vuelva a su normalidad.

::Inversión: durante la última parte del 1T20 y la totalidad del 2T20, la Inversión quedará paralizada. Aunque el corto plazo sea muy complicado en términos de Industria, entre otras cosas por la disrupción en las cadenas de suministro a nivel global, estimamos una recuperación posterior, fruto de la demanda embalsada que ha sido paralizada puntualmente por el COVID-19. Quiere decir esto que, cuando la situación se normalice, a la inversión propia del trimestre deberá unirse parcialmente aquella que no ha podido realizarse por la paralización.

::Inmobiliario: se ve directamente afectado por el Covid-19. Esperamos que las transacciones inmobiliarias se frenen por completo mientras estén vigentes las actuales medidas de contención. Posteriormente, la actividad debería recuperar, aunque de forma muy progresiva. En este entorno, esperamos que las decisiones de compra de vivienda se postpongan entre 6 y 12 meses, y parte de la demanda desaparezca. Es previsible que afecte negativamente a los precios de la vivienda, aunque la profundidad del impacto dependerá de lo que se extiendan las medidas de contención y el coste en términos de empleo.

España enfrenta hoy un escenario mucho más complejo que meses atrás.

COVID-19 es capaz de provocar una ralentización brusca, pero no una crisis financiera.

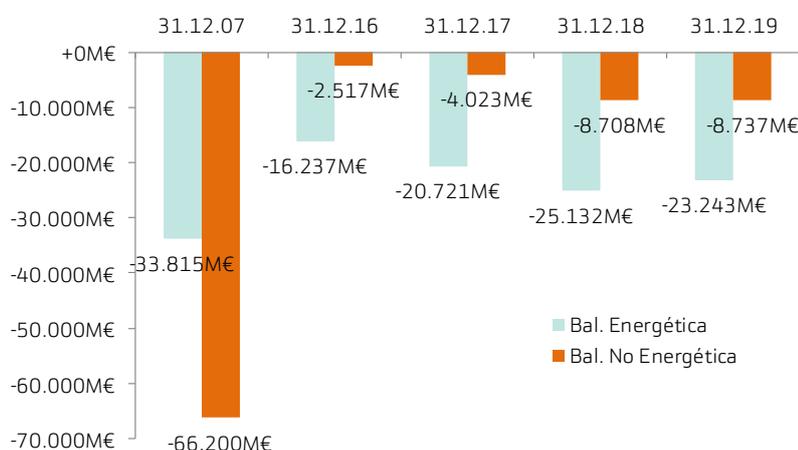
El Consumo, la Inversión, el Sector Inmobiliario y el Sector Exterior se verán especialmente afectados.

Estrategia de Inversión 2T 2020

::Sector Exterior: este es uno de los sectores que genera una mayor incertidumbre. Por un lado, las exportaciones quedarán paralizadas en su totalidad por el cese de actividad en términos globales. Por el otro, las importaciones se verán frenadas por la caída de la demanda interna. No obstante, el impacto del COVID-19 se ve parcialmente compensado por el efecto positivo en nuestra economía de la caída del precio del petróleo (Brent YTD -50%). España en los últimos años ha hecho un esfuerzo excepcional en reducción de la balanza por cuenta corriente, pasando de un déficit estructural a superávit durante varios años, y esto ha sido gracias a una mejora de la productividad y al alza de las exportaciones. Con todo ello, el déficit comercial actual es en su mayor parte energético, de manera que una caída del precio del petróleo es una estupenda noticia para nuestra economía.

El impacto negativo en el Sector Exterior de la paralización económica a nivel global será compensado, parcialmente, por la brusca caída en términos de petróleo.

Gráfico 2.1.1: Evolución del Déficit Energético y No Energético (2007/2009).



Fuente: COMEX. Informe Mensual Comercio Exterior.

Elaboración: Análisis Bankinter

::El **Turismo** supone cerca del 12% del PIB y 17% del empleo. Y es, lamentablemente, uno de los que se verán más afectados por el COVID-19. De momento, la llegada de turistas extranjeros está paralizada. De cara a los próximos meses, esperamos una recuperación, pero muy progresiva, que dependerá de cuanto se alargue el confinamiento global de la población.

En este contexto: *¿Qué sucederá con los precios?* La inflación se encuentra en un nivel reducido (+0,1% en marzo) y estimamos que la menor demanda y los bajos precios de la energía seguirán lastrando el nivel de precios. Esto es positivo porque nos permite seguir ganando competitividad vía precios, siempre y cuando no incurramos en deflación. En este contexto, estimamos que la **inflación cerrará el año en +0,4% y +0,7% en 2021, nivel que compara con +1,1% y +1,5% estimación previa.**

La menor demanda y los precios bajos de la energía seguirán reduciendo el nivel de precios. Esto es positivo porque nos permite seguir ganando competitividad sin incurrir en deflación.

El Talón de Aquiles de España sigue siendo el **Empleo**. A pesar de la mejora contundente vivida en los últimos años, la realidad es que la Tasa de Paro cerró 2019 en 13,8%, nivel elevado y superior a los países de nuestro entorno. Esto nos hace más vulnerables ante un contexto inesperado y difícil. Dicho esto, las medidas de flexibilidad laboral introducidas, los ERTE, probablemente supongan un balón de oxígeno en este sentido, y ayuden a mitigar este efecto.

Estrategia de Inversión 2T 2020

El empleo es muy dependiente de la evolución del PIB, por lo que una ralentización de éste le impacta directamente. **Estimamos que la Tasa de Paro cerrará el año en 16,1% y 15,3% en 2021**, esta cifra supone una revisión a peor con respecto a la estimación previa (13,2% y 12,9% respectivamente).

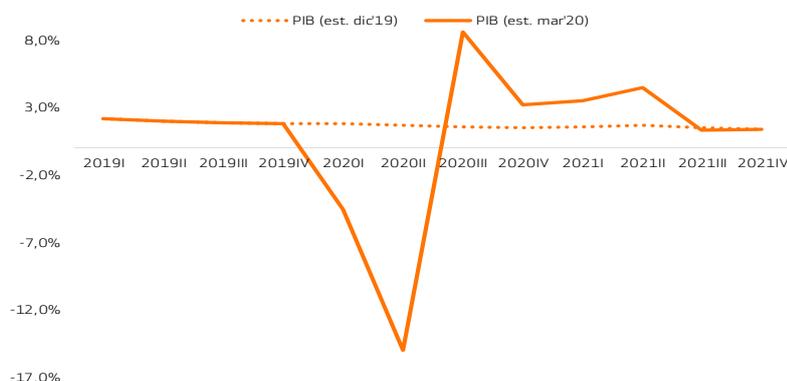
Déficit y Deuda Pública. - El actual volumen de Deuda Pública (95,5% s/PIB en diciembre 2019) supone una de las mayores debilidades de nuestro país. Es cierto que en los últimos años se ha realizado un importante esfuerzo en reducción de endeudamiento, pero se ha hecho solo desde el punto de vista privado, no público. Y ello, nos hace más vulnerables si la situación se vuelve más compleja. Por un lado, por la dificultad de acceder a los mercados de capitales y por el otro, porque ante un hipotético escenario de subida de tipos de interés, el coste de nuestra deuda se elevaría exponencialmente y tendría repercusión directa en las arcas públicas. Sin embargo, este asunto, crucial para España, ha pasado a un segundo plano puntualmente por el COVID-19. Todavía no existe información suficiente como para calcular una estimación de Déficit y Deuda Pública, pero previsiblemente asistamos a un alza relevante en los próximos meses. No obstante, éste será el común denominador de los países de nuestro entorno y contaremos con una mayor flexibilización por parte de la Unión Europea. Una vez superado el virus, España deberá realizar los esfuerzos pertinentes en saneamiento de las cuentas públicas.

Con todo esto: *¿Qué podemos esperar?* Una ralentización brusca de la economía. Pero, lo más importante, puntual. Asistiremos a dos trimestres muy duros y, una vez superados, a una recuperación progresiva. **Un cálculo preliminar nos lleva a estimar un descenso del PIB de -2% este año y un crecimiento de +2,7% en 2021 (vs +1,6% en 2020 y +1,5% en 2021 estimación previa).**

La elevada Deuda Pública y Déficit suponen uno de los aspectos más vulnerables de nuestra economía. El COVID-19 provocará un aumento de ambas variables.

Estimamos de manera preliminar una caída del PIB de -2,0% este año y un crecimiento de +2,7% en 2021.

Gráfico 2.1.2: Estimación crecimiento PIB vs estimación previa.



Elaboración: Análisis Bankinter. INE

En nuestra opinión, la naturaleza de esta crisis nada tiene que ver con la crisis financiera que sufrimos en 2008. Además, en esta ocasión, ha quedado patente el enorme esfuerzo y la disposición a actuar tanto de Gobiernos como de Bancos Centrales a nivel global, que harán todo lo que está en su mano para conseguir una pronta recuperación económica. Además, España, en los últimos años ha crecido muy por encima de los países de su entorno, ha mejorado en términos de empleo, ha saneado sus empresas y ha conseguido reducir su elevado déficit comercial, lo que nos permite enfrentar esta nueva etapa, con más fortaleza que en la crisis previa.

En definitiva, esperamos una brusca caída de la economía, pero puntual. Una vez superados dos trimestres muy duros la economía recuperará fuerza progresivamente.

Estrategia de Inversión 2T 2020

2.2. Portugal: "El COVID-19 lastrará la buena evolución económica de los últimos años. Caída histórica del PIB en 2T19, pero rápida recuperación."

La economía portuguesa entrará en recesión en 2020, debido al brote del COVID-19. Aunque prevemos una caída histórica del PIB en el segundo trimestre (-10,6%), fruto de las fuertes medidas de contención adoptadas por el Gobierno, la posterior recuperación del crecimiento deberá ser mucho más rápida que en crisis pasadas. Estimamos un aplazamiento de las decisiones de consumo e inversión, pero no una caída estructural provocada por una disminución generalizada de los ingresos. En el frente empresarial, lo más importante será proteger los balances de las empresas a corto plazo, para que puedan reanudar su actividad una vez controlado el brote. En este sentido, será fundamental comprobar la eficacia de las medidas adoptadas por el Gobierno, en particular las medidas de crédito o el nuevo régimen laboral. -

Revisamos significativamente a la baja nuestras previsiones de crecimiento del PIB en 2020 debido al impacto del COVID-19. Aunque en esta fase sigue existiendo un alto nivel de incertidumbre, es muy probable que la economía portuguesa entre en recesión en 2020. **Nuestro escenario central prevé una caída del PIB de -2,7% este año.** En este escenario asumimos una contracción bastante severa en el segundo trimestre, seguida de una recuperación progresiva posterior, que comenzará a mediados del tercer trimestre y ganará inercia a lo largo del cuarto trimestre. En 2021, estimamos que la economía crecerá +3,0%.

Es muy probable que la economía portuguesa entre en recesión en 2020, debido al COVID-19.

Gráfico 2.2.1 – Evolución estimada del PIB (ahora vs dic'19). –



Elaboración: Análisis Bankinter. INE

Contracción severa en el 2T20 seguida de una recuperación rápida que comenzará a mediados del tercer trimestre.

La crisis del COVID-19 presenta una naturaleza completamente diferente a la de crisis pasadas, particularmente a la de 2011/2012. Se trata de una crisis provocada por un **shock exógeno a la economía (salud pública)** de carácter, estimamos, puntual. Aunque prevemos una caída histórica del PIB en el segundo trimestre (-10,6%), fruto de las fuertes medidas de contención adoptadas por el Gobierno, la posterior recuperación del crecimiento deberá ser mucho más rápida que en crisis pasadas. En esta previsión asumimos que la pandemia se controlará a lo largo del segundo trimestre y que, por consiguiente, el impacto económico no causará daños estructurales, en particular en términos de empleo.

Crisis provocada por un shock exógeno de carácter temporal.

Estrategia de Inversión 2T 2020

La partida de PIB que sufrirá un mayor impacto son las **Exportaciones**. Estimamos **un retroceso de -7,7%** en 2020 y recuperación progresiva en 2021 (+1,7%). Esto refleja no sólo el impacto severo sobre el Turismo, sino también la menor Demanda Externa de bienes, fruto de la desaceleración económica mundial. Por el lado positivo, destaca la caída en el precio del petróleo, lo que puede ayudar a moderar el déficit comercial.

La recuperación de la **Demanda Interna** debería ser relativamente rápida. Ya que el COVID-19 provocará un **aplazamiento de las decisiones de consumo e inversión**, pero no una caída estructural provocada por una disminución generalizada de los ingresos. En este entorno, el auge del comercio *online* puede mitigar el impacto en el Consumo de los Hogares.

En el lado empresarial, y ante una crisis de estas características, lo más importante será proteger **el balance de las empresas a corto plazo**, para que puedan reanudar su actividad una vez controlado el brote del COVID-19. En este sentido, será fundamental comprobar la eficacia de las medidas adoptadas por el Gobierno, en particular las referentes al crédito y al ámbito laboral.

En cuanto al **Empleo**, es inevitable que se invierta la tendencia favorable de los últimos años de creación de puestos de trabajo. Según nuestro escenario central, **la Tasa de Paro debería aumentar hasta 9,5% en 2020** (frente al 6,7% en dic'2019), y reducirse posteriormente hasta 8,2% en 2021. Este aumento significativo del desempleo en 2020 refleja principalmente el impacto de la pandemia en el sector del Turismo, que representa, directa e indirectamente, cerca del 20% del empleo total en Portugal.

Por último, hay que destacar la imprevisibilidad de una situación como ésta, sin precedentes en la historia reciente. Por este motivo, es especialmente importante trazar escenarios alternativos para la evolución del PIB, dependiendo de la duración de la pandemia del COVID-19: (i) en el escenario más pesimista, **asumimos que la parálisis de la economía** se extenderá más allá de dos meses, el PIB podría retroceder -4,0% y la Tasa de Paro superar el 10%; (ii) **en el escenario optimista**, en el que la pandemia se controlará rápida y eficazmente, el PIB podría contraerse -0,8% y la Tasa de Paro situarse en 7,8%.

Aplazamiento de las decisiones de Consumo e Inversión y no una caída estructural.

La Tasa de Paro debería aumentar la 9,5% en 2020 y reducirse al 8,2% en 2021.

3. Ideas de inversión: Asignación de activos

Las medidas de contención sanitaria del COVID-19 generan un entorno de gran incertidumbre a nivel global. Frenazo de la economía global, gran disparidad de estimaciones (FMI, OCDE, CE...), elevada volatilidad y bolsas a la baja -21% S&P 500 y -27% Eurostoxx 50 en lo que va de año. Si bien, se empiezan a dar las condiciones para una recuperación de las bolsas: i) tanto los Bancos Centrales como los Estados han reaccionado con medidas "infinitas" para soportar la economía; ii) China muestra el camino de la recuperación, con niveles ya normalizados de actividad tras 8 semanas de crisis por el virus, y iii) Solo falta que los datos sanitarios comiencen a mejorar, algo que debería ocurrir en las próximas semanas en Europa, aunque podría llevar algo más de tiempo en EE.UU. Cuando pase el virus, las circunstancias deberían ser favorables para impulsar la recuperación: estímulos fiscales, tipos de Interés próximos a cero, medida monetarias que fomentan la liquidez y además ¡petróleo barato! En conclusión, esperamos recuperación de bolsas, con potenciales de más del +21% en S&P 500 y +25% Eurostoxx-50 a diciembre 2020.

¡Hay que tener paciencia y mantener exposiciones! Mantenemos nuestra preferencia por renta variable, tanto en EE.UU. como en Europa (Comprar). Tenemos recomendación Neutral en España y Japón, y extremaríamos la prudencia en Emergentes, son los más vulnerables ante COVID-19. Por sectores, nuestras preferencias son: Tecnología, Lujo, Eléctricas, Infraestructuras y Salud.

En Renta Fija, recomendamos bonos soberanos periféricos, corporativos de alta calidad (IG) y bonos del Tesoro de EE.UU., todos ellos soportados por los programas de compra de activos de los Bancos Centrales. Evitaremos bonos HY (High Yield) y emergentes.

El impacto macro de Covid-19 vendrá marcado por la magnitud y extensión de las medidas de contención sanitarias. La incertidumbre es elevada, lo que da lugar a una fuerte disparidad entre las primeras estimaciones (FMI, OCDE, CE...), elevada volatilidad en mercados y bolsas a la baja (-21,3% S&P 500 y -27,1% Eurostoxx 50 en lo que va de año).

Sin embargo, empiezan a darse las condiciones para una recuperación de las bolsas:

1. Tanto los Bancos Centrales como los Estados han reaccionado con contundencia para evitar una crisis financiera y mitigar el impacto de Covid-19 en sus economías. La FED ha bajado el tipo de interés de referencia hasta 0,00%/0,25% (-150 pb en el año), reactivado las compras de bonos soberanos (700.000 M\$), corporativos a corto plazo (CPFF), fondos de inversión monetarios (MMLF) y reducido exigencias a los bancos. El BCE ha aumentado el programa de compra de bonos en 750.000 M€ hasta 1,11 Billones – equivalente al 9,0% del PIB de la UEM - y mejora las condiciones de financiación a la banca (TLTRO-III). El resto de los bancos centrales bajan tipos (Canadá, Corea, Brasil, Taiwán, Noruega...) y/o compran bonos (BoE, Australia, India...).
2. Entre los estímulos fiscales destacan: (i) EEUU ha aprobado ayudas por hasta 2,2 Billones \$ (~9,5%/PIB), (ii) la UEM estímulos fiscales equivalentes al 1,0%/PIB (~120.000 M€) e inyecciones de liquidez para empresas y hogares por el 10,0%/PIB. Alemania abre líneas de crédito para empresas por 550.000 M€ (~16,5%/PIB), Francia 300.000 M€ (13,0%/PIB), España avales públicos por 100.000 M€ (~10,0%/PIB) y (iii) el FMI abre una línea de financiación de 1 Billón de dólares.

Entorno de incertidumbre por COVID-19. Elevada volatilidad y bolsas a la baja.

Aunque se empiezan a dar las condiciones para una recuperación de bolsas:

1. *Medidas infinitas de Bancos Centrales y Estados, que dan soporte a las economías*
2. *China ha recuperado su actividad tras 8 semanas de virus.*
3. *Los datos sanitarios deberían comenzar a mejorar, al menos en Europa.*

Estrategia de Inversión 2T 2020

3. **China muestra el camino de recuperación.** Fue el primer afectado por el virus y tras 8 semanas ha vuelto a niveles normales de actividad, consumo privado y exportaciones.
4. **Los datos sanitarios en Europa deberían mejorar en las próximas semanas,** reduciendo la saturación de los sistemas sanitarios. Prevemos un levantamiento progresivo de las medidas de contención a lo largo del 2T 2020.

Mantenemos posiciones. ¡Los plazos se están cumpliendo! Como ya anticipamos, las bolsas se están estabilizando y la volatilidad debería seguir moderándose. **Prevemos una recuperación en 2T20.** La mejor estrategia en este entorno es tener paciencia y mantener posiciones. Por ello, **mantenemos nuestra exposición a renta variable,** que va desde el 15% en el perfil conservador hasta el 70% en el agresivo.

Recomendamos tener paciencia y mantener posiciones.

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

Defensivo	Conservador	Moderado	Dinámico	Agresivo
15%	25%	40%	55%	70%

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, preferimos EE.UU. y Europa. Sus índices ofrecen potenciales de revalorización similares, superiores al 20% (S&P 500 y Eurostoxx 50). Si bien, somos más optimistas con la capacidad de recuperación de EE.UU.: Su crecimiento económico era más robusto antes del virus y estimamos una mayor efectividad de sus estímulos, tanto monetarios como fiscales. **Mantenemos nuestra recomendación en Neutral para Japón y España.** Sus índices ofrecen potencial de revalorización más modestos (+11% Ibex y +4,5% Nikkei). España podría verse lastrado por su elevada exposición a bancos, en un entorno de tipos bajos, y su mayor exposición a Latam. Por último, mantendríamos la prudencia **en Emergentes,** ya que son las economías más vulnerables frente a COVID-19, y todavía se encuentran en fase de transformación de su modelo económico, hasta ahora basado en crecimiento demográfico.

En Renta Variable, nuestras preferencias son: EE.UU. y Europa, por este orden.

Por sectores: Tecnología, lujo, eléctricas, infraestructuras y salud.

1. **Tecnología:** El sector está actuando como refugio y **saldrá reforzado de la crisis del Covid-19,** sobre todo en EE.UU. El sector tecnológico americano presenta en esta crisis una evolución claramente mejor que el resto del mercado. El índice tecnológico Nasdaq-100 acumula en el año una caída que es menos de la mitad que la del S&P-500 y algunas de las compañías, como Amazon, Netflix o Microsoft, presentan ya revalorizaciones positivas en el año. La tecnología juega un papel fundamental en este nuevo entorno de "distanciamiento social" y de teletrabajo, Necesidades de mayor capacidad de almacenamiento en la nube por parte de las empresas, mayor ancho de banda, comercio electrónico, o la demanda de una mayor y más completa oferta de

Por sectores, recomendamos tecnología, lujo, eléctricas, infraestructuras y salud.

Estrategia de Inversión 2T 2020

entretenimiento on-line (TV en streaming, redes sociales, videojuegos) son solo algunos de los ejemplos de los cambios que se van a producir.

Nuestras preferencias son: Amazon, Netflix y Microsoft. [Link a la nota sectorial del 24-mar-2020.](#)

2. **Lujo:** La corrección reciente abre una ventana de oportunidad para invertir selectivamente en el sector a unas valoraciones más atractivas. **El impacto del COVID-19 será intenso pero temporal** y es previsible una recuperación rápida una vez haya más visibilidad acerca del alcance del coronavirus en los resultados de 2020. **Los catalizadores de crecimiento a medio plazo se mantienen intactos:** fundamentalmente el crecimiento de las clases medias, especialmente en China y Asia, y la incorporación de generaciones más jóvenes, con alta propensión al consumo de lujo. Nuestra preferencia en el sector se centra en compañías con un perfil más defensivo: fuerte generación de caja, balance saneado, amplia diversificación geográfica y de marcas, márgenes elevados y fuerte imagen de marca: **LVMH, Kering y L’Oreal.** [Link al Informe sobre el sector del lujo europeo.](#)
3. **Eléctricas:** Recomendamos Comprar el sector por 3 razones: i) una gran parte de los ingresos del sector provienen de las **actividades reguladas de distribución y transporte de gas y electricidad.** Los ingresos regulados se establecen en función de un retorno sobre la base de activos regulados y no están relacionados con la actividad económica; ii) el negocio liberalizado de generación y comercialización de gas y electricidad se verá afectado por las medidas de confinamiento de la población, pero en menos medida que otras industrias; iii) el sector cuenta con una **situación financiera muy sólida**, que le permite atravesar esta crisis sin tensiones importantes de liquidez. Nuestras carteras modelo de acciones españolas y europeas tienen una exposición importante al sector. Empresas incluidas en carteras: **Iberdrola, Endesa, REE, Enagás, Enel o Eon**
4. **Infraestructuras:** Algunas infraestructuras, como las de telecomunicaciones, salen reforzadas de esta crisis. Otras básicas, como las de transporte, **verán restablecida su actividad en cuanto finalicen las medidas de contención sanitaria.** Además, el entorno de tipos, todavía más bajos y por más tiempo, dará soporte a las valoraciones de sus activos y permitirá mantener bajos costes de financiación. El sector presenta una **cómoda situación financiera** y liquidez suficiente para afrontar la crisis. Nuestras preferencias son: **Cellnex, Aena, Ferrovial y Vinci.**
5. **Salud:** El sector ha adquirido protagonismo durante la crisis del COVID-19. Las compañías han reorganizado su exposición desinvirtiendo de subsectores maduros y posicionándose en otros con mayor potencial. A esta rotación se añade la evolución favorable de los *pipelines* de productos en desarrollo que dan **visibilidad a las ventas de los próximos años.** Dentro de las compañías europeas, destacamos el atractivo de **Grifols**, en Europa **Sanofi, Bayer y Fresenius.**

Los catalizadores de crecimiento a medio plazo de las compañías de lujo se mantienen intactos

Las compañías de infraestructuras disfrutan de una cómoda situación financiera y liquidez suficiente para afrontar la crisis.

En Renta Fija, se reactiva el interés por bonos periféricos, corporativos de alta calidad y bonos del tesoro americano.

Estrategia de Inversión 2T 2020

Renta Fija: las perspectivas de Inflación están en mínimos y se atisba un entorno de tipos bajos prolongado que debería **reactivar el interés por:**

1. **Bonos Periféricos:** Forman parte del programa de compras del BCE y la TIR es atractiva en relación con los bonos core (Alemania, Holanda...). El previsible aumento en el Déficit Fiscal por los estímulos fiscales tras el Covid-19 será generalizado y no debe entenderse como estructural.
2. **Bonos corporativos de alta calidad (IG):** (1) Cotizan a niveles atractivos desde una perspectiva histórica y (2) forman parte del programa de compras de activos de los bancos centrales (soporte para las cotizaciones).
3. **Bonos del Tesoro americano:** Activo refugio por excelencia - especialmente en el tramo corto/medio de la curva (< 5 años) -.

Evitamos exposición a bonos HY (High Yield) y Emergentes.

Evitar exposición a:

1. **Bonos HY (High Yield):** (1) el riesgo de default /impago es alto - en torno al 10% según las principales agencias de rating -, (2) no forman parte de los programas de compras de los bancos centrales, (3) las compañías tienen menos margen de maniobra ante un entorno macro complicado debido a un endeudamiento elevado y (4) los principales índices de referencia, sobre todo en EEUU tienen un alto peso en sectores especialmente vulnerables como el energético.
2. **Emergentes:** La caída en el precio de las materias primas, la salida de capitales y el desplome de las divisas conllevan una revisión a la baja en las previsiones macro y un deterioro de los fundamentales. La rentabilidad (TIR) actual parece atractiva, pero la volatilidad empeora el binomio rentabilidad/riesgo.

Primera aproximación de valoraciones de bolsas tras COVID-19:

1. *Mantenemos preferencia por S&P 500 (potencial del +21%) y Eurostoxx50 (+25%)*
2. *Hemos rebajado las valoraciones entre un -15% y -25%.*

VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

Realizamos una **primera aproximación a las valoraciones** de bolsas en un entorno todavía de **limitada visibilidad y elevada volatilidad**. Empleamos el **método Top Down de PER objetivo**.

Principales Conclusiones: 1) **Mantenemos la preferencia por S&P500** (con un potencial esperado del 21%) **y EuroStoxx50 (+25%)**, mientras que somos más Neutrales hacia el Ibex35 (+11%) y el Nikkei (+4,5%); 2) **Nuestros precios objetivos implican una revisión a la baja** en torno al -16% para el S&P 500 y entre -19% / -25% para el Eurostoxx50, Ibex35 y Nikkei.

Principales hipótesis: el ejercicio 2020 será atípico por un período de muy baja o nula actividad en muchos sectores, con el consecuente impacto operativo y financiero. Por ello, para nuestra valoración hemos considerado **un BpA ajustado a 2021E, actualizando** posteriormente la valoración un año, con una tasa de descuento.

- **BpAs:** **Proyectamos un impacto significativo en BPA 2020, con una clara tendencia de recuperación en 2021.** Para 2020 asumimos en los tres escenarios (central, favorable y desfavorable) una caída del -50% de BPA sobre el de 2019 (ajustado por extraordinarios en el caso del Ibex35). La recuperación en 2021 que estimamos es del

Asumimos un retraso de 2 años en BPAs por el virus.

Estrategia de Inversión 2T 2020

+85% en el escenario central para la mayoría de los mercados y +95% en el S&P500 (prevemos mayor capacidad de recuperación y efectividad de los estímulos aprobados). Eso supone que el BPA 2021E sería un -7,5% inferior al de 2019 y -5% en el caso del S&P 500. Además, implica asumir para todas las bolsas una rebaja próxima al -20% del BPA 2021 estimado actualmente por el consenso. En el **escenario favorable**, proyectamos una recuperación del 100% en 2021E en todos los mercados, lo que supondría volver en 2021 al nivel de BPA de 2019. Y finalmente, en el **escenario desfavorable** suponemos que la recuperación en 2021 es del +50% en todos los casos (esto supondría que el BPA en 2021 sería del -25% el de 2019).

- **Las tasas de descuento** aplicadas difieren en función de la prima de riesgo y el bono de cada zona. En ese sentido aplicamos una tasa del 7,72% para el Ibex35 (que compara con el 7,40% que aplicábamos en dic-19), en el EuroStoxx-50 una tasa del 6,12% (desde 5,90% anterior); en el S&P 500 una del 5,14% (desde 5,40% anterior, en este caso el fuerte descenso en la rentabilidad del bono, que se aproxima a los -100pb ha compensado el aumento de la prima de riesgo). Finalmente, 5% en el Nikkei-225 (desde 5,40% anterior).

Por tanto, mantenemos nuestros tres escenarios para cada valoración: el central, el favorable y el desfavorable. Las principales diferencias entre ellos son:

Mantenemos tres escenarios: Central, Favorable y Desfavorable

1. **Rangos de nivel de BPA esperado.** Tal y como comentamos anteriormente, en las principales hipótesis, el rango de BPA 2021 va desde repetir un nivel similar al de 2019, hasta -25%.
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.

Bajo estos escenarios, las valoraciones son las siguientes:

Ibex35: En esta ocasión **no aplicamos valoración Bottom Up** para el Ibex35 al considerar que los precios objetivo de las compañías no incorporan el impacto negativo del COVID-19. El escenario central **apunta a 7.529 puntos, lo que supone un potencial del 11,1%** e implica una revisión a la baja del 25% respecto a nuestra valoración anterior (en la que también considerábamos una valoración *Bottom Up*). Como referencia, esto supondría un Per implícito de unas 10x respecto al BpA estimado actualmente para 2021. Mantenemos una **recomendación Neutral**

IBEX35: 7.529 puntos, en el escenario central

*Potencial +11% dic-20.
Neutral*

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntarían a 8.451 puntos y 5.886 puntos respectivamente, lo que supondría un potencial del 25% y -13% respectivamente.

Estrategia de Inversión 2T 2020

EuroStoxx50: Estimamos un Precio Objetivo de 3.420 puntos dic-20, en el escenario central, lo que supone un potencial de revalorización del +25% y una revisión a la baja del -21% desde dic-19. El PER 2021e implícito sería de 13x. **Recomendación Comprar.**

En los **escenarios favorable y desfavorable** la valoración ascendería a 3.879 puntos y 2.649 puntos respectivamente (potencial del 42% y -2,9% desde los niveles actuales).

EuroStoxx50: Valoración 3.420 puntos, escenario central

Potencial +25% dic-20. Comprar

S&P 500: nuestra valoración supone un P. Objetivo de 3.073 puntos dic-20, lo que supone un potencial desde los niveles actuales cercano al 21%. La revisión a la baja desde nuestra valoración anterior ha sido del -16%, ya que en este caso, a pesar del ejercicio de ajuste del BpA, el recorte del activo libre de riesgo (T-Note en niveles de 0,9%, casi 100pb por debajo de hace tres meses), ha compensado en gran parte el aumento de la prima de riesgo. Esta valoración implicaría un PER implícito del 17x sobre el BpA estimado actualmente.

Los **escenarios favorable y desfavorable** supondrían situarse entre 3.451 puntos y 2.283 puntos, lo que supone un potencial respecto a los niveles actuales de +36% y -10%.

S&P500: Valoración 3.073 puntos, en el escenario central.

Potencial +21% dic-20. Comprar.

NIKKEI: nuestra primera aproximación a la valoración del índice es de 20.262 puntos dic-20, lo que supone un potencial del 4,5% desde los niveles actuales. La revisión a la baja desde nuestra última valoración es del -19%, derivado fundamentalmente del descenso esperado en nuestro escenario de BpA y a pesar de la ligera mejora en la tasa de descuento al 5%. Esta valoración supondría un PER implícito del 15x sobre el BpA estimado actualmente para 2021E.

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntan a 22.649 puntos y 15.904 puntos respectivamente, que supondrían +17% y -18% desde los niveles actuales.

Nikkei : escenario central 20.262 puntos

Potencial +4,5% dic-20. Neutral

Cuadro 3.2: Tabla resumen de valoraciones bolsas (dic-20)

Valoración Escenario Central		
	Valoración	Rentabilidad por dividendo
IBEX-35	7.529	5,9%
Potencial	11,1%	
EUROSTOXX-50	3.420	4,5%
Potencial	25,4%	
S&P 500	3.073	2,9%
Potencial	20,9%	
NIKKEI	20.262	2,3%
Potencial	4,5%	

Notas: cierre 27 de marzo de 2020

Fuente: Análisis Bankinter, Reuters y Bloomberg

Estrategia de Inversión 2T 2020

Cuadro 3.3: Tabla extendida de valoraciones para bolsas en 2020.-

IBEX-35		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	0,52%	0,77%	1,02%	
2.- Incremento (21e/19) BPA:	0,0%	-7,5%	-25,0%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	8.451	7.529	5.886	
Precio Objetivo Anterior (2)		10.005		
Cotización 27/03/2020		6.778		
Potencial (%)	24,7%	11,1%	-13,2%	
PER Implícito (4)	11,1x	9,9x	7,7x	
EUROSTOXX-50		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A (3)	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0,19%	0,06%	0,31%	
2.- Incremento (21e/19) BPA:	0,0%	-7,5%	-25,0%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	3.879	3.420	2.649	
Precio Objetivo Anterior (2)		4.338		
Cotización 27/03/2020		2.729		
Potencial (%)	42,2%	25,4%	-2,9%	
PER Implícito (4)	14,5x	12,8x	9,9x	
S&P 500		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	0,68%	0,93%	1,18%	
2.- Incremento (21e/19) BPA:	0,0%	-5,0%	-25,0%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	3.451	3.073	2.283	
Precio Objetivo Anterior (2)		3.672		
Cotización 27/03/2020		2.541		
Potencial (%)	35,8%	20,9%	-10,2%	
PER Implícito (4)	18,6x	16,6x	12,3x	
NIKKEI		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0,13%	0,02%	0,17%	
2.- Incremento (21e/19) BPA:	0,0%	-7,5%	-25,0%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	22.649	20.262	15.904	
Precio Objetivo Anterior (2)		25.044		
Cotización 27/03/2020		19.389		
Potencial (%)	16,8%	4,5%	-18,0%	
PER Implícito (4)	16,7x	15,0x	11,8x	

Notas:

(1) Cálculos con cierre 27 de marzo de 2020. Precio objetivo según método PER Objetivo.

(2) Cálculos a 13 de diciembre de 2019.

(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

