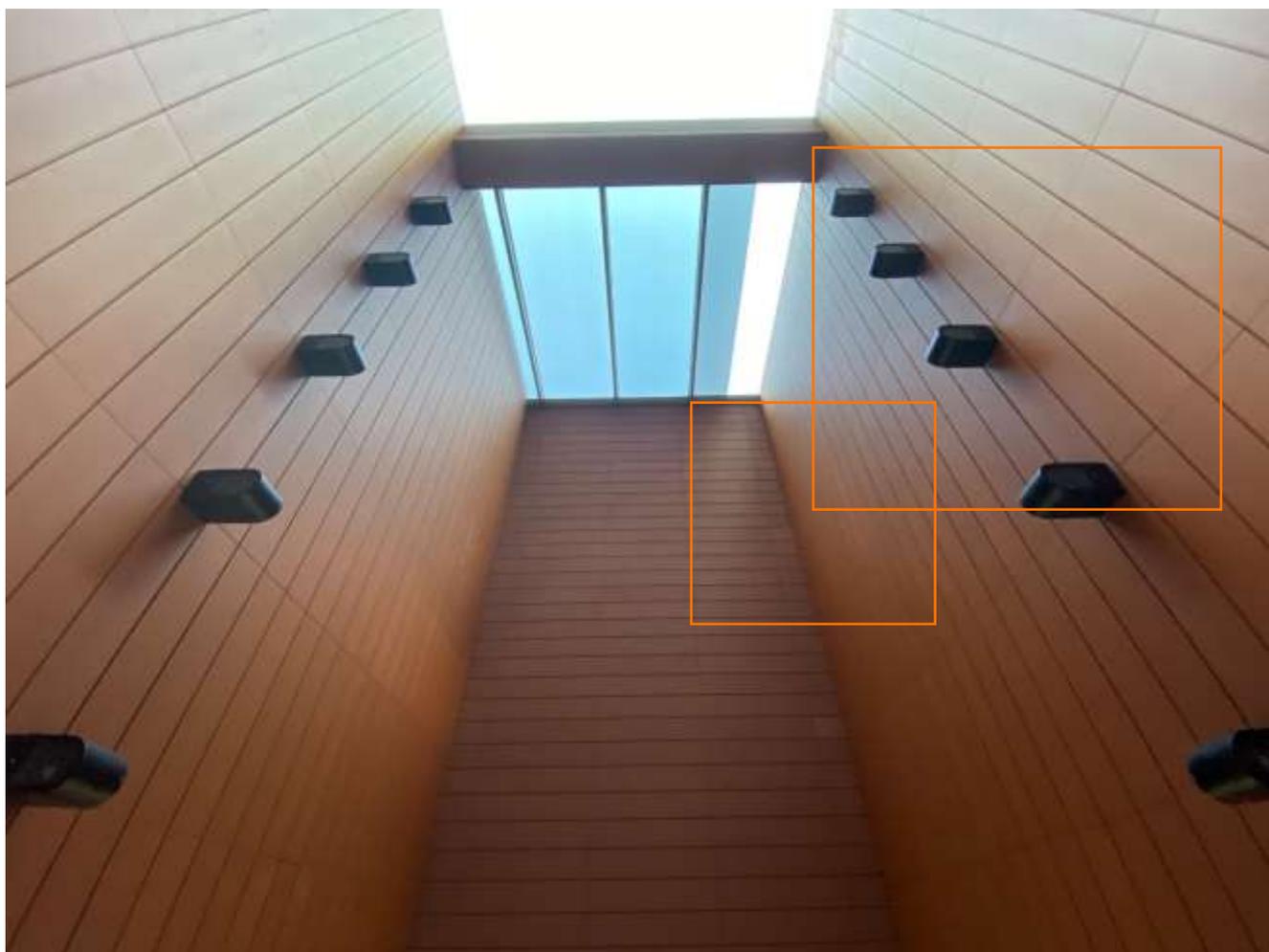


Estrategia 2º trimestre 2021

Retomando el ciclo expansivo, pero consolidación por sentido común.
Desacoplamiento pro-EE.UU., de nuevo.



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

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

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

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

Índice

Resumen	5
Síntesis de estimaciones	6
1.- Perspectiva Global	10
2.- España y Portugal	36
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	47
4.- Estrategia en Bonos	58
5.- Temática Trimestral: Inversión Sostenible y Regulación	59
ANEXO I: Estimaciones detalladas sobre España y Portugal según escenarios	61
ANEXO II: Carteras Modelo de Fondos y Acciones de Análisis Bankinter. Popcoin	63
ANEXO III: Ratios y estimaciones para las compañías del Ibex-35 y EuroStoxx-50	65
ANEXO IV: Nasdaq-100. Integrantes y consenso de estimaciones para 2020	70

Equipo de Análisis y Mercados

▪ Análisis

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

▪ Mesa de Ejecución y Ventas

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

Bankinter
Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

Estrategia de Inversión 2T 2021

Advertencias legales

Certificación de analistas

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

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

Información importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Estrategia de Inversión 2T 2021

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

Sistema de recomendaciones

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

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

Aviso Legal

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Resumen

- **Son solo 3 las cuestiones realmente importantes.-**

Al menos de cara a los próximos trimestres y particularmente el segundo: la potencial **inflación** y su impacto sobre los bonos, la controvertida cuestión de los precios actualmente pagados por las compañías **tecnológicas** y la **reactivación económica global** a partir del verano, que volverá a ser asimétrica coherentemente con la asimetría en los ritmos de vacunación según países.

- **La inflación repuntará, pero solo transitoriamente. No de forma estructural.-**

Eso es lo más importante que debemos tener en cuenta. Y lo segundo más importante es que los bancos centrales no se arriesgarán a variar sus actuales políticas monetarias ultralaxas precisamente porque consideran que los repuntes de precios serán transitorios (sus propias estimaciones así lo indican), pero también porque el riesgo asociado a cambiarlas no les compensaría. La experiencia de la Fed en 2013 con el denominado "taper tantrum" fue traumática y mostró a los bancos centrales la importancia del sentido de la oportunidad.

- **La tecnología no está sobrevalorada.-**

Ni las compañías tecnológicas "puras", ni mucho menos las compañías que llevan adelante la transformación digital de su negocio. El multiplicador de beneficios ajustado por el crecimiento esperado o PEG es más atractivo (bajo) precisamente en las compañías tecnológicas (Nasdaq-100, por ejemplo) y más aún en las compañías de semiconductores, que se revelan como las más "baratas" de todas. Sobre este enfoque en particular publicamos una nota específica ya el día 26 de enero de este año ([link directo a la nota](#)), sobre cuyas conclusiones volvemos a reafirmarnos.

- **Reaceleración en el segundo semestre... pero asimétrica, de nuevo, a favor de EE.UU.-**

El ritmo de vacunación para alcanzar la denominada "inmunidad de rebaño" es mucho más rápido en Estados Unidos que en Europa y también la recuperación de los beneficios empresariales, gracias en gran medida a la superior dimensión e inmediatez de los programas de estímulo, que podrían terminar sumando aproximadamente el 30% del PIB, agregadamente. Estos 2 factores nos llevan a estimar una nueva asimetría pro-Wall Street.

- **España corre el riesgo de deslizarse hacia la periferia económica de la Eurozona.-**

Esto es así porque en los últimos años España viene basando su competitividad exterior en la devaluación interna de los factores (costes laborales principalmente) en lugar de apoyarse y promover la mejora continua de la productividad, lo cual genera un problema estructural de rentas (bajas), lo que a su vez provoca tensiones sociales internas y una fuerte asimetría con respecto al exterior, que tiende a agravarse con el paso del tiempo. Intenta resolverse este problema mediante regulación (p.e., salario mínimo, sobreprotección legal del empleo...) y fiscalidad más dura, eludiendo cualquier enfoque sobre la productividad, pero eso solo agrava el problema. A corto plazo esta espiral solo podría romperse mediante un empleo temprano y óptimo de los fondos europeos NGEU, pero para recibirlos será necesario reformar previamente las pensiones (sostenibilidad) y el mercado laboral (dualidad). Improbablemente esto sería rápido y, además, tiene implicaciones políticas que quedan fuera de la cobertura de nuestras opiniones y que, por tanto, no procede abordar en ninguno de nuestros informes.

- **Las bolsas siguen siendo la clase de activo más atractivo, a pesar de los obstáculos y del escepticismo ante los nuevos máximos históricos alcanzados.-**

Las bolsas deberían tender a consolidar durante el segundo trimestre antes que continuar avanzando, pero en la práctica rebotarán en cuanto no enfrenten obstáculos específicos que se lo impidan porque se mueven en un contexto de liquidez cuasi-infinita, saben que están a las puertas de un nuevo ciclo expansivo y, no menos importante, porque las alternativas han perdido atractivo: pesa una seria incertidumbre sobre el inmobiliario por los cambios de preferencias derivados del propio virus y el repunte de las TIR de los bonos es consecuencia, obviamente, de caídas de precios.

Estrategia de Inversión 2T 2021

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e
1.- PIB (media anual)								
España	3,8	3,0	3,0	2,4	2,0	-11,0	5,9	5,4
Eurozona	1,6	1,7	2,5	1,9	1,3	-6,8	4,0	4,1
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>220</i>	<i>130</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>70</i>	<i>-420</i>	<i>190</i>	<i>130</i>
Portugal (Adverso)	1,5	1,4	2,7	2,1	2,5	-7,6	4,4	4,6
EE.UU.	2,4	1,6	2,3	3,0	2,2	-3,5	7,0	4,4
R.Unido	2,3	2,1	1,7	1,3	1,5	-10,0	5,0	5,5
Irlanda	25,2	2,0	9,2	8,8	5,6	3,4	5,0	5,5
Suiza	1,6	2,0	1,7	3,0	1,2	-2,9	3,1	2,5
Japón (año natural)	1,6	0,8	1,7	0,6	0,3	-4,9	2,7	1,4
China	6,9	6,7	6,9	6,7	6,0	2,3	7,8	5,5
India (año natural)	7,4	8,0	8,3	7,0	6,6	-7,1	11,0	6,0
Brasil	-3,5	-3,3	1,3	1,8	1,4	-4,1	3,8	2,5
Rusia	-2,8	-0,3	1,8	2,5	1,3	-3,5	3,1	2,3
México	3,3	2,6	2,1	2,2	-0,3	-8,3	4,5	2,5
Turquía	6,1	3,2	7,5	2,8	1,0	1,6	5,8	4,1
2.- IPC								
España	0,0	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,5	1,1	1,2
Eurozona	0,2	1,1	1,5	1,8	1,3	0,3	1,5	1,2
Portugal (Adverso)	0,4	0,9	1,5	0,7	0,3	-0,1	0,9	1,2
EE.UU.	0,4	0,9	1,5	0,7	0,4	1,4	2,6	2,3
R.Unido	0,2	1,6	3,0	2,3	1,8	0,8	1,6	1,9
Irlanda	0,1	0,0	0,4	0,7	1,3	-1,0	0,5	0,8
Suiza	-1,3	0,0	0,5	0,7	0,4	-0,8	0,6	0,7
Japón	0,2	0,3	1,0	0,3	0,8	-1,2	0,8	0,7
China	1,6	2,1	1,6	2,1	2,9	0,1	2,0	2,3
India	4,9	5,0	5,2	4,0	3,7	4,6	4,0	3,8
Brasil	9,0	8,8	3,5	3,7	3,7	4,5	5,0	3,8
México	2,1	3,4	6,8	4,8	2,8	3,2	3,7	3,5
Turquía	8,8	8,5	11,9	20,3	11,8	14,6	13,5	10,0
3.- Paro								
España (EPA)	20,9	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	17,0	15,2
Eurozona	10,4	9,6	8,7	7,9	7,4	7,9	8,6	8,3
Portugal (Adverso)	12,2	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	8,0	7,4
EE.UU.	5,0	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	4,7	3,6
R.Unido	5,1	4,8	4,5	4,0	3,9	5,0	6,0	5,5
Irlanda	8,9	6,9	6,2	5,3	4,7	5,8	9,0	8,0
Suiza	3,3	3,3	3,0	2,4	2,4	3,5	3,3	3,1
Japón	3,3	3,1	2,7	2,4	2,2	3,0	2,4	2,2
China	4,1	4,0	3,9	3,8	3,6	4,2	3,6	3,5
Brasil	7,4	11,9	12,0	11,6	11,3	14,1	14,0	12,5
México	4,0	3,4	3,1	3,4	2,9	3,8	4,5	4,0
4.- Crédito s. privado								
España, empresarial Stock (%)	-4,9	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	8,3	5,5	4,5
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-13,5	-17,8	5,1	2,4	0,4	2,5	2,0	1,0
España, hipotecario Stock(%)	-4,7	-3,0	-2,4	-1,2	-1,2	-0,3	0,0	0,2
España, hip. nueva Produc.(%)	4,6	5,0	3,6	10,8	1,2	0,9	6,0	4,0

Estrategia de Inversión 2T 2021

Estimaciones Bankinter	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e
5.- Tipos oficiales (Dic.)								
UEM. Tipo intervención	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM. Tipo depósito	-0,30	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
UEM. Compra activos (m€ / mes)	60	80	60	15	20	120	110	60
EE.UU.	0,25/0,5	0,5/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25
R.Unido	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	0,10	0,10	0,20
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Japón	0/0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
India	6,75	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	3,50	3,50
Brasil	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	4,50	5,50
México	3,25	5,75	7,25	8,25	7,25	4,25	3,70	3,70
Turquía	7,50	8,00	8,00	24,00	12,00	17,00	19,00	16,00
6.- Euribor (Dic.)								
Euribor 3M	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,54	-0,51
Euribor 12M	0,06	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	-0,49
7.- Bono 10A (Dic.)**								
España	1,76	1,36	1,56	1,41	0,47	0,02	0,5/0,6	0,6/0,7
Prima de riesgo España	113	115	114	117	66	59	60	60
Alemania	0,63	0,21	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,1/0,0	0,0/0,1
Portugal	2,52	3,76	1,94	1,71	0,43	0,03	0,2/0,5	0,5/0,7
EE.UU.	2,26	2,45	2,35	2,69	1,92	0,92	1,8/2,0	2,0/2,20
R.Unido	1,96	1,24	1,20	1,28	0,82	0,19	0,80	1,00
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	-0,10	0,20
Suiza	-0,40	-0,20	-0,20	-0,28	-0,47	-0,59	-0,3/0,0	-0,2/0,1
Japón	0,26	0,05	0,04	-0,01	-0,02	0,01	0,15	0,20
8.- Divisas**								
Eurodólar	1,086	1,052	1,175	1,147	1,121	1,220	1,17/1,23	1,20/1,25
Euroyen	130,6	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	128/134	129/135
Dólar yen	120,2	117,0	112,7	109,7	108,6	103,2	108,9/109,4	107,5/108,0
Eurolibra	0,737	0,840	0,880	0,899	0,845	0,886	0,86/0,90	0,84/0,87
Eurosuizo	1,088	1,070	1,160	1,125	1,085	1,080	1,09/1,14	1,11/1,16
9.- Materias primas (Dic.)**								
Petróleo (Brent, \$/b.)	37,3	53,6	66,9	53,8	66	51,1	66,0	61,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	37,0	53,7	60,4	45,4	61	47,8	60,0	58,0
Oro (\$/oz.)	1.061	1.141	1.256	1.282	1.517	1.864	1.540	1.400

Fuente: Estimaciones Mar. '21 Análisis Bankinter

(*) China: *1 year Benchmark Lending Rate*

(**) En bonos, divisas y materias primas: 2020 y anteriores con cierres de mercado a 31 dic

Estrategia de Inversión 2T 2021

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	2,2	0,3	-9,0	-2,9	-2,4	-3,5	0,1	12,0	9,0	6,8	7,0	6,8	4,6	3,4	2,9	4,4
ESPAÑA	2,0	-4,2	-21,6	-9,0	-9,1	-11,0	-5,3	17,1	5,0	6,7	5,9	8,4	6,6	3,6	2,8	5,4
UEM	1,3	-3,3	-14,8	-4,3	-4,9	-6,8	-3,5	13,0	3,0	3,5	4,0	6,0	4,0	3,4	3,0	4,1
PORTUGAL (Adverso)	2,5	-2,2	-16,3	-5,7	-6,1	-7,6	-7,0	5,0	10,0	9,5	4,4	8,5	6,5	2,0	1,4	4,6
R. UNIDO	1,5	-2,5	-21,0	-8,7	-7,8	-10,0	-4,0	14,0	4,0	6,0	5,0	7,0	6,0	5,0	4,0	5,5
IRLANDA	5,6	5,8	-2,6	8,7	1,5	3,4	3,0	4,0	6,3	6,5	5,0	6,0	6,0	5,0	5,0	5,5
SUIZA	1,2	-0,4	-7,8	-1,6	-1,7	-2,9	-0,8	6,5	3,2	3,6	3,1	3,5	2,3	2,0	2,0	2,5
JAPÓN	0,3	-2,1	-10,3	-5,8	-1,4	-4,9	1,0	6,0	2,6	1,0	2,7	1,3	1,1	1,3	1,7	1,4
CHINA	6,0	-6,8	3,2	4,9	6,5	2,3	14,0	6,5	5,5	5,0	7,8	5,5	5,5	5,4	5,4	5,5
BRASIL	1,4	-0,3	-10,9	-3,9	-1,1	-4,1	0,0	9,5	3,5	2,0	3,8	3,0	3,0	2,0	2,0	2,5
RUSIA	1,3	1,6	-8,0	-3,4	-4,0	-3,5	-1,5	6,0	4,0	4,0	3,1	3,0	2,5	2,0	1,8	2,3
INDIA	6,6	3,1	-24,4	-7,5	0,4	-7,1	2,0	25,0	10,0	7,0	11,0	6,0	5,0	6,0	7,0	6,0
MÉXICO	-0,3	-1,4	-18,7	-8,6	-4,3	-8,3	-3,0	12,0	4,5	4,5	4,5	3,0	3,0	2,0	2,0	2,5
TURQUÍA	1,0	4,5	-10,3	6,3	5,9	1,6	2,0	15,0	4,0	2,0	5,8	4,5	5,0	3,3	3,5	4,1
IPC	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	2,3	1,5	0,6	1,4	1,4	1,4	1,9	3,0	2,9	2,6	2,6	2,6	2,4	2,3	2,3	2,3
ESPAÑA	0,8	0,0	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	0,7	0,8	1,2	1,1	1,1	1,0	1,3	1,3	1,2	1,2
UEM	1,3	0,7	0,3	-0,3	0,3	0,3	1,0	1,3	1,5	1,5	1,5	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2
PORTUGAL (Adverso)	0,3	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,6	0,9	0,9	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2	1,2
R. UNIDO	1,8	1,5	0,8	0,7	0,8	0,8	1,3	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9
IRLANDA	1,3	0,7	-0,4	-1,2	-1,0	-1,0	0	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	0,4	0,6	0,8	0,8
SUIZA	0,4	-0,5	-1,3	-0,8	-0,8	-0,8	0,0	0,9	0,7	0,6	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	0,7
JAPÓN	0,8	0,4	0,1	0,0	-1,2	-1,2	0,1	0,5	0,8	0,8	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
CHINA	4,5	5,0	2,7	2,3	0,1	0,1	0,2	1,0	1,5	2,0	2,0	2,2	2,1	2,3	2,3	2,3
BRASIL	3,7	3,3	2,1	3,1	4,5	4,5	5,0	5,5	5,0	5,0	5,0	4,0	4,0	3,8	3,8	3,8
INDIA	3,7	5,8	6,2	7,3	4,6	4,6	4,2	4,4	4,0	4,0	4,0	4,0	3,9	3,9	3,8	3,8
MÉXICO	2,8	3,2	3,3	4,0	3,2	3,2	4,0	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5	3,5
TURQUÍA	11,8	12,1	11,7	11,8	14,6	14,6	15,6	15,0	14,5	13,5	13,5	12,0	11,0	10,5	10,0	10,0

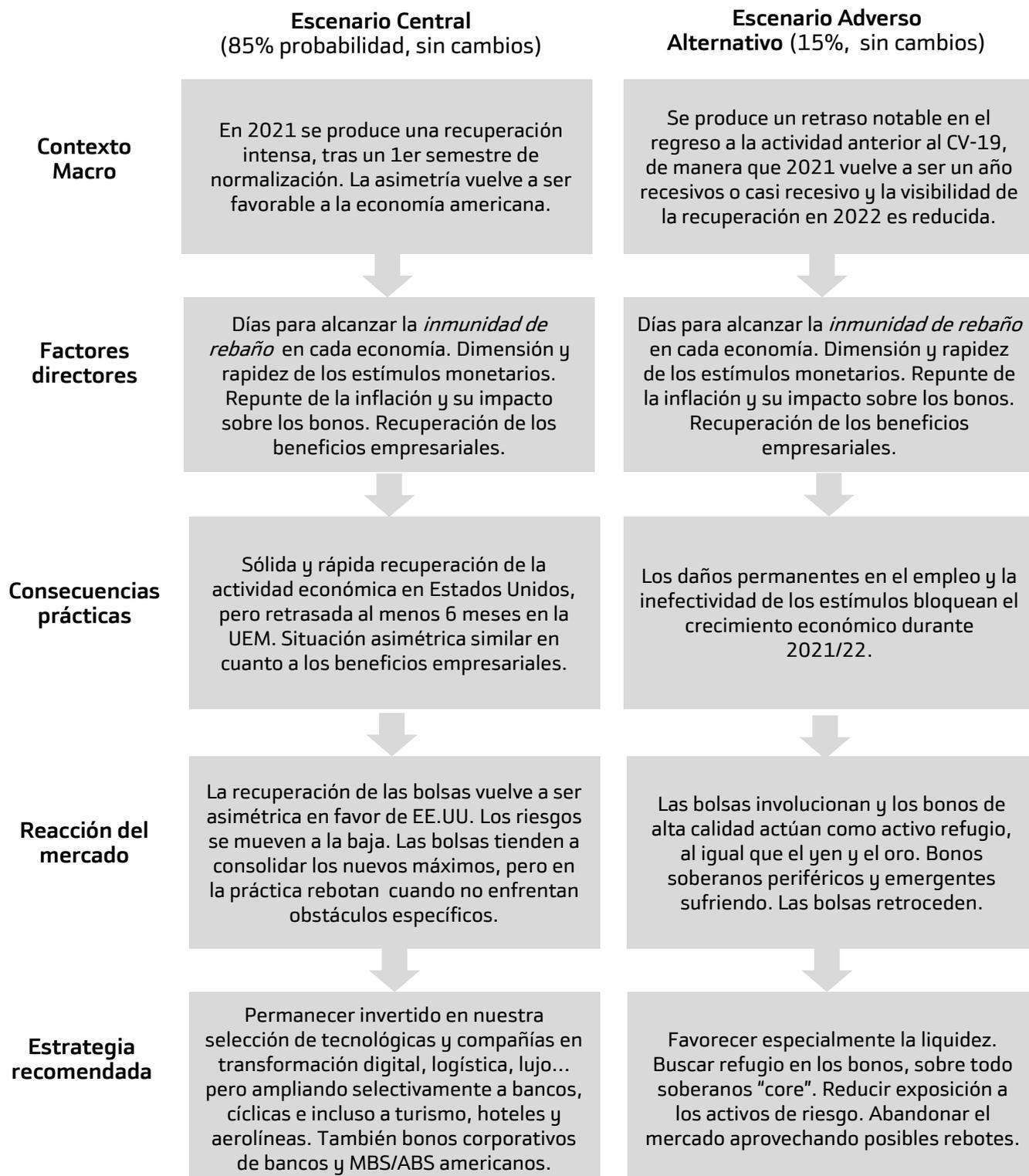
Estrategia de Inversión 2T 2021

Paño	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	3,5	4,4	11,1	7,9	6,7	6,7	6,1	5,6	5,0	4,7	4,7	4,3	4,1	3,8	3,6	3,6
ESPAÑA	13,8	14,4	15,3	16,3	16,1	16,1	16,9	16,5	16,9	17,0	17,0	16,0	15,3	15,2	15,2	15,2
UEM	7,4	7,4	7,9	8,5	7,9	7,9	8,5	8,7	8,7	8,6	8,6	8,6	8,5	8,3	8,3	8,3
PORTUGAL (Adverso)	6,7	6,7	5,6	7,8	7,1	7,1	7,2	7,5	7,6	8,0	8,0	7,8	7,6	7,3	7,4	7,4
R. UNIDO	3,9	4,0	4,3	4,9	5,0	5,0	6,5	7,2	6,5	6,0	6,0	6,5	6,0	6,0	5,5	5,5
IRLANDA	4,7	5,3	4,6	5,4	5,8	5,8	7,0	8,0	8,0	9,0	9,0	9,0	8,9	8,7	8,0	8,0
SUIZA	2,4	2,8	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	3,5	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1
JAPÓN	2,2	2,5	2,8	3,0	3,0	3,0	2,8	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2
CHINA	3,6	3,7	3,8	4,2	4,2	4,2	4,0	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5
BRASIL	11,3	11,7	12,9	14,3	14,1	14,1	14,3	14,2	14,1	14,0	14,0	13,8	13,5	13,0	12,5	12,5
MÉXICO	2,9	2,9	5,5	5,1	3,8	3,8	4,7	4,6	4,5	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2	4,0	4,0
Tipo Dtor.	2019	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022
EE.UU.	1,50/1,75	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25
UEM	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM (Dep.)	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
UEM (Compra act. (m€/	20,00	20,00	120,00	120,00	120,00	120,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00
R. UNIDO	0,75	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,20	0,20	0,20
SUIZA	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
JAPÓN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CHINA (*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
BRASIL	4,50	3,75	2,25	2,00	2,00	2,00	2,75	3,50	4,00	4,50	4,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
INDIA	5,15	4,40	4,00	4,00	4,00	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
MÉXICO	7,25	6,50	5,00	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
TURQUÍA	12,00	9,75	8,25	10,25	17,00	17,00	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00	17,00	17,00	16,00	16,00	16,00

Fuente: Estimaciones Mar. '21 Análisis Bankinter

(*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

Perspectiva Global: El contexto



Informe de Estrategia de Inversión 2T 2021

Abril/Junio, 2021.

1.- Perspectiva Global.

"Una sociedad que pone la igualdad por encima de la libertad no obtendrá ninguna de ellas."

Milton Friedman.

Identificamos **3 cuestiones realmente importantes** de cara a los próximos trimestres y particularmente el segundo: la potencial **inflación** y su impacto sobre los bonos, la controvertida cuestión de los **precios** actualmente pagados por las **compañías tecnológicas** y la **reactivación económica global** a partir del verano, que volverá a ser asimétrica coherentemente con la asimetría en los ritmos de vacunación según países.

:: ¿Asistimos al final de la inflación o, por el contrario, se trata de un riesgo infravalorado que terminará dando problemas?.-

La inflación repuntará, pero solo transitoriamente. No de forma estructural. Eso es lo más importante que debemos tener en cuenta. Y lo segundo más importante es que los bancos centrales no se arriesgarán a varias sus actuales políticas monetarias ultralaxas precisamente porque consideran que los repuntes de precios serán transitorios (sus propias estimaciones así lo indican), pero también porque el riesgo asociado a cambiarlas no les compensaría. La mala experiencia de la Fed en 2013 con el denominado "taper tantrum" o reducción del tamaño de su balance les ha enseñado que esto es así. Que no merece la pena, salvo que la inflación se haya convertido en un problema real y tangible (no un temor o una estimación) inmerso en una fase sólidamente expansiva. En 2013 el crecimiento (PIB) de la economía americana superaba el 3% e incluso aceleró ocasionalmente algunos trimestres hasta el entorno de +5%, de manera que se cumplía la segunda condición de encontrarse en un ciclo sólidamente expansivo, pero no se daban las circunstancias de inflación (ese año oscilaba entre +1%/+2%) y no funcionó. La Fed tuvo que cancelar sus planes de reducir balance (es decir, reducir indirectamente estímulos monetarios) encajando un coste de credibilidad y reputacional no despreciable y, además, se observó que eso no alimentó la inflación a lo largo de 2014: marcó un máximo de +2,1% en mayo/junio, pero en diciembre ya se había desinflado hasta tan solo +0,8%. Esa experiencia marcó mucho a los bancos centrales y por eso parece improbable que cometan dos veces el mismo error. En consecuencia, es altamente improbable que, en las circunstancias actuales, sin un fuerte crecimiento económico consolidado y solo con la expectativa de una inflación superior pero no preocupante en el segundo semestre (¿+2,5%?), la Fed se decida a hacer cualquier cosa que vaya más allá de gestionar adecuadamente su mensaje. Y, aún así, con extremo cuidado.

Estimamos una "inflación pico" de aproximadamente +3% este año en Estados Unidos, pero de solo +1,5% en Europa, niveles que no justificarían que la **Fed** actuara más que sobre su mensaje, en todo caso, nunca sobre los hechos (liquidez o tipos). Y si la Fed no va a tener motivos suficientes, el BCE mucho menos. Y sería inimaginable por parte del **BoJ**. El **BoE** es una

El repunte de la inflación será transitorio, no preocupante y los bancos centrales no cambiarán nada ante el.

Solo un fuerte crecimiento económico ya consolidado en combinación con un proceso inflacionista asentado y extendido en el tiempo llevaría a los bancos centrales a replantearse sus actuales políticas monetarias ultralaxas.

Estrategia de Inversión 2T 2021

incógnita porque la economía británica avanza sobre terreno absolutamente desconocido tras el Brexit (i.e., exportaciones a la UEM - 40%...), pero ha recuperado la expansión económica a pesar de todo (estimamos PIB'21/22 aproximadamente +5,0%/+5,5%) y mantiene un paro francamente reducido (entre 6% y 7%), envidiable para España (16% oficial, pero estimamos no inferior al 24% en la práctica).

Las estimaciones de crecimiento para 2022 ya han empezado a revisarse generalizadamente al alza.

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

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019p	2020e		2021e		2022e	
								Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual
UEM	-0,4%	+0,9%	+1,6%	+1,7%	+2,5%	+1,9%	+1,3%	-7,3%	-6,8%	+4,5%	+4,0%	+3,2%	+4,1%
España	-1,2%	+1,4%	+3,8%	+3,0%	+3,0%	+2,4%	+2,0%	-11,3%	-11,0%	+6,5%	+5,9%	+5,2%	+5,4%
Portugal	+1,9%	+0,6%	+1,5%	+1,4%	+2,7%	+2,1%	+2,5%	-8,1%	-7,6%	+5,5%	+4,4%	+3,6%	+4,6%
EE.UU.	+2,2%	+2,4%	+2,4%	+1,6%	+2,3%	+3,0%	+2,2%	-3,6%	-3,5%	+3,9%	+7,0%	+3,2%	+4,4%
R.Unido	+1,7%	+2,5%	+2,3%	+2,1%	+1,7%	+1,3%	+1,5%	-11,4%	-10,0%	+5,5%	+5,0%	+3,0%	+5,5%
Irlanda	-0,3%	+5,3%	+25,2%	+2,0%	+9,2%	+8,8%	+5,6%	+2,5%	+3,4%	+5,0%	+5,0%	+4,5%	+5,5%
Suiza	+2,0%	+2,0%	+1,6%	+2,0%	+1,7%	+3,0%	+1,2%	-2,8%	-2,9%	+2,7%	+3,1%	+1,8%	+2,5%
Japón	+1,7%	+0,0%	+1,6%	+0,8%	+1,7%	+0,6%	+0,3%	-4,8%	-4,9%	+2,7%	+2,7%	+1,2%	+1,4%
China	+7,7%	+7,4%	+6,9%	+6,7%	+6,9%	+6,7%	+6,0%	+2,0%	+2,3%	+8,0%	+7,8%	+5,7%	+5,5%
India	+4,7%	+5,3%	+7,4%	+8,0%	+8,3%	+7,0%	+6,6%	-9,0%	-7,1%	+8,5%	+11,0%	+6,0%	+6,0%
Brasil	+2,5%	+0,3%	-3,5%	-3,3%	+1,3%	+1,8%	+1,4%	-4,8%	-4,1%	+3,9%	+3,8%	+2,5%	+2,5%
México	+1,4%	+2,8%	+3,3%	+2,6%	+2,1%	+2,2%	-0,3%	-7,1%	-8,3%	+4,5%	+4,5%	+2,5%	+2,5%
Turquía	+9,0%	+5,1%	+6,1%	+3,2%	+7,5%	+2,8%	+1,0%	-1,0%	+1,6%	+3,7%	+5,8%	+2,0%	+4,1%
Rusia	+2,1%	+0,2%	-2,8%	-0,3%	+1,8%	+2,5%	+1,3%	-3,5%	-3,5%	+3,1%	+3,1%	+2,3%	+2,3%

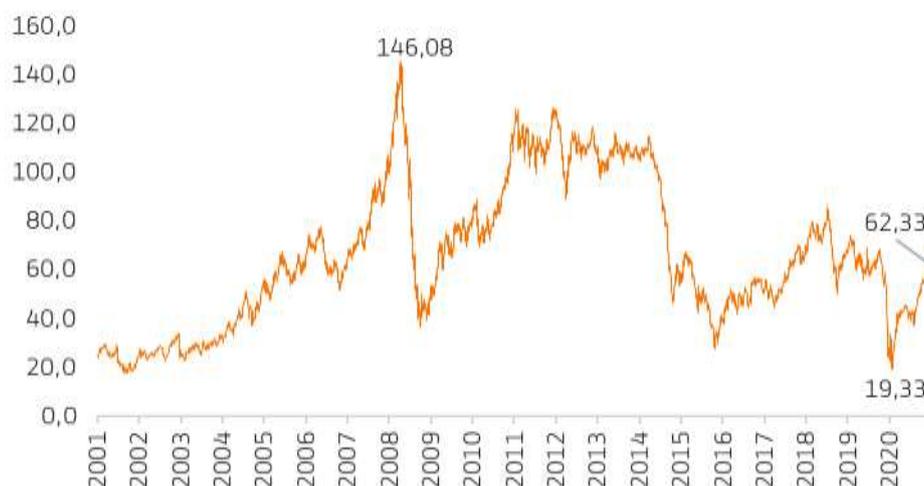
e = Estimación propia

(*) Dic. 2020. Informe de Estrategia de Inversión 1T 2021.

En definitiva, la **inflación** lógicamente repuntará en la segunda mitad de este año en base a una recuperación de la demanda final a medida que avance la vacunación (es decir, de la vida casi normal) y por el "efecto espejo" causado por la recuperación del precio del petróleo (Brent 62\$/b. ahora vs entorno de 20\$/b en el segundo trimestre de 2020, pero en 2019 cotizaba igualmente a 60/65\$/b), aunque será algo pasajero y limitado en su alcance.

No debería preocuparnos el petróleo a 65\$/b, a pesar de que en los peores momentos de la pandemia cayera hasta el entorno de 20\$/b, puesto que ese fue su nivel de precios en 2019 y la economía global se expandía cómodamente y sin dificultades, ni siquiera con respecto a la inflación.

Gráfico 1.1: Petróleo Brent, últimos 20 años



Estrategia de Inversión 2T 2021

En consecuencia, no deberíamos estar preocupados porque los bancos centrales cambien las reglas del juego de repente en 2021, porque no lo harán, aunque sí debemos vigilar cuidadosamente el impacto del **repunte de las rentabilidades de mercado (TIR) de los bonos** que ya ha comenzado a producirse, lógica consecuencia de algo bueno: la recuperación del ciclo económico expansivo, del crecimiento (PIB), que no tanto del miedo a la inflación. Una inflación superior algo influye, desde luego, pero no es la causa principal. Por eso las rentabilidades de mercado de los bonos repuntan y repuntarán más rápidamente en Estados Unidos que en Europa. Porque allí la vacunación es más rápida y eso permitirá una reactivación anticipada del crecimiento económico. Estimamos que la TIR del **T-Note** testeará antes o después este año (¡y ojalá sea cuanto antes!) la **frontera del 2%** e incluso la superará ocasionalmente, pero el mercado ya se ha adaptado a ello desde a lo largo del mes de marzo y es improbable que las bolsas sufran de manera significativa por ello. Dificultará su avance, eso sí, pero los retrocesos relevantes son improbables. La recuperación del ciclo económico expansivo, el impulso de los estímulos de la Administración Biden y la rápida mejora de los resultados empresariales pesarán mucho más.

Las TIR de los bonos suben sobre todo porque encaramos una reactivación económica global potente y no tanto porque la inflación vaya a repuntar... aunque algo de esto también influya.

Gráfico 1.2: T-Note, TIR durante los últimos 20 años



La TIR del T-Note testeará antes o después este año (¡y ojalá sea cuanto antes!) la frontera del 2%, pero es improbable que las bolsas sufran de manera significativa por ello. Dificultará su avance, eso sí, pero los retrocesos relevantes son improbables.

:: Reaceleración en el segundo semestre... pero asimétrica, de nuevo, a favor de la economía americana.-

Se trata de una especie de camino de ida y vuelta. En 2020 la asimetría favorable a la economía y la bolsa americanas nos parecía incontestable, como efectivamente sucedió. Y la tecnología era su punta de lanza en lo que a estrategia de inversión se refiere. En 2021 parecía que la balanza se inclinaba algo más a favor de Europa, donde el potencial de recuperación permanecía casi intacto, y así sucedió durante enero y febrero. Pero en marzo volvieron las dudas, sobre todo debido a la abismal diferencia en el ritmo de vacunación con Estados Unidos y Reino Unido, aspecto que condiciona absolutamente el ritmo de la reactivación económica. Y esas dudas están justificadas porque el retraso en alcanzar la denominada *inmunidad de rebaño* en Europa hace inevitable temer que la segunda

Estrategia de Inversión 2T 2021

mitad del año será mucho menos dinámica que en Estados Unidos o Reino Unido, de manera que la recuperación de los beneficios empresariales será más lenta. La Tabla 1.2 muestra cómo solo en 2022 los resultados empresariales europeos - medidos por el EuroStoxx-50 - recuperarán el nivel nominal (el coste de oportunidad ya es irreparable) de 2019, mientras que en el caso americano esto sucede ya en 2021, anticipadamente. Y no sólo eso. En 2022 serán aproximadamente un 30% superiores a los de 2019. Teniendo esto en cuenta y, puesto que los beneficios empresariales determinan la evolución de las bolsas en el medio y largo plazos, ¿dónde preferimos invertir: en Europa o en Estados Unidos? Este es uno de nuestros *argumentos - fuerza* para estimar una nueva etapa de asimetría favorable al mercado americano frente al europeo en lo que bolsas se refiere.

La segunda mitad del año será mucho menos dinámica en Europa que en Estados Unidos o Reino Unido, de manera que la recuperación de los beneficios empresariales también será más lenta.

TABLA 1.2: BPAs estimados

	BPA, Var.% desde 2019		
	2020e/19r	2021e/19r	2022e/19r
S&P 500	-19,0%	+13,6%	+30,9%
EuroStoxx-50	-46,9%	-12,2%	+1,7%
Ibex-35	-98,5%	-33,1%	-11,5%
Nikkei 225	-22,7%	+16,7%	+23,4%

Fuente: Consenso Bloomberg al 23.03.2021

Elaboración: Análisis Bankinter.

En cuanto a la tan polémica cuestión de **si las compañías tecnológicas se encuentran o no sobrevaloradas**, insistimos una vez más en que los multiplicadores de beneficios sin ajustar por crecimiento esperado (es decir, PER *en bruto*) no son adecuados para responder a esta pregunta. Deben ser, al menos, ajustados por el crecimiento esperado de los beneficios (BPA) en cada caso (PEG). Realizando dicho ajuste los resultados sí son indicadores fiables de precios relativos (que no de valoraciones).

Eso es precisamente lo que muestra la Tabla 1.3 siguiente: el multiplicador de beneficios ajustado por el crecimiento esperado o **PEG es más atractivo (bajo) precisamente en las compañías tecnológicas** (Nasdaq-100 en este caso) y más aún en las compañías de **semiconductores**, que se revelan como las más "baratas" de todas. Sobre este enfoque en particular publicamos una nota específica ya el día 26 de enero de este año ([link directa a la nota](#)), sobre cuyas conclusiones volvemos a reafirmarnos.

Los resultados empresariales europeos no recuperarán antes de 2022 el nivel nominal de 2019, mientras que en el caso americano esto sucede ya en 2021, anticipadamente.

TABLA 1.3: Multiplicadores relativos de las tecnológicas

	TAMI	PEG*	PEG*
	19-22	2021e	2022e
Dow Jones	+8%	4,91x	2,41x
S&P-500	+9%	3,57x	2,13x
Nasdaq-100	+17%	1,55x	1,49x
Sector Semic.	+30%	0,60x	0,68x

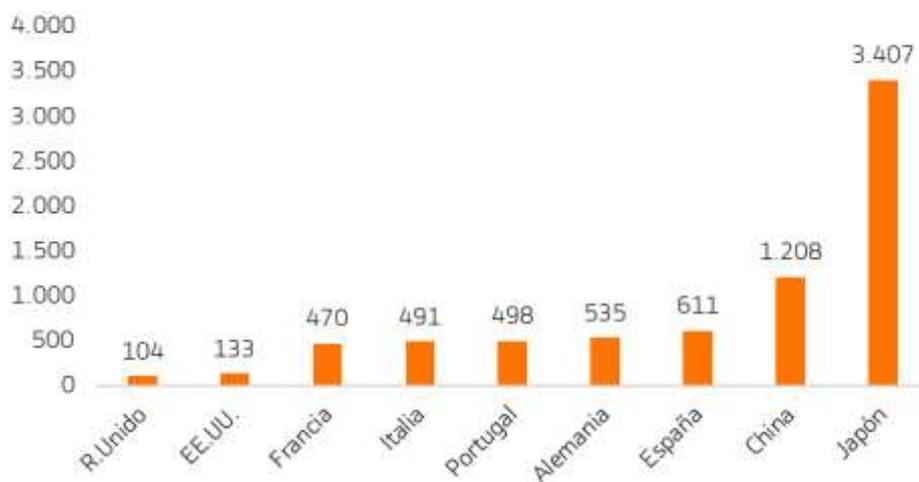
(*) PEG = PER ajustado por crecimiento del BPA

Comparativa de 2021 y 2022 vs 2019 (acumulado)

Estrategia de Inversión 2T 2021

Identificamos **3 razones** que respaldan nuestra estimación de que muy probablemente la situación en el segundo y tal vez también tercer trimestre de 2021 será **asimétricamente favorable a Estados Unidos**: ritmo de vacunación, recuperación de los beneficios empresariales y efecto de los generosos programas de estímulo.

Gráfico 1.3: Días para el 70% de inmunización



Nota metodológica: Días estimados que restan para que cada país alcance el 70% de su población vacunada contra el CV-19 extrapolando los ritmos de vacunación mantenidos hasta el 23.03.2021.

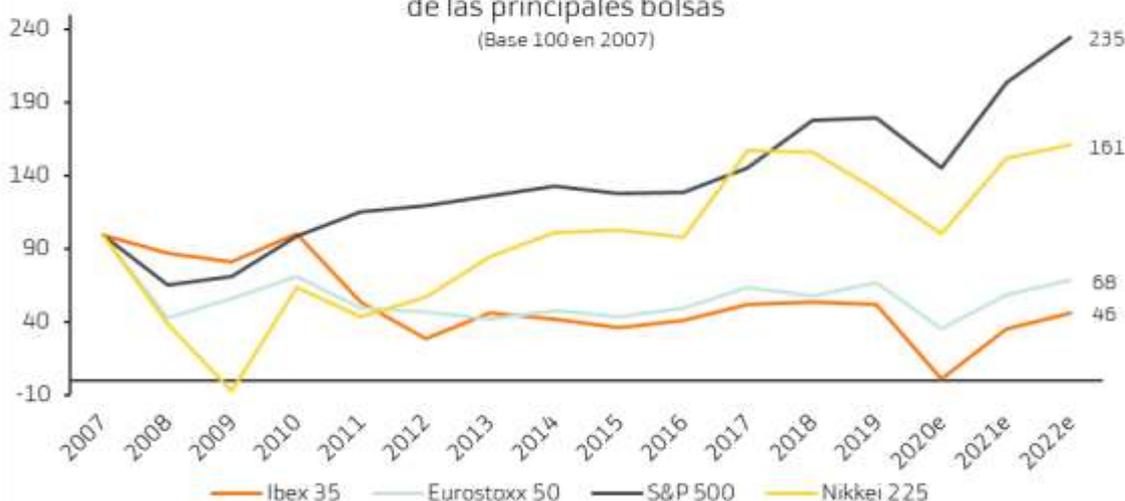
Fuente: <https://timetoherd.com/>

Estimaciones tomadas el 23.03.2021

Sobre el **ritmo de vacunación**, el Gráfico 1.3 anterior parece lo suficientemente elocuente por sí mismo... aunque admitimos que los ritmos pueden verse alterados dependiendo de la mejor o peor gestión del suministro de vacunas por parte de cada gobierno, pero las estimaciones con los datos actuales son tal y como se muestran. Como puede apreciarse, la anticipación de Estados Unidos y Reino Unido sobre el resto de economías es notable y proporcionará una ventaja competitiva determinante en términos de ciclo económico.

La anticipación de Estados Unidos y Reino Unido sobre el resto de economías en el ritmo de vacunación es notable y proporcionará una ventaja competitiva determinante en términos de ciclo económico.

Gráfico 1.4: Evolución relativa del BPA de las principales bolsas (Base 100 en 2007)



Estrategia de Inversión 2T 2021

Con respecto a la **recuperación de los resultados empresariales**, la Tabla 1.2 es suficientemente clara por sí misma, pero el Gráfico 1.4 que se muestra justo antes de estas líneas ayuda a verlo aún mejor.

Finalmente, tenemos el asunto de los **programas de estímulo americanos**. Ya se han inyectado unos 3,1Bn\$ (0,9Bn\$ iniciales, más otros 2,2Bn\$ complementarios), además se aprobaron en marzo 1,9Bn\$ adicionales para dar continuidad al primero y queda lo que tal vez será lo más importante: otro paquete de estímulos final y complementario a los anteriores no inferior a 2Bn\$ - y que podría alcanzar 2,5Bn\$ - que Biden aspira a que sea de alguna forma su legado político, puesto que irá destinado a infraestructuras y promoción de las energías renovables. Para ponernos en contexto relativo de la importancia y dimensión de estos programas en su conjunto, de forma agregada suponen aproximadamente el **30% del PIB** americano. Eso coloca inevitablemente a la economía americana en un posicionamiento relativo aventajado con respecto a Europa y con respecto a casi cualquier otra economía del mundo. Acelerará la expansión sostenible de los beneficios empresariales y permitirá recuperar el pleno empleo (estimado en una Tasa de Paro en torno al 4% vs 6,2% en febrero), de manera que las perspectivas de controlar y reducir poco a poco la deuda pública asumida no son malas, al contrario que en algunas economías europeas.

Por eso insistimos en **continuar sobreponderando Estados Unidos** (50% vs 35% UEM) y en no abandonar ni las tecnológicas ni las compañías que realizan su transformación digital empleando la tecnología, a pesar de haber incorporado cíclicas, financieras e incluso hoteles y aerolíneas a nuestras preferencias, pero en todos los casos de manera muy selectiva.

:: España corre el riesgo de deslizarse hacia la periferia económica de la Eurozona, salvo empleo óptimo de los fondos europeos (NGEU).-

Esto es así porque en los últimos años España viene basando su competitividad exterior en la devaluación interna de los factores (costes laborales principalmente) en lugar de apoyarse y promover la mejora continua de la productividad, lo cual genera un problema estructural de rentas (bajas), lo que a su vez provoca tensiones sociales internas y una fuerte asimetría con respecto al exterior, que tiende a agravarse con el paso del tiempo. Intenta resolverse este problema mediante regulación (p.e., salario mínimo, sobreprotección legal del empleo...) y fiscalidad más dura, eludiendo cualquier enfoque sobre la productividad (ni siquiera para la fijación de los salarios), pero eso solo agrava el problema, aumentando la dimensión del sector público... lo que, a su vez, lleva a un intervencionismo creciente en la economía, a una fiscalidad aún más severa y a un alto desempleo estructural. Eso, en combinación con un elevado apalancamiento, que improbablemente podrá reducirse mientras se mantenga una visión extremadamente complaciente sobre el déficit fiscal, tiende a consolidar una fiscalidad disuasoria de la actividad económica y esto, finalmente, puede terminar dando como resultado un crecimiento económico (PIB) estructuralmente bajo.

El problema empieza a presentar un aspecto estructural. Esta inercia podría romperse mediante un empleo óptimo de los fondos europeos del programa **NGEU 2021/26** (72.400M€ en efectivo para España), pero para recibirlos deben acometerse **dos reformas** de profundo calado político: pensiones (sostenibilidad) y mercado laboral (evitar su actual dualidad).

La dimensión agregada de los programas de estímulo americanos es muy superior a la de los europeos, colocando a la economía americana en un posicionamiento relativo aventajado con respecto a Europa y con respecto a casi cualquier otra economía del mundo.

Estrategia de Inversión 2T 2021

Pero desatar este es nudo gordiano excede las ambiciones de este informe, a pesar de lo cual elaboramos detalladamente sobre la economía española más adelante en este mismo informe.

:: Las bolsas siguen siendo la clase de activo más atractivo, a pesar de los obstáculos y del escepticismo ante los nuevos máximos históricos alcanzados a finales de marzo, tanto por el S&P500 como por el DAX.- Volvamos al asunto realmente importante: el mercado y, particularmente, las valoraciones de las bolsas. Las bolsas deberían tender a consolidar durante el segundo trimestre antes que continuar avanzando, pero en la práctica rebotarán en cuanto no enfrenten obstáculos específicos que se lo impidan porque se mueven en un contexto de liquidez cuasi-infinita, saben que están a las puertas de un nuevo ciclo expansivo y, no menos importante, porque las alternativas han perdido atractivo: pesa una seria incertidumbre sobre el inmobiliario por los cambios de preferencias derivados del propio virus (el trabajo parcial en casa reduce las necesidades de superficie de oficinas por empleado, fuerza a replantearse cuál es la mejor ubicación para el residencial desde la perspectiva de lo personal y devalúa las superficies comerciales porque gana terreno aún más rápidamente el comercio electrónico) y el repunte de las TIR de los bonos es consecuencia, obviamente, de caídas de precios.

En definitiva, **las bolsas ganan atractivo también "por exclusión"**: si el valor del inmobiliario se vuelve incierto y los precios de los bonos caen, los flujos deberían seguir dirigiéndose mayoritariamente hacia ellas. Y una volatilidad como la actual, en torno al 20% (tanto VIX como V2X) indica que esta tendencia al rebote continuado es firme, mientras que un yen depreciado en aproximadamente 130/€ permite pensar que hay menos nervios. Todo eso, acompañado de unos resultados empresariales batiendo expectativas y en expansión en lugar de contracción (BPA 4T'20 del S&P500 +5,9% vs -8,8% esperado) proporcionan un contexto de mercado complaciente, con cada vez menor temor a la inflación e inercia moderada pero sostenidamente alcista. Solo debemos tener algo de paciencia y nervios templados durante las tomas de beneficios, una vez correctamente posicionados por clases de activos y riesgo asumido. En el Apartado 3 de este informe (pág.48) exponemos detalladamente valoraciones y preferencias de inversión.

Las bolsas deberían tender a consolidar durante el 2T antes que continuar avanzando, pero en la práctica rebotarán en cuanto no enfrenten obstáculos específicos que se lo impidan porque se mueven en un contexto de liquidez cuasi-infinita, saben que están a las puertas de un nuevo ciclo expansivo y, no menos importante, porque las alternativas de inversión han perdido atractivo.

TABLA 1.4: Bolsas. Valoraciones y otras referencias.

	Var.%	Valoración (2)		23/03/21	Potencial (4)	Máximo Histórico	Fecha del máximo
	2021 (1)	Anterior(3)	Actual		Dic.'2021e		
Ibex-35	+4,0%	8.348	9.007	8.395	+7,3%	15.946	08.11.2007
EuroStoxx-50	+7,8%	3.960	4.428	3.834	+15,5%	5.464	06.03.2000
S&P 500	+4,8%	4.186	4.504	3.936	+14,4%	3.974	18.03.2021
Nikkei 225	+5,7%	28.544	32.536	28.996	+12,2%	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2021 hasta 23.03.2021. (2) Valoraciones estimadas para Dic.2021.

(3) Calculado en Dic. 2020 para la Estrategia de Inversión 1T 2021. (4) Potencial estimado desde el 23.03.2020 hasta Dic.2021.

Estrategia de Inversión 2T 2021

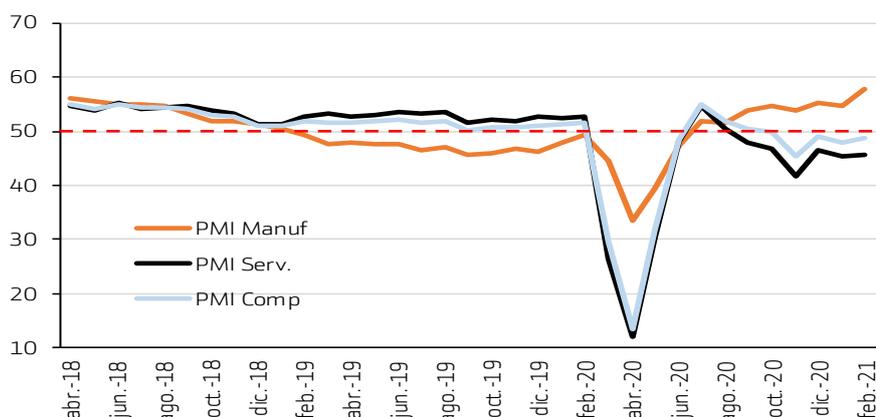
Eurozona: "Las vacunaciones poco a poco comienzan a coger ritmo y auguran la vuelta al crecimiento (aunque moderado) a partir del 2T21".

*La nueva ola de contagios y restricciones durante el 4T20 y 1T21 ha supuesto el retraso de las expectativas de recuperación en la mayoría de los países de la Eurozona. Sin embargo, la perspectiva de vacunaciones masivas a partir de marzo-abril de este año mantiene el **escenario de la vuelta a crecimiento del PIB de la Eurozona a partir del 2T21**. Además, las vacunaciones masivas estarán combinadas con la puesta en marcha del Fondo de Recuperación Europeo (750.000M€) y por las políticas ultra laxas del BCE. En algunos países, como Alemania, esta recuperación se ve de forma aún más marcada (ZEW en máximos de 20 años), lo que demuestra una vez más que la salida de la crisis se producirá de una forma asimétrica entre países y sectores. La inflación seguirá siendo vigilada de cerca ante los recientes repuntes, si bien el BCE considera que las presiones en precios actuales se deben a factores transitorios y que a medio plazo la inflación se encontrará muy alejada de los límites marcados por la institución (estimación BCE2023: +1,4% vs target <=2%). En resumen, creemos que la Eurozona presenta un escenario moderadamente positivo con una progresiva recuperación de cara a la segunda mitad del año. Si bien lo más probable es que la recuperación no sea completa (niveles pre-pandemia) hasta finales de 2022. El ritmo de avance en las vacunaciones y el alcance de las medidas de estímulo serán los que determinarán el ritmo de la recuperación. Nuestro escenario central apunta a una recuperación del PIB en la Eurozona del +4,0% en 2021 y +4,1% en 2022 (vs -6,8% en 2020).*

El año 2020 terminó con una caída histórica del PIB de la Eurozona de -6,8% (a/a) dado que la recuperación económica esperada para el final del ejercicio se vio truncada por nuevos confinamientos duros en muchos países fruto de los nuevos rebrotes del virus. A pesar de que esta situación se ha prolongado aún durante los primeros meses del año, a partir de marzo-abril se espera que los procesos de vacunación empiecen a coger ritmo y esto permita que volvamos a ver crecimiento económico a partir del 2T21 (levantamiento de restricciones, movilidad geográfica, liberación de demanda embalsada, etc.). Estas mejores perspectivas de hecho se reflejan ya en algunos indicadores como los PMIs europeos, que tras los mínimos históricos que vimos en 2020, han recuperado significativamente (si bien el único que se encuentra en clara zona de expansión es el Manufacturero).

2020 terminó con una caída histórica del PIB de la Eurozona de -6,8%. Esperamos volver a ver crecimiento en la Eurozona a partir del 2T21.

GRÁFICO 1.5: Evolución de los PMIs en la UEM.



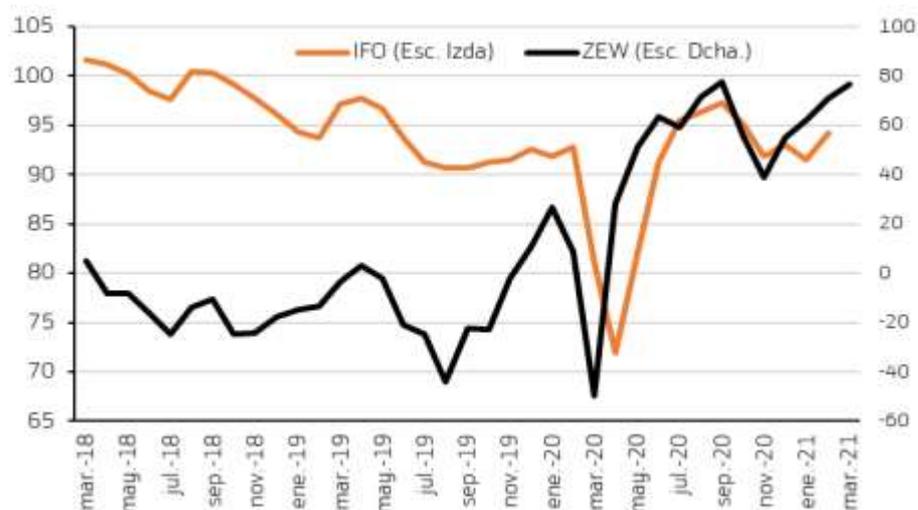
Fuente: IHS Markit.

Estrategia de Inversión 2T 2021

En el caso de **Alemania**, esta **recuperación** se ve de forma **aún más marcada** y demuestra una vez más que la salida de la crisis en la Eurozona se producirá de forma asimétrica entre países (el **ZEW del mes de marzo** presentó niveles de 76,6, lo que **supone el segundo registro más elevado de los últimos 20 años**).

En Alemania la recuperación se ve de forma más marcada (ZEW en máximos de 20 años)

GRÁFICO 1.6: Alemania. ZEW e IFO (expectativas)



Fuente: IFO Institute, ZEW (Centro Europeo de Investigación Económica).

Además, las **vacunaciones masivas** estarán combinadas con la puesta en marcha de los ya conocidos amplios apoyos monetarios y fiscales del **Fondo de Recuperación Europeo**: 750.000M€, enmarcado en el Presupuesto de la UE 2021/27, mediante transferencias directas (390.000M€) y préstamos (360.000M€) a los Gobiernos. El Fondo ayudará a las economías más afectadas y su desembolso será gradual durante los próximos 7 años. En todo caso, tal y como se refleja en las últimas previsiones de la OCDE, **lo más probable es que la recuperación no sea completa** (niveles pre-pandemia) **hasta finales de 2022**.

Lo más probable es que la recuperación no sea completa (niveles pre-pandemia) hasta final de 2022

TABLA 1.5: Previsiones OCDE crecimiento económico (marzo-21)

	2020	2021	2022
Eurozona	-6,8%	3,9%	3,8%
Alemania	-5,3%	3,0%	3,7%
Francia	-8,2%	5,9%	3,8%
Italia	-8,9%	4,1%	4,0%
España	-11,0%	5,7%	4,8%

Fuente: OCDE

Por su parte, el **BCE** sigue apoyando la recuperación con **estímulos monetarios** y mantiene un mensaje claramente **acomodaticio (dovish)**. En su última reunión del 11 de marzo mantuvo sin cambios las herramientas de política monetaria ya que considera que son suficientes (tanto en cantidades como en plazos) para garantizar que las condiciones de

El BCE sigue apoyando con estímulos monetarios y mantiene un mensaje claramente acomodaticio (dovish).

Estrategia de Inversión 2T 2021

financiación de la economía se mantengan favorables hasta el final definitivo de la crisis sanitaria del Covid-19. Así pues, se mantiene: (i) **Tipos Director 0,0%, Depósito -0,5%** y Marginal de Crédito +0,25%; (ii) PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*) en 1,85 Bn€ hasta marzo 2022 y reinversión hasta, al menos, finales de 2023. (iii) **TLTRO-III sin cambios:** programa hasta junio 2022 y porcentaje de préstamos elegibles en el 55%. (iv) **Programas de Compras de Bonos regular (APP)** en 20.000M€/mes durante el tiempo que sea necesario.

Además, el BCE anunció que "el Consejo de Gobierno espera **que el ritmo de las compras** en el marco del PEPP durante el próximo trimestre **sea significativamente más elevado** que en los primeros meses de este año", dando una señal inequívoca de apoyo al mercado de bonos tras los repuntes de las TIRes fruto de las mayores perspectivas de inflación.

Por último, respecto al cuadro macroeconómico, el BCE señaló que sus previsiones de largo plazo sobre la economía de la UEM y de la inflación se mantienen estables y que **las presiones de precios responden a factores transitorios y están afectadas por el encarecimiento de la energía.**

En concreto, el mensaje de la presidenta Lagarde sobre la **inflación** fue muy claro y a pesar de señalar que no descarta ver el IPC tocando niveles del 2% a lo largo del año, considera que la razones para el repunte serán **técnicas y temporales** (IVA Alemania, modificaciones de los pesos en el HCPI, extensión de las rebajas en 2020 en Alemania y Francia y los precios de la energía). Sin embargo, Lagarde señaló que la obligación del BCE es mirar más allá del corto plazo y que **a tres años vista las perspectivas de demanda, salarios y la evolución del tipo de cambio del Euro hacen considerar que la inflación se encontrará muy alejada de los límites marcados por la institución.**

Con todo esto, las nuevas previsiones macroeconómicas del BCE son las siguientes: **PIB: 2021 +4,0% (vs +3,9% previsto en diciembre), 2022 +4,1% (vs +4,2% anterior) y 2023 +2,1% (igual que la anterior).** En cuanto a la inflación se establecen las siguientes perspectivas para el IPC: **2021 +1,5% (vs +1,0% previsto en diciembre), 2022 +1,2% (vs +1,1% anterior) y 2023 +1,4% (igual que la anterior).**

Mención aparte requiere el **mercado laboral**, dado que es **una de las áreas que más perjudicadas se ha visto durante la pandemia** especialmente en los **países del sur de Europa** donde la tasa de desempleo ya era elevada antes de la pandemia (y donde el peso de Pymes, turismo y hostelería es también mayor). Es cierto que estos países recibirán una mayor porción del Fondo de Recuperación y del PEEP del BCE, pero en cualquier caso **esperamos un repunte de la tasa de paro en 2021 fruto del final de los ERTes** (que sirvieron para contener las cifras durante todo el 2020). Así, a pesar de la esperada mejora en PIB, **esperamos que la tasa de paro se sitúe en el 8,6% en 2021 (vs 7,9% a cierre de 2020) y comience a recortar en 2022 hasta el 8,3%.**

En resumen, la Eurozona presenta un escenario moderadamente positivo con una progresiva recuperación de cara a la segunda mitad del año. El ritmo de avance en las vacunaciones y el alcance de las medidas de estímulo serán los que determinarán el ritmo de la recuperación. **Nuestro escenario central apunta a una recuperación del PIB en la Eurozona del +4,0% en 2021 y +4,1% en 2022 (vs -6,8% en 2020).**

El BCE considera que las presiones en precios actuales se deben a factores transitorios...

.... y que a medio plazo la inflación se encontrará muy alejada de los límites marcados por la institución.

*Previsiones macro BCE:
PIB: +4,0% en 2021 y +4,1% en 2022. IPC: +1,5% en 2021 y +1,2% en 2022.*

Esperamos un repunte de la tasa de paro en 2021 fruto del final de los ERTes.

La Eurozona presenta un escenario de progresiva recuperación de cara a la segunda mitad del año.

Estrategia de Inversión 2T 2021

Suiza: "La recuperación gana tracción progresivamente, especialmente en 2S21. La presión sobre el Franco Suizo se relaja"

Suiza resiste bien en términos relativos (PIB 2020 -2,9% vs -6,8% UEM) gracias a unas medidas anti-CV19 laxas y a factores estructurales (peso de la industria, resiliencia de sus socios comerciales - China y EE. UU. principalmente - y cuentas públicas saneadas. Acusa las restricciones sanitarias en 1T21 donde anticipamos un retroceso en el PIB 1T21. El crecimiento estimado comienza en 2T21, en parte por un efecto base, pero lo importante es que la recuperación gana tracción, especialmente en 2S21. La vacunación avanza, la macro muestra fortaleza y Suiza se beneficia de una mayor demanda global - las exportaciones representan ~14,0%/PIB -. La presión sobre el Franco Suizo se relaja porque en un escenario de recuperación las divisas refugio pierden atractivo. Esto permite que el SNB - comprometido con el control de su divisa - disminuya sus intervenciones. Estimamos que el Franco Suizo continúe con la tendencia depreciatoria. Rango estimado para el €/CHF de 1,09/1,14 en 2021 y 1,11/1,16 en 2022

La economía evoluciona favorablemente en términos relativos en el último trimestre del año (PIB 4T20 -1,7% a/a vs -4,9% UEM) ya que el gobierno aboga por medidas restrictivas laxas y debido a que los factores de resiliencia que venimos defendiendo (peso industrial, socios comerciales resilientes -China, EE.UU.- y cuentas públicas saneadas) dan soporte. Suiza aguanta bien en un entorno complicado (PIB 2020 -2,9% vs -6,8% UEM). Ante el repunte de casos, a mediados de enero se endurecen las restricciones con el cierre de comercios no esenciales, extensión del cierre al ocio... Acusa estas medidas sanitarias en el 1T21 donde anticipamos un retroceso en el PIB. (todavía sin efecto base: 1T20 -0,4%).

En este contexto, **la recuperación comienza a ganar tracción progresivamente a medida que avanza el año**, especialmente en 2S21. Las perspectivas son alentadoras. La **vacunación** progresa y tiene acordadas un total de 30M de dosis. La **macro** muestra solidez incluso en un entorno de restricciones. Tanto el indicador adelantado (KOF)- por encima de su media histórica -, como los intermedios - PMI Manufacturero >60 - refuerzan la idea de una fuerte reactivación de la economía en el 2T20. Además, ante un escenario de recuperación de la demanda global, Suiza se beneficia de un aumento de las exportaciones. El Sector Exterior representa de media un ~14% del PIB.

La presión sobre el Franco Suizo se relaja. Como venimos defendiendo, ante un escenario de recuperación, las divisas refugio pierden atractivo. Por tanto, la tendencia depreciatoria continuará en 2021. Esto le facilita la gestión del tipo de cambio al SNB y, por tanto, puede reducir sus intervenciones (en 2020 adquirió +100.000MCHF de divisas extranjeras, máximo desde 2012) para frenar la apreciación de su divisa. La política monetaria permanecerá sin cambios (tipos -0,75%). De esta manera, restan atractivo a la inversión y frenan la apreciación de su divisa con el objetivo de dinamizar la inflación -actualmente muy lejos de su objetivo -.

Suiza aguanta bien en términos relativos y afronta un 2021 de crecimiento. **Revisamos nuestra estimación de PIB 2021 hasta +3,1%** desde +2,7%. **En 2022 se suavizará: +2,5%** (vs. +1,8% ant.). Mantenemos una **Tasa de Paro** de 3,3% en 2021 - con el empleo recuperándose en la segunda parte del año - y 3,1% en 2022. Sin presión por el lado de los precios, mantenemos el **IPC** en +0,3% para 2021. También mantenemos nuestra estimación en el **Tipo de Cambio €/CHF**: 1,09/1,14 para 2021 y 1,11/1,16 para 2022.

Suiza aguanta bien en términos relativos. Restricciones impactan negativamente en 1T21

La macro muestra fortaleza. La recuperación ganará tracción progresivamente.

El Franco Suizo continúa su tendencia depreciatoria (menos atractivo e intervenciones)

Revisamos al alza nuestra estimación de PIB para 2021 hasta +3,1% (vs 2,7% ant.)

Estrategia de Inversión 2T 2021

Reino Unido: "Decae la preocupación por la prolongación del proceso del *Brexit*, importa más la salida de la crisis"

La decisión de aplicar planes de contingencia durante seis meses (desde diciembre) se ensombrece por la lentitud británica en adaptarse al nuevo marco regulatorio y la UE amenaza con un proceso por infracción. Pero el mercado ignora estas tensiones por ahora. El foco está en que la recuperación de la economía británica en la recta final de 2020 es más rápida de lo esperado, pero el BoE rebaja ligeramente sus previsiones de crecimiento para 2021 a costa de reforzar las de 2022. Estimamos que el PIB se contraerá -10,0% en 2020 (vs -11,4% anterior) y para 2021 revisamos también ligeramente a la baja hasta +5,0% desde +5,5%, a la vista de la timidez de la recuperación en el inicio del año que sugiere una contracción de -4,0% a/a en 1T21. Revisamos al alza nuestra estimación de PIB'22 hasta +5,5% desde +3,0%. Respecto a la divisa, no variamos nuestras estimaciones: tras la reciente apreciación de la libra, se mantendrá en los próximos meses en un rango lateral en el entorno de 0,86/0,90€/GBP, para deslizarse en 2022 hacia 0,84/0,87 €/GBP.

El **BoE** no cambió nada en su última reunión de marzo, de manera que su tipo director permanece en **0,10%**. Desde noviembre 2020 **tampoco ha modificado el volumen del programa de compra de activos por 895.000MGBP** (875.000M GBP en soberanos y 20.000M GBP en corporativos) tras más que doblar el volumen del programa durante el año 2020. Ajustará su política económica para alcanzar su **objetivo de inflación de +2%** y no la endurecerá hasta que se absorba la capacidad productiva ociosa, la economía se recupere y se logre el objetivo de inflación. Respecto al **escenario macro**, en **febrero el BoE rebajó sus previsiones de PIB 2020** a una contracción de -9,2% (a/a) vs el -6,5% que estimaba en noviembre. También revisó la previsión de PIB 2021 hasta +5,0% vs +7,25% estimado en noviembre, a pesar de prever una recuperación de niveles previos al virus a lo largo de 2021 a medida que avance la campaña de vacunación y se reduzcan las medidas de contención del virus.

Las **relaciones entre la UE y Reino Unido** siguen tensionadas desde la salida británica del bloque comunitario. La Comisión Europea iniciará un **proceso formal de infracción contra el Reino Unido** por vulnerar unilateralmente el Acuerdo de Retirada sobre el protocolo de Irlanda del Norte. Este movimiento legal es la respuesta a la decisión británica de prorrogar hasta octubre el periodo de gracia en los controles aduaneros en Irlanda del Norte que vence en abril. La sensación es que el Reino Unido está demorando los tiempos para resolver los conflictos con la UE, apura los plazos de las negociaciones y tensa la cuerda en las relaciones con la Comisión Europea. **El proceso de salida de la UE puede alargarse, creemos que los mercados cada vez darán menos importancia a estas noticias.**

Entorno macro: Modificamos nuestras estimaciones para el PIB de Reino Unido a una contracción de -10,0% en 2020 desde nuestra estimación anterior de -11,4% dada la evolución mejor de lo previsto en la recta final del año. Para 2021, revisamos ligeramente a la baja nuestra estimación hasta +5,0% (desde +5,5%) a la vista de la timidez de la recuperación en el inicio del año que sugiere una contracción de -4,0% a/a en 1T21. Opinamos que este efecto se compensará con un mayor crecimiento en 2022 (+5,5%) que supera a nuestra estimación anterior de +3,0%.

Divisa: Se cumplen nuestras expectativas y esperamos que, tras la reciente apreciación de la libra, se mantenga en los **próximos meses en un rango lateral en el entorno de 0,86/0,90€/GBP** y que se deslice hacia **0,84/0,87 €/GBP en 2022**. Nuestras estimaciones no sufren cambios.

El BoE mantiene invariada su política económica y el programa de compra de activos (895.000MGBP). Lo que funciona es mejor no cambiarlo

¿Brexit, qué Brexit? Las relaciones entre el Reino Unido y la UE no pasan por su mejor momento pero a los mercados esto les importa poco

Estimamos que el recorte de PIB sea -10,0% en 2020, para expandirse +5,0% en 2021 y +5,5% en 2022.

Sin cambios en nuestra estimación de 0,86/0,90€/GBP en 2021 y 0,84/0,87 €/GBP en 2022.

Estrategia de Inversión 2T 2021

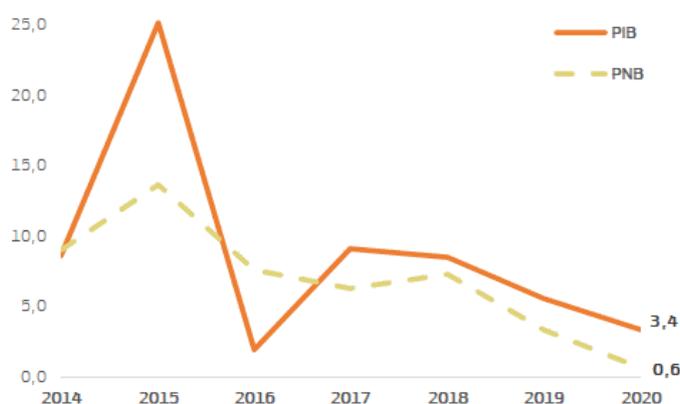
Irlanda: "Lidera el crecimiento, pero fuerte divergencia entre PIB y PNB".

Irlanda lidera el crecimiento económico y se mantiene muy resiliente al COVID-19. El apoyo del Gobierno y la presencia de multinacionales en el país han permitido su buena evolución. Tras un 1S21 débil por las medidas de confinamiento introducidas, la economía recuperará vigor por la reactivación de la economía, la vacunación masiva y los fondos europeos: estimamos que el PIB cerrará en +5,0% en 2021 y +5,5% en 2022. Los principales riesgos que afronta son: la tensión Europa-Reino Unido, el alza de la deuda y el déficit y posibles cambios en la fiscalidad.

Irlanda ha vuelto a liderar el crecimiento económico entre los países desarrollados. Ha conseguido el hito de cerrar 2020 con crecimiento del PIB de +3,4%, nivel que compara con +2,3% de China. Aunque el impacto del COVID-19 ha sido notable, ha conseguido sortear la situación gracias, en parte, a una posición de partida más sólida. Los principales perjudicados han sido el Consumo (-9,0%) y la Inversión (-32,3%), pero han sido compensados por el mayor Gasto Público (+9,8%) y las Exportaciones (+6,2%). La buena evolución del PIB se explica por la presencia de multinacionales, que centran su base de operaciones en el país para beneficiarse, entre otras cosas, de una tasa impositiva más ventajosa. Además, son precisamente los sectores de Tecnología y Salud los que tienen una mayor presencia y los que han salido menos perjudicados del COVID-19. Es esta presencia multinacional la que explica la enorme divergencia entre PIB y el PNB (excluye el efecto de las multinacionales), tal y como se aprecia en el siguiente gráfico.

Irlanda vuelve a liderar el crecimiento económico. Crecerá +5,0% en 2021 y +5,5% en 2022.

GRÁFICO 1.7: Irlanda. PIB vs PNB 2014/4T20



Fuente: Central Statistics office (CSO), Irlanda.

Además, Irlanda se ha visto favorecida por las medidas de estímulo introducidas por el Gobierno: 24.500M€, que se distribuirán a lo largo de 2020 y 2021. Son mayoritariamente ayudas directas (20.500M€), que incluyen exenciones fiscales, apoyo al empleo, sanidad o subvenciones. Además, el Borrador de Presupuestos 2021, incluye un paquete adicional que supondría el 1,7% del PIB y que estaría focalizado en sector salud, inmobiliario, desempleo y proyectos verdes. También el Banco Central apoya a la economía al reducir el colchón anticíclico exigido a los bancos del 1% al 0% y pacta con los bancos una moratoria de pagos de 3 a 6 meses.

La buena evolución de la economía responde a la fuerte presencia de multinacionales en el país y a las ayudas directas.

Estrategia de Inversión 2T 2021

En nuestra opinión, en los próximos trimestres la economía recuperará vigor, pero lo hará con más inercia en la segunda mitad del año por dos motivos: (i) El país ha introducido medidas severas para hacer frente al alza de contagios. El 5 de octubre, tras un aumento en el número de infecciones, realizaron un cierre parcial, que posteriormente fue prolongado hasta el 1 de diciembre. Después de Navidad aumentaron de nuevo los contagios, lo que obligó a la introducción de medidas más restrictivas hasta el 5 de abril. Las medidas introducidas son más laxas que en el confinamiento de marzo 2021, sin embargo, lastrarán las cifras del primer trimestre. (ii) El ritmo de vacunación está siendo muy lento, lo que llevará a que hasta la segunda mitad del año no se pueda recuperar niveles previos de actividad. **Estimamos que el PIB crecerá +5,0% en 2021 y +5,5% en 2022 (vs 5,0% y 4,5% estimado previamente)**. El PIB se verá impulsado por la vacunación masiva, la reactivación de la economía después del COVID-19 y las ayudas europeas enmarcadas en el Plan de Resiliencia y Recuperación. En el caso de Irlanda han sido definidas hasta la fecha en 853M€ en ayudas directas entre 2021 y 2022.

Estimamos que la Tasa de Paro cerrará 2021 en 9,0% y 8,0% en 2022. Un elevado número de personas están incluidas en ("Pandemic Unemployment Payment").

La Tasa de Paro se situó en febrero en 5,8%. A priori parece un nivel reducido, pero la realidad es considerablemente peor. Hay un número elevado de personas que están incluidas en el sistema de ERTes ("Pandemic Unemployment Payment") y que no son considerados como desempleados. De hecho, si fueran incluidos, la Tasa de Paro ascendería al 24,8%. De cara a los próximos meses, esperamos una mejora progresiva, por la reapertura de la economía y la aceleración en el ritmo de vacunación. **Estimamos que la Tasa de Paro se situará en 9,0% en 2021 y 8,0% en 2022 (vs 6,0% y 5,0% estimado previamente)**.

La **Inflación** se mantiene en un nivel muy reducido, registrando en el mes de febrero una caída de -0,4%. En los próximos meses estimamos una mejora progresiva del nivel de precios, pero muy moderada, impulsada por la reactivación de la economía, el alza de los precios de la energía y la vacunación masiva. **Estimamos que la Inflación cerrará 2021 en +0,5% y +0,8% en 2022 (vs +0,2% y +0,8% estimado previamente)**.

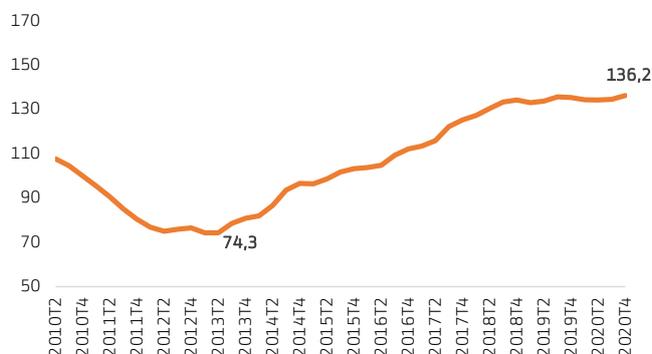
El **Déficit Fiscal** ha empeorado y se situó en 3T20 en -7,4% (vs -1,2% en el mismo trimestre de 2019), a pesar de la resiliencia de los ingresos fiscales. La Deuda Pública también ha aumentado y cerró el 3T20 en 50,2%. Un aumento puntual es razonable, además Irlanda emite deuda con tipos negativos y tiene reducidas amortizaciones de deuda a corto plazo. No obstante, en los próximos trimestres deberá hacer los esfuerzos necesarios para reconducir sus finanzas públicas.

El Sector Inmobiliario mantiene su resiliencia y los precios aumentan +2,6%.

El **Sector Inmobiliario** se mantiene fuerte, ajeno al COVID-19. Como referencia, en el mes de enero, los precios aumentan +2,6%. Esta solidez se mantiene desde el año 2012. La expectativa para los próximos años es de crecimiento, en un entorno de mejora progresiva de la economía y de aceleración en los ritmos de vacunación.

Estrategia de Inversión 2T 2021

GRÁFICO 1.8: Irlanda. Índice de Precios Inmobiliarios.



Fuente: Central Statistics office (CSO), Irlanda.

Irlanda lidera el crecimiento económico y ha hecho una buena gestión de la pandemia. Dicho esto, conviene monitorizar los ERTes, el Déficit y la Deuda Pública y las relaciones Europa-Reino Unido.

En definitiva, Irlanda es uno de los países que presenta mejores perspectivas y las consecuencias, particularmente económicas, han sido menos negativas que en otros países. Dicho esto, la realidad es que hay muchas variables que conviene monitorizar: (i) Es cierto que el crecimiento del PIB es muy fuerte. Pero es muy dependiente de la aportación de las multinacionales que centran su base de operaciones en el país por las fuertes ventajas fiscales. El riesgo de un alza de la fiscalidad es elevado y tendría un impacto relevante en sus cuentas nacionales. (ii) Desequilibrio en las cuentas públicas. Un entorno de tipos especialmente reducidos y el atractivo de su deuda le permiten poder sortear la situación. Sin embargo, un endurecimiento de las condiciones financieras elevaría su vulnerabilidad. (iii) Su Tasa de Paro es muy reducida. No obstante, no incluyen los ERTes. Los próximos meses son claves para conocer si efectivamente la mayor parte de estos trabajadores pueden retornar a su actividad tradicional. (iv) Brexit: se han tensionado las relaciones entre ambas partes por la negativa de Reino Unido a introducir controles aduaneros. Incluso la Comisión Europea ha abierto un procedimiento de infracción a Reino Unido por no cumplir los pactos. Esperamos que en los próximos meses se reconduzca la situación.

Estrategia de Inversión 2T 2021

EE.UU: "A la cabeza del crecimiento mundial por el buen ritmo de vacunación y los estímulos fiscales. La Fed considera que el repunte en IPC es transitorio y mantiene tipos".

La aceleración del ritmo de vacunación, el nuevo plan de estímulos de Biden y una tasa de ahorro de los hogares en niveles históricamente altos permitirán que EE.UU. lidere el crecimiento de las economías desarrolladas en 2021-22. Incluso superará a China en 2021 con un crecimiento del PIB de +7,0%. Una mayor demanda junto con posibles cuellos de botella en la oferta y la subida en el precio de la energía llevarán a un repunte de la inflación. La Fed considera que este impacto en el IPC será transitorio y pone el foco en el objetivo del empleo, con la determinación de eliminar la capacidad ociosa en los sectores más vulnerables de la sociedad. La subida en rentabilidad del T-Note no preocupa a la Fed, ya que refleja una mejora en las expectativas sobre el ciclo y no va acompañada de un empeoramiento de las condiciones financieras ni de problemas de liquidez. La Fed pide paciencia y ve prematuro hablar de retirada de estímulos monetarios. Llevará un tiempo "substancial" conseguir sus objetivos. Por el momento no vislumbra cambios ni en el ritmo ni en la composición de compra de activos. El tipo director se mantendrá en el rango actual (0,0%/0,25%) en 2021 y 2022.

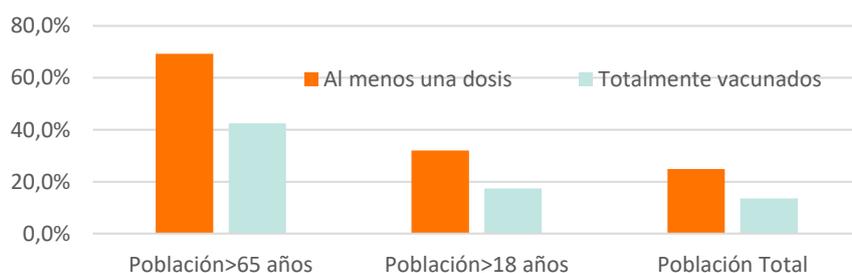
EE.UU liderará el **crecimiento de las economías desarrolladas en 2021-22, e incluso superará a China en 2021**. Estimamos un crecimiento del PIB de +7,0% en 2021 y +4,4% en 2022. Los motores (i) Gradual apertura de la economía gracias a la aceleración en el ritmo de vacunación; (ii) Alto nivel de ahorro de los hogares; (iii) Nuevo paquete de estímulos fiscales de Biden; (iv) Mantenimiento de unas condiciones monetarias acomodaticias.

Biden anuncia que para finales de mayo todos los adultos tendrán acceso a la vacuna y que **el 4 de julio** (día de la Fiesta Nacional) **el país podría retomar "cierta sensación de normalidad"**. Esto significa adelantar los pronósticos establecidos cuando accedió a la Casa Blanca que situaba este objetivo de vacunación para el verano y la normalidad para las Navidades.

EEUU a la cabeza del crecimiento en las economías desarrolladas. En 2021 (+7,0%) incluso superará a China

Aceleración del ritmo de vacunación: vacunas para todos los adultos en mayo y normalidad el 4 de julio.

Gráfico 1.9: EEUU.- Vacunación de la Población (hasta 22.03. 2021)



Fuente: CDC (Centers for Disease Control and Prevention)

El objetivo de Biden de 100 millones de dosis administradas en los 100 primeros días de su mandato ha sido alcanzado, con 40 días de antelación. La media móvil de los últimos 7 días apunta a un ritmo de vacunación de 2,4mn dosis/día. **Un 70% de la población mayor de 65 años ha recibido ya por lo menos una de las dosis.** Y un 14% de la población está ya vacunada con las dos dosis. La aprobación de la vacuna de Johnson & Johnson y la habilitación de nuevos centros y profesionales permiten esta aceleración.

En la actualidad, el 70% de la población mayor de 65 años ha recibido al menos una dosis

La apertura de la economía coincide con un **alto nivel de ahorro en los hogares**. En enero 2021 se sitúa en 20,5% vs 9,0% de media histórica de largo plazo. Teniendo en cuenta la demanda embalsada, esto supone que la apertura de la economía traerá consigo un fuerte impulso en consumo.

La tasa de ahorro de los hogares en niveles históricamente muy altos

Estrategia de Inversión 2T 2021

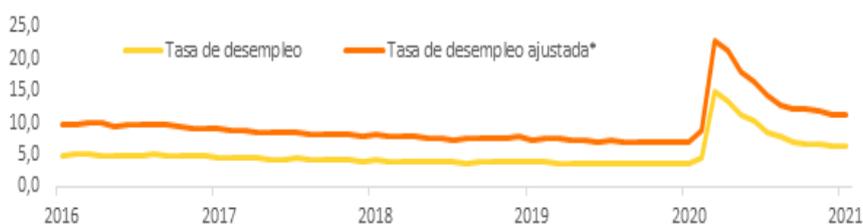
El Congreso da el visto bueno al **plan de estímulos fiscales de Biden de 1,9Bn\$**, lo que supondrá un importante impulso para la economía (9% del PIB). El paquete incluye pagos directos de 1.400\$ a los contribuyentes con ingresos inferiores a 80.000\$/año, ayudas al desempleo de 300\$ semanales hasta septiembre, fondos para Gobiernos locales y estatales y financiación para las vacunas y para la reapertura de escuelas. **Es el tercer rescate que aprueba el Congreso desde que comenzó la crisis del Covid-19.** En 2020 aprobó uno de 0,9bn\$ en diciembre y otro de 2,2Bn\$ en marzo (el mayor de la historia del país).

Nuevo plan de estímulos fiscales: 1,9bn\$ (9% PIB) para impulsar la economía. Tercer paquete de ayudas desde que comenzó la pandemia.

En el mercado laboral, la creación de empleo mejora. En febrero se crearon 379K empleos vs 166k del mes anterior y el consenso apunta a un registro de 625k para marzo. Todavía **quedan por volver al mercado laboral 9,5mn de trabajadores de los 22mn perdidos** durante la pandemia. Con la prevista aceleración en creación de empleo, este *gap* se cerrará en 2022. La tasa de desempleo se encuentra en el 6,1%. Estimamos que se reduzca hasta 4,7% a finales de 2021 y 3,6% en 2022.

La creación de empleo se acelera. Tasa de paro mejorando desde 6,2% actual hasta 3,6% en 2022

Gráfico 1.10: EEUU.- Evolución de la Tasa de Paro



* Ajustado por tasa de participación y trabajadores a tiempo parcial que desearían tiempo completo

Fuente: US Bureau of Labor Statistics (Departamento de Empleo Americano)

La Fed quiere que la mejora del mercado laboral llegue a los sectores más vulnerables de la población, para alcanzar su objetivo de máximo empleo. Esto significa que no se fijará sólo en el dato de tasa de desempleo, y **monitorizará otros indicadores del mercado laboral como son el ratio de participación, la evolución de desempleo a largo plazo (27 semanas o más) o el desempleo en los niveles salariales menos favorecidos.** La falta de perspectiva de encontrar empleo lleva a muchos americanos a dejar de buscar activamente empleo, lo que reduce la tasa de participación. Los parados de larga duración representan el 41,5% del total y el desempleo en los niveles salariales más bajos supera el 23%.

La Fed quiere eliminar la capacidad ociosa en los sectores más vulnerables de la población.

El último registro de IPC muestra un nivel de 1,7%, con la Tasa Subyacente en 1,3%. La recuperación de la demanda junto con la posibilidad de cuellos de botella por parte de la oferta y la subida en los precios de la energía llevarán a un repunte de la inflación. Es probable que el IPC se acerque o supere el 3,0% en algún momento durante 2021 (encuesta de la Fed de Nueva York) y las expectativas de inflación a más largo plazo han repuntado recientemente. El *breakeven* a 2 años está en 2,64% y el 10 años en 2,32% (niveles no vistos desde 2014), con significativas subidas en las últimas semanas

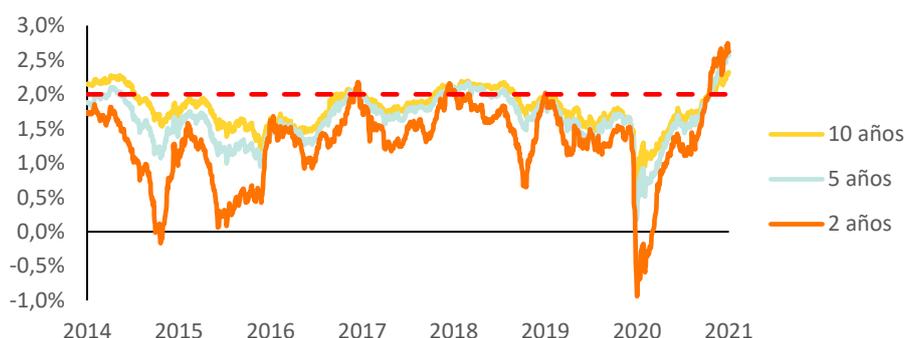
Las expectativas de inflación superan el 2,0%

Estrategia de Inversión 2T 2021

Powell y otros miembros de la Fed, mantienen que **los repuntes en inflación serán transitorios**. El objetivo de la Fed es que la inflación se mantenga moderadamente por encima del 2% durante un tiempo. El término "durante un tiempo" es abierto y sujeto a subjetividad, lo que introduce algo de incertidumbre en el panorama. De momento, la inflación sigue sin preocupar a la Fed. En los últimos 9 años, desde que la Fed introdujo su objetivo del 2,0%, el PCE ha estado por debajo del objetivo en 95 de los 109 meses. La Fed se focalizará en el objetivo de maximizar el empleo y eliminar la capacidad ociosa de mercado laboral.

La Fed sostiene que el repunte de inflación será transitorio. Foco en el objetivo de eliminar la capacidad ociosa en el mercado laboral.

Gráfico 1.11: Evolución de las expectativas de inflación en EE.UU.



Fuente: Bloomberg

La rentabilidad del T-Note ha subido 80 puntos básicos en lo que llevamos de año hasta +1,70%. **La Fed no considera que esta subida suponga un obstáculo para conseguir sus objetivos**. No muestra preocupación por los siguientes motivos: (i) El aumento responde a la expectativa de una mejora en la situación económica; (ii) La subida no es desproporcionada, ya que el T-Note se encontraba en esos niveles antes de la pandemia; (iii) No se produce un persistente empeoramiento de las condiciones financieras y (iv) No hay preocupación por la falta de liquidez. Esto significa que **no se plantea ampliar la compra de activos ni llevar a cabo un "Operation Twist"** (cambiar la composición de las compras de bonos hacia plazos más largos).

Powell considera que la subida del T-Note no supone un obstáculo para lograr sus objetivos. "Operation Twist" descartado.

En este contexto, la Fed considera que la actual política monetaria es la adecuada. **La compra de activos se mantendrá al menos en el ritmo actual** (120.000M\$/mes) hasta que se consigan avances substanciales hacia los objetivos de empleo e inflación. Los tipos se mantendrán a los niveles actuales hasta alcanzar los objetivos de máximo empleo y una inflación moderadamente superior al 2% por un tiempo. Esto se traduce **en tipos en el rango 0,0%/0,25% durante 2021-22 y sin reducción de compras en los próximos meses**. La Fed quiere ver señales reales de mejora en sus objetivos antes de cambiar su política.

La actual política monetaria es la adecuada. Sin cambios en tipos en la Fed en 2021-22

Los tipos a largo plazo seguirán al alza aumentando la pendiente de la curva. Estimamos que el T-Note se moverá gradualmente hacia niveles cercanos al 2,0% en 2021 y hacia 2,20% en 2022. **La tendencia depreciatoria del dólar** -por una mayor inflación y un mayor gasto fiscal en EE.UU. y un menor apetito por activos refugio- **se verá mitigada por** un mayor atractivo de una curva de tipos con rentabilidades más altas.

Subida gradual del T-Note: 2,0% a finales de 2021

Estrategia de Inversión 2T 2021

Japón: "La economía japonesa ya ha iniciado el camino de la recuperación. Se verá beneficiada por la reactivación del S. Industrial y su elevada dependencia a este sector."

*La economía japonesa ya ha iniciado el camino de la recuperación. El PIB del 4T20 fue mejor de lo esperado (-1,4% vs -1,5% esperado) y en términos acumulados se contrajo un -4,9%. Es decir, mostró más resiliencia que otros países de referencia como Alemania (-5,3%) o Reino Unido (-9,9%). **El Sector Exterior está siendo un factor clave en la recuperación, tal y como estimamos. El S. Exterior supone un 17% del PIB japonés y las Exportaciones han llegado a rebotar incluso superando niveles precios al CV-19. Estimamos que el S. Exterior seguirá liderando la recuperación porque (i) las Exportaciones a China y EE.UU. suponen el 50% del total y son estos dos países los que más crecimiento tendrán en 2021 y (ii) la recuperación del S. Industrial global es un hecho y precisamente Japón tiene gran dependencia a este sector. Las perspectivas sobre el Consumo Privado también mejoran: la Tasa de Ahorro se reduce, los salarios se normalizan y la Confianza del Consumidor acelera. El BoJ seguirá aplicando estímulos monetarios "infinitos" e incluso comprando bolsa vía ETFs (TOPIX), ahora de forma indefinida. El Yen mantendrá su tendencia depreciatoria porque pierde atractivo como valor refugio y estará presionado por los estímulos fiscales y monetarios. El Nikkei 225 estará impulsado porque el 55% de las empresas que componen el índice son industriales y se verán beneficiadas por la reactivación de este sector.***

La economía japonesa ya ha iniciado el camino de la recuperación tras el impacto del CV-19. El PIB del 4T20 se mantuvo en contracción, pero fue mejor de lo estimado (-1,4% vs -1,5% estimado en nuestra Estrategia Trimestral 1T21) y en términos acumulados se contrajo un -4,9% en 2020. Es decir, la economía japonesa fue más resiliente que otros países de referencia como Alemania (-5,3%), Reino Unido (-9,9%) o Canadá (-5,4%).

El Sector Exterior está siendo un factor clave en la recuperación, tal y como estimamos, porque (i) el S. Exterior supone el 17% del PIB total y (ii) las Exportaciones han llegado a rebotar incluso superando los niveles previos al CV-19 (+6,4% a/a enero'21 y máximo desde 2018 vs -28,3% en mayo'20 y -9,2% en octubre'19).

Estimamos que la aceleración del S. Exterior se mantendrá durante todo 2021 y seguirá siendo la **piedra angular de la recuperación japonesa** por los siguientes motivos: (a) las Exportaciones a China y EE.UU. representan el 50% del total y precisamente son estos dos países los que estimamos que tendrán una recuperación económica más rápida y, por tanto, sus Importaciones (Exportaciones para Japón) acelerarán tanto como crezca su economía; (b) la recuperación económica durante 2021 implicará la **reactivación del S. Industrial global**, que hasta ahora había sido el sector más castigado por el CV-19 (paralización producciones, incertidumbre sobre demanda de bienes duraderos, ...); y (c) **Japón es un país muy industrializado. El 50% de sus Exportaciones son bienes industriales** (maquinaria, metales y vehículos) y un 18% Semiconductores (chips, baterías, ...) con impacto indirecto en la industria. Teniendo en cuenta los puntos (a) y (b), **estimamos que la economía japonesa será capaz de absorber gran parte del crecimiento industrial a nivel global.**

Por el lado del Consumo Privado las perspectivas mejoran. Durante los últimos meses de 2020 vimos como la Demanda Interna seguía debilitada: en el 3T20 y 4T20 la Demanda se contrajo en -8,3% a/a y -3,5% a/a respectivamente, por la elevada tendencia al ahorro (casi el 50% de los ingresos totales vs 30% en un entorno normalizado), caída de salarios (-3% a/a) y la Tasa de Paro algo más elevada de lo normal (2,9% s/p.a. en dic'20 vs 2,2% dic'19). Sin embargo, desde enero la **Tasa de Ahorro** cae extraordinariamente hasta el 16%, los **salarios** reducen su contracción hasta -0,8% a/a y la **Confianza del Consumidor** ya está en máximos desde

La economía japonesa ya ha iniciado el camino de la recuperación económica.

El Sector Exterior está siendo un factor clave en la recuperación gracias a la reactivación del Sector Industrial y las Exportaciones hacia EE.UU. y China acelerando.

También mejoran las perspectivas en el Consumo Privado. La Tasa de Ahorro se reduce, los salarios se normalizan y la Confianza del Consumidor mejora. Por eso estimamos que el Consumo Privado acelerará en el 2T21.

Estrategia de Inversión 2T 2021

marzo'20 (33,8 vs 30,9 en marzo y 21,6 mínimo histórico en abril). Teniendo en cuenta **estos tres indicadores**, además del impulso industrial con la consecuente recuperación del empleo/salarios, **estimamos que el consumo privado acelerará durante el 2T21.**

En cuanto a la **política monetaria**, pensamos que el Banco Central de Japón (BoJ) mantendrá sin ninguna duda su **compromiso con la economía japonesa** y mantendrá los **ingentes estímulos monetarios** aplicados hasta la fecha:

1. **Tipo Director en -0,10% desde 2016:** Estimamos que se mantendrá en -0,10% al menos hasta finales de 2022 porque su IPC aún está lejos del objetivo (+2%). De hecho, 2015 fue el último año en el que el IPC estuvo dentro de este objetivo. Como referencia, de los 12 bancos centrales más importantes del mundo (Fed, BCE, BoE, BoC, ...) Japón es el único país junto con Suiza (con el mismo problema de deflación) que tiene un Tipo Director negativo.
2. **Control de la TIR del bono a 10A en torno al 0% (+/-25 p.b.):** En términos prácticos supone la compra activa de los tramos largos de bonos soberanos de Japón y la consecuente inyección de liquidez en su economía y facilidad de financiación (p. ej. hipotecas).
3. **Programas adicionales de emergencia:** compuestos principalmente por (i) **compra de bolsa japonesa** (≈46.600M€/año) vía ETFs y REITs sobre el índice TOPIX (hasta marzo era Nikkei 225) y (ii) **financiación corporativa** (facilidad de crédito y bajo coste para las empresas). En el caso de la compra de bolsa, estaba previsto que el programa finalizara en marzo'21, fueron extendidos hasta septiembre'21 y en la última reunión de marzo el BoJ anunció que estos programas tendrían una duración indefinida, incluso cuando hayan dejado atrás los efectos del CV-19 sobre la economía.

Respecto al Yen, **estimamos que mantendrá la tendencia depreciatoria** frente al euro. Esta depreciación arrancó a comienzos de 2019 (una vez superado el *shock* de mercados de 2018), en 2021 acumula una depreciación de -3% y ahora seguirá incentivada por (i) **la pérdida de atractivo como valor refugio** y (ii) **las políticas ultra acomodaticias** tanto del Gobierno como del Banco Central (estímulos fiscales equivalentes al ≈55% de su PIB y política monetaria ya comentada).

Por último, el **Nikkei 225 y TOPIX están en máximos históricos desde 1990**. Por un lado, han ofrecido cierta estabilidad dentro de la renta variable cuando el mercado tenía más volatilidad y, por otro lado, se han beneficiado de los ciclos económicos expansivos por su grado de industrialización y desarrollo de tecnología. Como referencia, el 55% del Nikkei 225 son empresas industriales y el 28% tecnológicas. Por este motivo, y teniendo en cuenta la recuperación industrial que estimamos, **mantenemos nuestra recomendación de Comprar sobre Japón.**

El Banco Central de Japón también mantendrá los estímulos monetarios ultra acomodaticios: Tipo Director en negativo, intervención de la curva de tipos, compra de bolsa y financiación corporativa.

El Yen mantendrá la tendencia depreciatoria frente al euro por la pérdida de atractivo como valor refugio y políticas monetarias/fiscales acomodaticias.

El Nikkei y Topix están en máximos desde 1990 y estimamos que seguirán teniendo potencial por su alto grado de industrialización (55% del índice son empresas industriales).

Estrategia de Inversión 2T 2021

Emergentes: "La reapertura de la economía global y el flujo de fondos juegan a favor de China, nuestro favorito en la región".

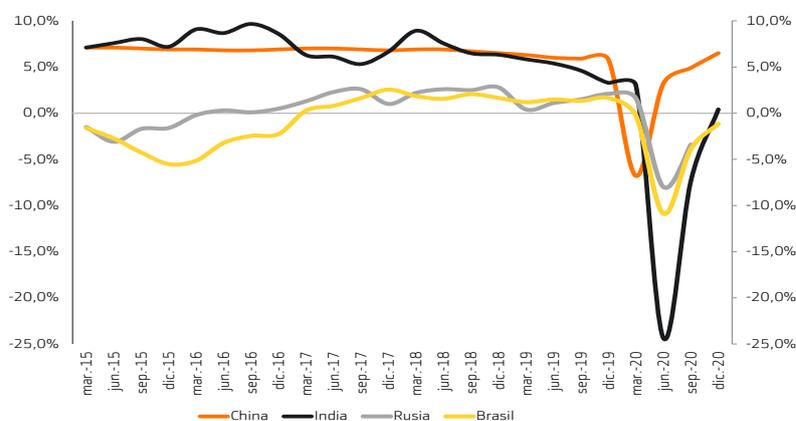
La reapertura de la economía global, el dinamismo de China y unos tipos de interés bajos, anticipan una recuperación rápida en 2021. La subida en los precios de las materias primas y un dólar relativamente estable, juegan a favor de los emergentes. **China**, tiene unos fundamentales sólidos (PIB, Paro, IPC...), gana representatividad en los índices de referencia (bolsas y bonos) y el tono de las negociaciones con EE.UU. es conciliador. En **India**, los indicadores adelantados de actividad anticipan un repunte fuerte del PIB en 2021 (+11,0% e), el PMI Manufacturero, vuelve a niveles pre-CV19 y el precio de las materias primas agrícolas sube hasta niveles no vistos desde 2017. **Turquía** afronta grandes desafíos (economía y geopolítica) y tiene unos fundamentales débiles, pero se atisba un cambio cíclico a mejor (PIB e: +5,8% en 2021). La recuperación del precio del crudo es un balón de oxígeno para **Rusia**, pero el Consumo y la Industria muestran señales de deterioro. El alza de las materias primas es clave también para **Brasil**, pero el sector servicios sigue bajo presión y la inflación avanza rápidamente. Finalmente, **México** se beneficiará de la recuperación de EE.UU., del repunte del crudo y del empuje del sector industrial, pero el Turismo sigue presentando unas perspectivas débiles.

Diagnóstico: La reapertura de la economía global, la rápida reactivación de China – epicentro del CV19 en 2020 - y unas condiciones de financiación atractivas, anticipan una recuperación rápida de la actividad en 2021. La subida en los precios de las **materias primas** y un **dólar** relativamente estable, juegan a favor de los emergentes.

Perspectivas: Nuestras estimaciones reflejan un incremento fuerte del PIB en 2021 que tiende a normalizarse en 2022 y 2023. China escapa de la recesión en 2020 (+2,3%) y afronta la reapertura de la economía global en buenas condiciones (PIB 2021 e: +7,8%). En India, los indicadores adelantados de actividad apuntan a un crecimiento de +11,0% (vs -7,1% en 2020). En Turquía, las expectativas son buenas (+5,8% e vs +1,6% en 2020) pero la recuperación depende de la Confianza de los Inversores. El tirón del crudo beneficiará a Rusia, pero el sector industrial y el Consumo muestran señales de deterioro. La recuperación de las materias primas ayudará a estabilizar el crecimiento de Brasil, pero la inflación acelera y provocará un ciclo de subidas de tipos. México se beneficiará de la aceleración del crecimiento en EE.UU., la mejora de perspectivas en las manufacturas y el repunte del petróleo, pero el Turismo presenta unas perspectivas sombrías.

La reapertura de la economía global, la rápida reactivación de China y unas condiciones de financiación atractivas anticipan una recuperación rápida en los emergentes.

Gráfico 1.12: Evolución del PIB en las principales economías



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

China es nuestro país favorito en la región porque los fundamentales son sólidos y el flujo de fondos juega a su favor.

Estrategia de Inversión 2T 2021

China: Evita la recesión en 2020 (+2,3% en PIB vs -3,4% en el PIB global) y afronta la **reapertura** de la economía global en buenas condiciones: (1) el conflicto tecnológico-comercial con EE.UU. no está resuelto, pero se atisba un tono conciliador con la **Administración Biden**, (2) la inclusión en el tratado comercial **RCEP** (*Regional Comprehensive Economic Partnership*) junto a Australia, Japón, Corea del Sur, Nueva Zelanda y las 10 economías *Asean* juega a favor del Sector Exterior y pone de manifiesto el potencial de Asia, (3) la gestión de la Pandemia - Wuhan fue el epicentro en 2020 - y una economía orientada a la **Industria** y las **Exportaciones**, facilitan una recuperación rápida, (4) los **fundamentales** macro (PIB, Inflación, Paro...) comparan positivamente con las principales economías.

El conflicto tecnológico y comercial con EE.UU. no está resuelto, pero se atisba un tono conciliador con la Administración Biden.

El Déficit Fiscal está en niveles históricamente altos (~6,2%/PIB en 2020 vs -4,9% en 2019 vs -4,0% en 2018) pero es inferior al registrado por el G-10 (~15,6%), (5) la gestión del **Banco Central** (PBOC) es prudente - tipos bajos y compras de bonos al compás del ritmo de crecimiento -. Esta política permite mantener las condiciones financieras laxas sin que las perspectivas de Inflación se disparen, (6) el crecimiento estimado para 2021 (+7,8%) supera ampliamente el PIB global (5,6% según la OCDE) y (7) el **mercado de capitales** gana peso en los índices de referencia (MSCI, JPM, Bloomberg...). La capitalización bursátil de las empresas chinas representa ~11,0% del mercado global. Aún hay margen recorrido - China representa ~20,0% del PIB global - pero todo apunta a que el **flujo de fondos** (bolsas & bonos) y la macro juegan a favor de China.

La política del Banco Central es prudente y China gana representatividad en los índices de referencia global (bolsas y bonos).

La **actividad** se reactiva con fuerza (+6,5% en PIB del 4T20 vs -6,8% en 1T19) gracias a la Industria - la Producción Industrial crece +35,1% en el acumulado del año a febrero/YTD -, la reapertura de las economías (exportaciones) y la reanimación del Consumo (+37,6% YTD en Ventas Minoristas). El PMI Compuesto (Caixin) acumula ocho meses en zona de **expansión** y anticipa un buen comportamiento de la actividad en 2S21. El Ejecutivo es prudente y aboga por un crecimiento equilibrado (menos dependiente del endeudamiento), la creación de Empleo y los Servicios (Consumo Interno). El objetivo de crecimiento a corto plazo no es ambicioso (+6,0% en 2021 vs +7,8% BKT e) pero está en línea con el crecimiento potencial a largo plazo (5,0%/6,0%). Ajustamos nuestras estimaciones de crecimiento en PIB para 2021 (7,8% vs +8,0% ant), 2022 (5,5% vs 5,7% ant) y fijamos en +5,5% nuestra previsión para 2023.

El objetivo de crecimiento del Ejecutivo es poco ambicioso a corto plazo, pero está en línea con el potencial de la economía a largo plazo

India: Los PMI's anticipan un repunte fuerte del PIB en 2S21. La tensión fronteriza con China pasa a segundo plano, por ahora y el sector financiero se reactiva. El PMI Manufacturero vuelve a niveles pre-CV19 y las **condiciones de financiación** son atractivas -tipos de interés en mínimos históricos -. El **crédito** bancario se reactiva (+6,6% en febrero), tras el saneamiento de balances realizado los últimos años y el precio de las **materias primas** agrícolas sube hasta niveles no vistos desde 2017. El margen de maniobra fiscal es limitado - Déficit Fiscal ~6,2% del PIB - y la subida del precio del petróleo entorpece la gestión de la política monetaria. El Banco Central (RBI) parece confortable con la Inflación actual (~4,0%) y la **Rupia** se recupera tras el varapalo de 2020 pero vigila el repunte en la TIR de los bonos. Por eso, estimamos un recorte en el tipo de interés de referencia (Repo) de -50 pb hasta el 3,50%. Nuestras previsiones reflejan un repunte fuerte del PIB en 2021 (+11,0% vs +8,5% ant) que pierde ímpetu en 2022 (+6,0% e) y 2023 (+5,8% e).

En India, los PMI's anticipan un repunte fuerte de la actividad

... el precio de las materias primas agrícolas sube hasta niveles no vistos desde 2017 y la Rupia se recupera del varapalo vivido en 2020

Estrategia de Inversión 2T 2021

Turquía: Afronta grandes desafíos económicos y geopolíticos (relaciones con EEUU y la UEM). Los fundamentales todavía son débiles, pero se atisba un **cambio cíclico a mejor**. Con una Inflación de las más altas del mundo (13,6% en feb), una Tasa de Paro ~13,6% y un Déficit por Cuenta Corriente ~5,2%/PIB, la recuperación depende de la reactivación global y la Confianza de los Inversores. El cambio de **Gobernador** en el Banco Central – dos veces en apenas 5 meses – no es un buen síntoma. La sustitución de Naci Agbal tras subir el tipo de referencia (repo) en 200 pb hasta el 19% (19/marzo) por Sahap Kavcioglu (próximo al AKP de Erdogan) vuelve a suscitar dudas sobre la **independencia del BC**. La evolución de la Lira es clave para estabilizar la Inflación y la Balanza Comercial -. La reapertura de la economía y del turismo en particular marcan un punto de inflexión para 2021. Nuestras previsiones reflejan un repunte del PIB hasta +5,8% en 2021 (vs +1,6% en 2020) que pierde intensidad en 2022 (+4,1% e).

Turquía afronta grandes desafíos económicos y geopolíticos, pero se atisba un cambio cíclico a mejor.

Rusia: La **recuperación de los precios del petróleo** es un factor importante para una economía muy dependiente del crudo. **Sin embargo, nuestras estimaciones apuntan a una moderación de esta tendencia** de tal manera que el Brent cierre 2021 con un precio de 66\$/barril y 2022 a 61\$/barril y el WTI a 60\$/barril y 58\$/barril respectivamente.

Todo apunta a un nuevo deterioro en el Consumo y en la Industria que amortiguarán la recuperación del precio del petróleo

Los indicadores adelantados mejoran. El PMI Manufacturero y de Servicios superan el umbral de expansión (51,5 y 52,2 en febrero respectivamente). Sin embargo, el **nuevo deterioro en el nivel de Confianza del Consumidor** y una **Tasa de Paro que sigue a niveles elevados** (5,7% en febrero) penalizará la tímida recuperación del Consumo a principios de este año. Sin olvidar el **rápido empeoramiento de la Producción Industrial** que vuelve a contraerse con fuerza (-3,7% en febrero) tras la mejora registrada a finales de 2020.

La inflación supera ampliamente el objetivo del banco central (+5,7% en febrero vs. +4,0% objetivo), lo que dificulta posibles recortes adicionales de tipos. De hecho, el banco central subió el tipo director hasta 4,50% (desde 4,25%) en su reunión de marzo.

En definitiva, seguimos con una visión cautelosa sobre el país y mantenemos nuestras estimaciones para el PIB en +3,1% en 2021 y +2,3% en 2022.

Brasil: La actividad se estabiliza progresivamente en el país. El 4T mostró una contracción muy inferior a la de los trimestres precedentes (-10,9% en 2T20, -3,9% en el 3T20 y -1,1% en el 4T20). El inicio de 2021 está marcado por **nuevos repuntes en los contagios** y nuevas variantes del virus que obligan a **revertir ciertas medidas de movilidad** anunciadas previamente, lo que desplaza la mejora de actividad que estimábamos en el primer trimestre hacia el segundo. En próximos **meses la reactivación de los principales socios comerciales** del país, China y EE.UU., será un balón de oxígeno que se unirá a la **recuperación del precio de las materias primas**.

La recuperación del precio de las materias primas es un balón de oxígeno para el crecimiento....

Sin embargo, la economía brasileña sigue enfrentándose a importantes retos que nos llevan a reiterar que **aún no es momento para tomar posiciones en el país. Una campaña de vacunación lenta y un elevado nivel de desempleo pesarán sobre el sector servicios en general y el consumo en particular**. Como referencia, el PMI Manufacturero se sitúa claramente por encima del nivel de expansión (58,4 en febrero) mientras el de Servicios sigue en terreno contractivo (47,1 en febrero).

... pero el sector servicios sigue penalizado por una campaña de vacunación lenta y un nivel de paro elevado

Además, es necesario impulsar una serie de reformas estructurales encaminadas a mejorar la productividad, eficientar el sistema fiscal y el

Estrategia de Inversión 2T 2021

comercio exterior. **La situación fiscal del país es débil** y se ha visto penalizada por las medidas anticrisis. El coste del paquete fiscal implementado alcanzó el 12% del PIB. El déficit primario se sitúa en el 9,5% del PIB y la deuda pública sobre PIB en 89,3%.

Hasta ahora una inflación contenida favorecía el mantenimiento de una política monetaria acomodaticia. De hecho, la tasa Selic permanecía al nivel mínimo de la serie histórica (2,0%). Sin embargo, los recientes repuntes de la inflación han derivado en la primera subida de tipos en casi seis años (hasta 2,75%). En próximos meses **el ciclo de subida de tipos continuará** hasta llevar el tipo director a 4,5% a cierre de este año y 5,5% a cierre de 2022.

En este escenario, mantenemos nuestras estimaciones para el PIB en 3,8% en 2021 (vs. 3,9% anterior) y 2,5% en 2022 (sin cambios).

México: La economía mexicana se beneficiará de importantes **catalizadores** en próximos meses. Destacamos: **(i)** la importante interrelación con **EE.UU.**, su principal socio comercial, favorecerá un efecto indirecto positivo del nuevo plan de estímulos lanzado por el ejecutivo norteamericano. **(ii)** La fuerte recuperación del **sector industrial**, especialmente del automovilístico, con un importante peso en el país, favorecerá un repunte en las Exportaciones a lo largo de los próximos meses. Especialmente las dirigidas a EE.UU. Como referencia se estima un aumento de la producción global de vehículos cercana al +14% en 2021. **(iii)** La **recuperación de los precios del petróleo** será otro factor relevante. Conviene recordar que Pemex representa en torno a un 5% del PIB del país.

La parte negativa sigue vinculada al sector servicios. La campaña de vacunación en el país progresa lentamente afectada por problemas en la cadena de suministro. Avanzar en este frente es clave para una economía altamente dependiente del Turismo. El sector representa en torno al 9% del PIB. A todo ello se unen unas débiles perspectivas para el Consumo ante el inesperado repunte de la Tasa de Paro a arranque de este ejercicio y unos niveles de Confianza del Consumidor contenidos.

La **falta de medidas de estímulo fiscal contundentes** es un factor adverso para la reactivación de los sectores más cíclicos de la economía. Además, sería necesaria la introducción de una serie de reformas vinculadas a reducir la inseguridad jurídica y simplificar la regulación con el fin de impulsar la inversión empresarial.

Por todo ello, y pese a las fuentes de crecimiento que identificamos de cara a próximos meses, mantenemos inalteradas nuestras estimaciones de crecimiento en +4,5% en 2021 y +2,5% en 2020.

El frente precios ofrece un escenario más benigno. La Inflación sigue controlada y dentro del objetivo vigilado por el banco central (3% +/- 1%). El previsible repunte en próximos meses será puntual influido por un importante efecto base y la recuperación del precio del petróleo. Por tanto, no supondrá un impedimento para el mantenimiento de una política monetaria acomodaticia.

En definitiva, mantenemos una visión Neutral sobre el país que nos lleva a seguir sin tomar exposición al mismo.

La inflación acelera y provocará un nuevo ciclo de subidas del tipo director

A futuro identificamos distintos catalizadores. Destaca la recuperación del precio del petróleo y la aceleración del crecimiento en EE.UU.

Sin embargo, el escenario aún se presenta sombrío para el Consumo y el Turismo

Perspectivas para las principales divisas

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2021)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,17/1,22	La tendencia depreciatoria del dólar frente al euro se moderará en los próximos meses. EE.UU crece a un ritmo mayor que Europa (7,0% vs 4,0%) en 2021 debido a un mejor ritmo de vacunación y mayores estímulos fiscales. El diferencial de la curva de tipos EE.UU vs UEM continuará ampliándose, lo que favorece al dólar. Esto mitigará la tendencia depreciatoria del dólar motivada por: (i) Su atractivo como activo refugio se reduce ante un escenario de menores incertidumbres (efectividad de las vacunas, resolución de incertidumbres políticas,...), (ii) Un mayor gasto presupuestario bajo la Administración Biden y mayores presiones inflacionistas en EEUU; (iii) La política exterior en EE.UU se vislumbra menos beligerante contra Europa, lo que supone un desahogo para el Euro. Además, la puesta en marcha del Fondo de Recuperación Europeo supone un éxito del proyecto común. Estimamos un cruce EURUSD 1,17/1,21 en 2021. Para 2022 estimamos algo más de depreciación hasta 1,20/1,25.	Lateral/Depreciadora =
Yen	128/134	Estimamos que el yen mantendrá su tendencia depreciatoria frente al euro que ya inició en 2019. Los motivos más importantes son (i) la pérdida de atractivo como valor refugio por la recuperación global, tras el <i>shock</i> de impacto del CV-19 y (ii) los estímulos monetarios y fiscales "infinitos" que seguirán presionando la divisa (deuda pública/PIB: 236%; estímulos fiscales aplicados sobre todo en 2019: 55% s/PIB).	Depreciadora 
Franco Suizo	1,09/1,14	La presión sobre el Franco Suizo se relaja y eso facilita al SNB la gestión sobre el tipo de cambio. En los últimos meses ha intervenido con fuerza el mercado para frenar su apreciación - adquiriendo divisas extranjeras por valor de +100.000MCHF -. El esfuerzo por controlar su divisa será menor en los próximos meses ya que, en un contexto de recuperación, las divisas refugio pierden atractivo. Además, la política monetaria permanecerá sin cambios para restar atractivo a la inversión y dinamizar la inflación. En 2021, continuará su tendencia depreciatoria.	Depreciadora 
Libra	0,86/0,90	La libra, se ha apreciado en el último trimestre del año a niveles de 0,85 €/GBP desde niveles de 0,90 €/GBP, cumpliéndose nuestro pronóstico. Aun no descartando cierta posible debilidad en función de las negociaciones <i>Bréxit</i> , seguimos esperando que la divisa fluctúe en un rango lateral de 0,86/0,90€/GBP en 2021 y de 0,84/0,87€/GBP en 2022.	Lateral =

Estrategia de Inversión 2T 2021

2. España y Portugal.

2.1.- España: "Catalizadores vigentes (vacunas y los fondos europeos), pero se mantiene la incertidumbre sobre su impacto temporal."

Los principales catalizadores de la recuperación (la vacunación y los fondos europeos) siguen vigentes, aunque se mantiene la incertidumbre sobre su impacto temporal. En este sentido, el 2T21 será clave para ir ganando visibilidad sobre el calendario de vacunación y la presentación/aprobación de los Fondos.

Nuestras estimaciones PIB para 2021e apuntan a un +5,9% (revisado desde +6,5% a/a) y +5,4% para 2022e (desde +5,2% a/a), lo que supondría un PIB en términos reales todavía por debajo del nivel previo a la pandemia. La revisión a la baja de las proyecciones para 2021 se producen tras un inicio de año más débil de lo esperado por: (i) nuevas medidas de confinamiento por la tercera ola y retrasos en la recepción de algunas vacunas; (ii) paso del temporal Filomena; (iii) el incremento del precio del petróleo.

Tras un 1T21 débil (-1,3% t/t est.), debemos entrar en fase de recuperación a partir del 2T21 (que compara con el peor momento de 2020), pero fundamentalmente a lo largo del 2S20, por la reactivación del Consumo, el turismo y el inicio de la aportación de los fondos europeos (+1pp en 2021e y +1,8pp en 2022e).

Los dos grandes retos a medio plazo serán: (1) la creación de Empleo (Tasa de Paro que estimamos para 2022e es 15,2%, todavía lejos del 13,8% de 2019); y (2) la contención del Déficit Público que permita una reducción del stock de Deuda (117,08% del PIB en 2020). Las políticas de compras del BCE y la flexibilización de las reglas fiscales, que podría prorrogarse durante 2022, facilitan la financiación de las medidas a corto plazo, si bien, la CE ya solicita políticas fiscales prudentes a medio plazo, especialmente en aquellos países más endeudados.

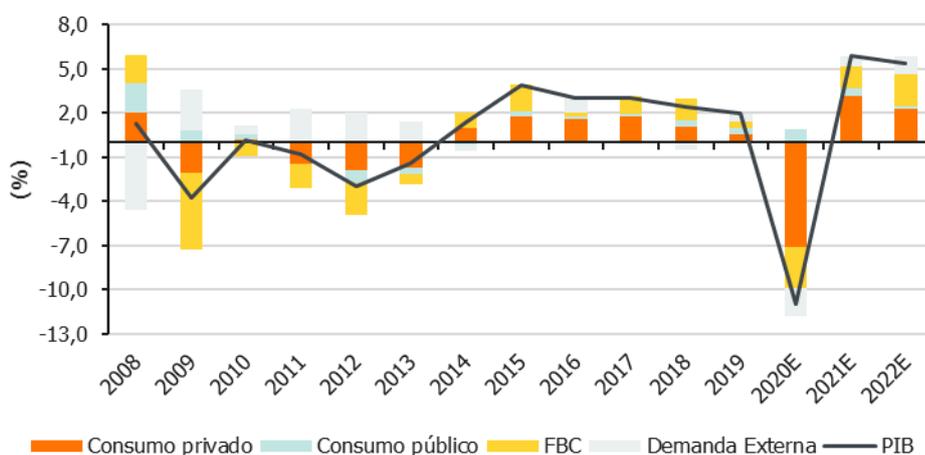
Mantenemos dos escenarios alternativos, ante las incertidumbres temporales y de absorción de los fondos europeos: Escenario Pesimista apunta un PIB +4,2% a/a para 2021 y +3,4% en 2022, mientras que en el Positivo un PIB del +7,1% para 2021 y +6,6% 2022.

El ejercicio 2020 registró un descenso histórico del PIB -11% a/a, aunque ligeramente mejor a lo esperado (-11,3% esperado en nuestro escenario central). El 4T20 (preliminar) recuperó en términos trimestrales del +0,4% t/t (-9,1% a/a) gracias fundamentalmente al incremento del Gasto Público (+7% a/a) y un menor descenso del Consumo Privado (-8,4% a/a).

Todos los componentes redujeron su contribución al PIB en 2020, excepto el Gasto Público. La Demanda Interna se contrajo un -9,0% a/a vs Sector Exterior que un -1,9% a/a.

PIB 2020, un histórico -11,0% a/a. Todos los componentes en negativo, excepto el Gasto Público.

GRÁFICO 2.1.1: Evolución PIB por componentes, 2008r/22e



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 2T 2021

Nuestras proyecciones para el PIB 2021e apuntan a una recuperación del **+5,9% a/a** (revisada a la baja desde +6,5%); mientras que las de 2022e mejoran ligeramente **+5,4% a/a** (desde +5,2%). En términos reales, esto supone que el PIB en 2022e no alcanza todavía los niveles previos al virus (2019).

Proyectamos PIB +5,9% 2021e y +5,4% 2022e. En términos reales, el PIB de 2022 todavía por debajo de 2019.

La revisión a la baja del PIB de 2021 se debe a varios factores:

Revisión a la baja de 2021, por tres factores

(1) las medidas de contención de la pandemia durante el 1T21, ante el recrudecimiento de la **tercera ola** en muchos países europeos;

(2) el paso del **temporal Filomena** y

(3) la **subida del precio del petróleo**, para un país importador como España. El precio del barril Brent se ha elevado hasta 64\$/barril desde 51,8\$/barril a dic-20, +23,5% de la mano de la expectativa de recuperación económica global.

Por tanto, desde un punto de vista trimestral, esperamos un 1T21 débil (-1,3% t/t, -5,3% a/a) y una mejora progresiva a lo largo del año. Proyectamos un **+1,5% t/t en el 2T21 (+17,1% a/a** al comparar con el trimestre de mayor parón en 2020).

Los indicadores adelantados de actividad iniciaron el año con retrocesos generalizados, tanto los vinculados a Consumo (Confianza del Consumidor, Ventas Minoristas, Matriculaciones...), como los de Manufacturas (Producción Industrial...). Los PMIs de febrero comienzan a dar una señal de mejora, aunque sigue existiendo un diferencial entre los sectores de actividad. El PMI de Manufacturas ha retomado la zona de expansión (52,9 en febrero desde 49,3 enero), mientras que el de Servicios mejora, pero todavía lejos de la zona de expansión (43,1 en febrero desde 41,7 enero).

Retrocesos generalizados en los indicadores adelantados de actividad a comienzos de año...aunque el PMI de Manufacturas reacciona primero.

Los catalizadores del Consumo y el turismo, así como de la Inversión siguen vigentes, aunque se mantiene la **incertidumbre temporal**. El proceso de vacunación y los fondos europeos deberían liderar primero la reactivación del Consumo Privado y seguidamente la Inversión, ambos ganando intensidad en el 2S21.

Los dos catalizadores de la recuperación siguen vigentes: vacunación y fondos europeos ...

(1) **Consumo y Turismo:** la clave es la **velocidad de difusión de la vacuna**, tanto interna como la de los principales países de origen del turismo (en 2019 el gasto turístico internacional provino en un 19% de R.U., un 13% de Alemania y un 12% de Francia).

... La incertidumbre sobre la velocidad de ambas variables sigue siendo elevada, no la tendencia.

Así mismo, la **tendencia a la normalización de las Tasas de Ahorro** que se han elevado en toda Europa, en parte por incapacidad de consumir, en parte por motivo de precaución. Tras una reducción inicial del ahorro derivado de la demanda latente, **la normalización podría ser más progresiva** en zonas con una elevada incertidumbre en el mercado laboral por motivos de precaución.

(2) **Inversión:** Los fondos europeos se encuentran en la **fase de presentación** de los Planes Nacionales. Los países tienen **hasta el 30 de abril de 2021** para presentar sus programas detallados. Posteriormente deberán ser aprobados por la Comisión.

España presentó en octubre-20 las líneas generales en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. Podría recibir en total a 140.000M€ entre 2021-26 (**72.700M€ en ayudas directas para**

Estrategia de Inversión 2T 2021

España, un 5,8% del PIB 2019). Las claves a medio plazo serán la capacidad de absorción y las posibles reformas que mejoren la competitividad.

Los Presupuestos Generales del Estado para 2021 incorporan 27.000M€ de ayudas europeas (27% del total).

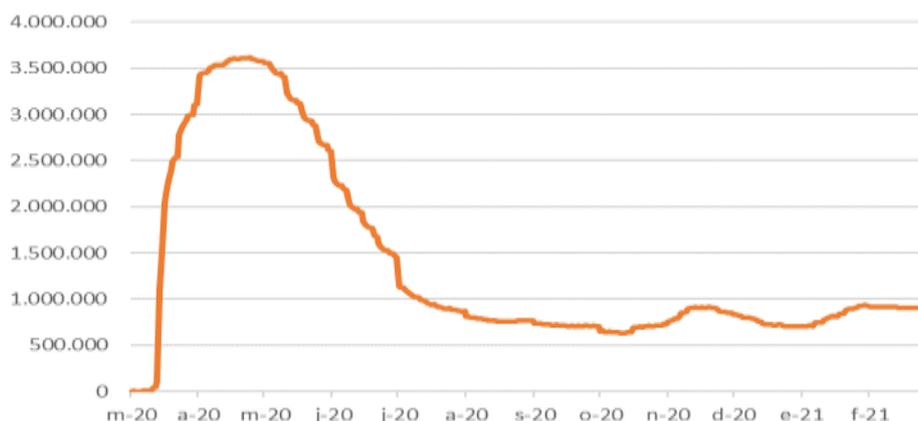
Hemos mantenido nuestras proyecciones iniciales, de un impacto más limitado en 2021 y centrado en la segunda mitad (proyectamos unos 10.800M€ en torno a +1pp en PIB) y progresivamente un mayor impacto en años siguientes (unos 21.600M€ en 2022 que supondría en torno a 1,8pp del PIB).

En el mercado laboral, el descenso del PIB ha supuesto un aumento de 2,33pp de la Tasa de Paro (EPA) en 2020, hasta el **16,13% a final de 2020 (3,7M parados)**. Esta tasa no incluye los trabajadores en ERTE (Expedientes de Regulación Temporal de Empleo) cuyas últimas cifras publicadas, a febrero de 2021, habían repuntado con la tercera ola hasta 899,4 mil personas, mientras que los Autónomos con medidas extraordinarias ascendían a 391,6 mil. Estas cifras supondrían en torno a 5,5pp sobre la población activa al cierre de 2020, lo que hubiera supuesto una tasa implícita en torno al 21,6% (además, el número de parados según los datos del INEM de dic a feb se elevó en +120,6 mil personas).

La prórroga de los ERTE hasta el 31 de mayo de 2021, que incluye el mantenimiento del esquema de protección (prohibición de despedir hasta seis meses de la conclusión del expediente), seguirá moderando el impacto sobre la Tasa de Paro a lo largo del año. En cualquier caso, la recuperación del crecimiento deberá absorber estas cifras antes de que podamos observar una creación neta de empleo.

Nuestras proyecciones para 2021e apuntan a una Tasa de Paro del 17,0% a final de 2021 y 15,2% a finales de 2022e vs 13,8% de dic-19 previo al inicio de la pandemia.

GRÁFICO 2.1.2: Evolución de los ERTEs, 2020/Feb.2021



Fuente: Ministerio de Inclusión, S.S. y Migraciones

La Deuda Pública se elevó en 2020 hasta 1,3Bn€, +122.439M€ en el año. Esto supone que el nivel de Deuda/PIB se elevó más de 20pp en 2020, al 117,08% (desde 95,5% dic-19), tanto por las políticas fiscales expansivas, como por el descenso del PIB.

El mercado laboral se deteriora al 16,1% 2020 vs 13,8% 2019.

ERTEs y medidas para autónomos elevarían la tasa en unos +5,5pp.

El crecimiento debe absorber estas cifras (ERTEs y medidas para autónomos) antes de observar una creación neta.

La Deuda Pública aumentó más de 20pp en 2020 hasta 117,08% del PIB...

Estrategia de Inversión 2T 2021

La Comisión Europea que permitió suspender temporalmente las reglas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, **ha propuesto mantener esta suspensión en 2022**, para evitar retirar las medidas de apoyo demasiado rápido.

La CE propone extender la flexibilidad de las reglas fiscales, pero

La flexibilización hasta 2022 de las reglas fiscales y la extensión de medidas como los ERTE (hasta 31 de mayo); nuevas como el paquete de ayudas a Pymes y Autónomos (11.000M€), nos conducen a una estimación de déficit público todavía elevado -9% 2021e y -6% 2022e.

Esto supondría que el nivel de Deuda Pública sobre PIB se mantendría en torno al 119,2% y 118% en 2021E y 2022E (vs 117,08% en 2020 y 95,5% previo en 2019). La Comisión Europea ya solicita políticas fiscales **prudentes a medio plazo**, especialmente en aquellos países más endeudados, ya que sólo eso junto al crecimiento económico (y algo de inflación), permitirán **reducir el stock de deuda a medio plazo**.

. . . necesidad de políticas fiscales prudentes para reducir el stock de deuda a medio plazo.

La inflación algo más alta, pero sin tensiones en el lado de la demanda. Hemos revisado al alza nuestra estimación para 2021e 1,1% y 1,2% 2022e, tras el repunte del precio de algunas materias primas, como el petróleo, además de algún efecto de limitaciones al suministro por la evolución reciente de la pandemia o componentes climáticos. En cualquier caso, seguimos esperando una recuperación progresiva, en niveles alejados de los objetivos del BCE (en torno al 2%).

Inflación: revisada algo al alza, pero sigue sin tensiones a la vista

En el mercado inmobiliario, los precios de vivienda aguantan en 2020, a pesar de la fuerte contracción del PIB (-11% en 2020). Según INE, los Precios de vivienda se incrementaron +1,5% en 2020. Otras fuentes apuntan también a subidas de entre el 1% y el 2%, y tan sólo Tinsa registra una caída del -1,7% vs 2019. Se han visto soportados por los menores costes de financiación. Más de la mitad de las hipotecas son ya a tipo fijo, cuyo coste se ha reducido en unos 50p.b. de media en 2020. Además, los ERTE mitigan temporalmente el impacto de la pandemia sobre el mercado laboral. Las transacciones de vivienda también batieron nuestras estimaciones: -18% en 2020 vs. -35% estimado.

En 2021 estimamos transacciones de vivienda +10%, apoyadas en parte por la recuperación de las compras de extranjeros. Si bien, habrá que esperar a 2022 para alcanzar niveles de 500k transacciones previos al virus (2019). Mantenemos nuestras previsiones de -5% en precios de vivienda en 2021. La demanda natural se ve afectada por una fuerte incertidumbre económica y la inversión en vivienda pierde atractivo en un entorno de alquileres a la baja y mayor inseguridad jurídica. Estas caídas serán más pronunciadas en la segunda mitad del año, momento en el que finalizarán los ERTEs y se producirá un repunte en la tasa de paro. Las caídas podrían continuar en 2022, aunque de forma más moderada (-2%). [Link al informe completo.](#)

Mantenemos la elaboración de dos escenarios alternativos al central, ante la incertidumbre sobre la velocidad de ejecución y, por tanto, el impacto temporal, de las dos variables clave (vacunación y fondos europeos):

El Escenario Optimista muestra un +7,1% en 2021, +6,6% a/a en 2022 (mantenemos nuestros escenarios para las ayudas europeas, de un impacto entorno al +1,1pp y +2,3pp en 2021 y 22 respectivamente).

Mantenemos dos Escenarios Alternativos (Optimista y Pesimista) ante las incertidumbres sobre la velocidad de ejecución de las vacunas y de los fondos europeos.

Estrategia de Inversión 2T 2021

El Escenario Pesimista supondría **+4,2% en 2021** (-2,7% t/t en el 1T21) y +3,4% en 2022. (impacto estimado de las ayudas europeas, entorno al +0,6pp y +1,2pp en 2021 y 22 respectivamente).

TABLA 2.1.1: Resumen de estimaciones 2017r/22e

España, cifras clave (%)	2017r	2018r	2019r	2020p	2021e			2022e		
					Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,4	2,0	-11,0	4,2	5,9	7,1	3,4	5,4	6,6
Consumo Privado	3,0	1,8	0,9	-12,4	4,9	6,4	7,4	2,6	4,1	4,6
Gasto Público	1,0	2,6	2,3	4,5	2,4	2,8	3,3	0,1	0,6	1,1
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,1	2,7	-12,4	6,2	8,6	10,3	8,0	11,9	15,1
Demanda interna (aportación)	3,1	3,0	1,4	-9,0	4,3	5,7	6,7	3,1	4,8	5,9
Sector Exterior (aportación)	-0,2	-0,5	0,6	-1,9	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,7
Déficit Público/PIB	-3,0	-2,5	-2,9	-10,9	-11,0	-9,0	-7,0	-7,5	-6,0	-4,5
Deuda/PIB	98,6	97,6	95,5	117,1	123,7	119,2	114,7	125,3	118,0	110,6
Tasa de paro (EPA)	16,5	14,4	13,8	16,1	18,2	17,0	16,2	17,7	15,2	13,5
IPC	1,1	1,2	0,8	-0,5	0,9	1,1	1,3	1,0	1,2	1,4

Fuente: datos INE, Bde, Bloomberg y estimaciones Análisis Bankinter.

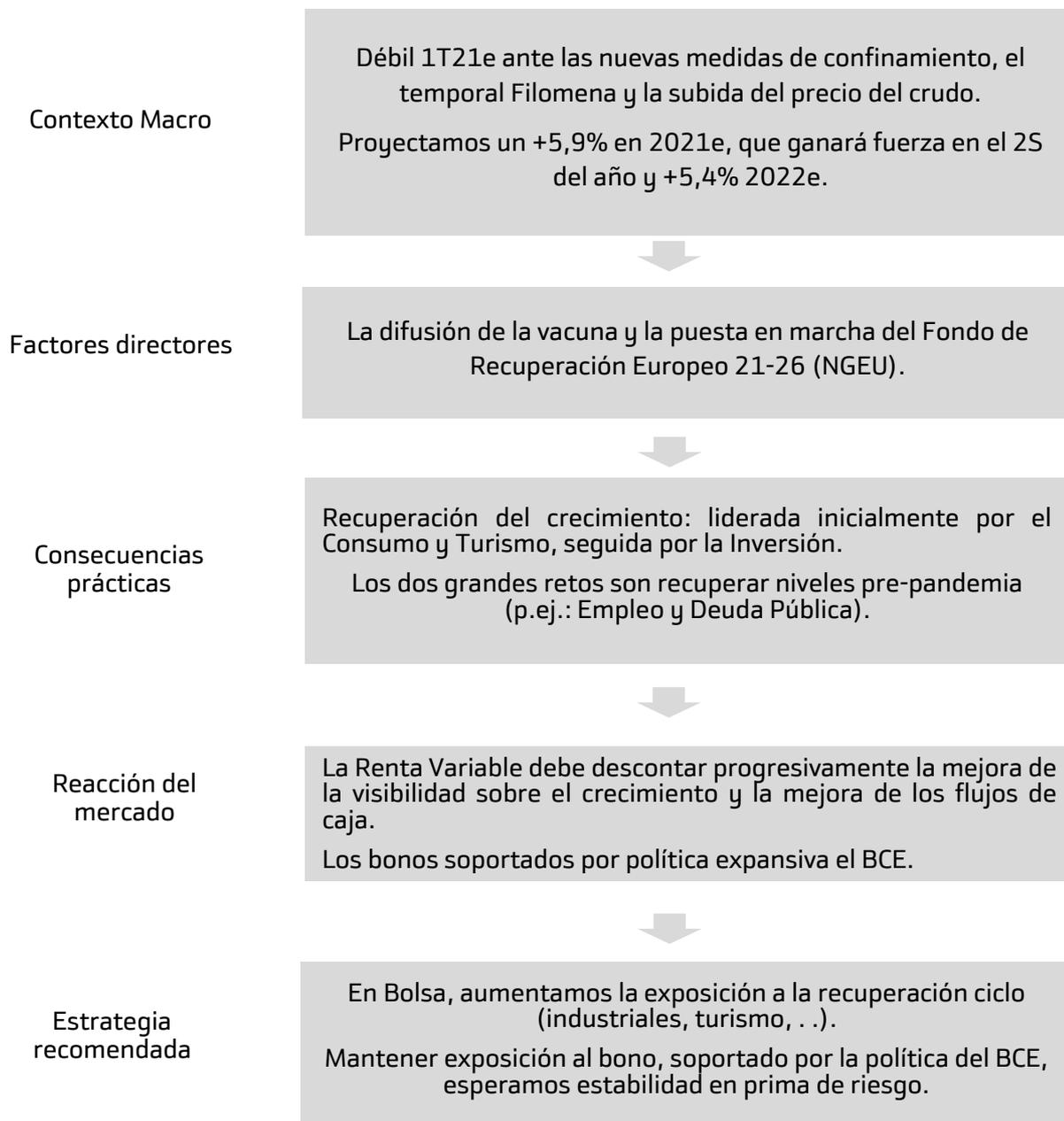
(*) En Anexo I, al final de este informe, se ofrece un desglose completo de estas proyecciones.

En resumen, los dos catalizadores de la recuperación (vacunación y fondos europeos) siguen vigentes, aunque se mantiene la incertidumbre sobre su impacto temporal. El inicio de 2021 ha sido algo más débil de lo esperado, mientras que este 2T21 será clave para la visibilidad en el calendario de vacunación y la presentación/aprobación de los primeros fondos europeos.

Los 2 grandes retos a medida que vayamos dejando atrás la pandemia serán **la creación de empleo** y la contención del **déficit público** que permita una **reducción del stock de deuda**.

Perspectiva sobre España

Escenario Central



Estrategia de Inversión 2T 2021

2.2. Portugal: "Un 4T'20 débil cierra un año de crisis inédita. Revisamos a la baja nuestras estimaciones de crecimiento para el 1T'21 tras el último confinamiento y la ralentización de la vacunación. Pero fuerte repunte en 3T'21."

El aumento del número de contagios en el 4T'20 provocó de nuevo el establecimiento de medidas de restricción de la movilidad que frenó la recuperación de la actividad económica en Portugal. Seguimos confiando en que 2021 será el año de la reactivación económica, aunque a un menor ritmo que el originalmente previsto durante el primer tramo del año por el confinamiento estricto impuesto en el 1T'21, la lenta desescalada prevista y la ralentización del ritmo de vacunación en Europa. Esto afectará principalmente al Consumo Privado y la Demanda Externa, muy dependientes del sector turístico. Sin embargo, la economía portuguesa destacó el año pasado, a pesar de la pandemia, por la fortaleza de sus mercados laboral e inmobiliario, que apenas se vieron afectados por la crisis del Covid-19. Otro punto a tener en cuenta de cara a futuro es la aprobación del Fondo Europeo de Recuperación y el Marco Financiero Plurianual, que permitirá a Portugal recibir 45.000M € durante los próximos 6 años.

Tras un 3T20 marcado por la reapertura de fronteras y el levantamiento parcial de los confinamientos, lo que permitió salvar la temporada turística, en 4T20 la economía portuguesa en términos interanuales se **contrajo un -6,1%**, tal y como estimamos. Fue una caída ligeramente superior al 3T20 (-5,6%), aunque mejora el peor dato histórico en el 2T20 (-16,3%). El **aumento en el ritmo de contagios** provocó que pasara de estar implementado a principios de septiembre el estado de alarma (el menos restrictivo de los cinco que existen en Portugal) a gradualmente agravar dicha medida hasta llegar al **estado de emergencia que aún hoy sigue establecido**. De hecho, se llegó a decretar un **confinamiento general del 70% de la población del país durante todo el mes de noviembre**.

El ligero repunte de la economía portuguesa en el 4T20 (+0,2% t/t) surge como consecuencia de:

- (i) **Mejora de la Inversión (+2,2% t/t y -0,3% a/a comparado con -10,0% 2T20 y -7,2% 3T20)**, impulsado únicamente por el **Cambio en los Inventarios (+0,0% 4T20 vs -1,4% 3T20)** y la **resiliencia de la Construcción**. Este último componente es de vital importancia en Portugal, ya que representa el **50% de la Inversión Empresarial** y no se ha visto afectado por la pandemia. Como refuerza el crecimiento de **+1,0% 1T20, +5,6% 2T20, +5,8% 3T20 y +6,6% 4T20 (a/a)**. La fortaleza del mercado inmobiliario destaca con unos **precios que, lejos de caer, subieron hasta septiembre +6,1% (Viviendas de Segunda Mano) y +7,4% (Viviendas Nuevas)**. Estimamos que tanto los precios como el número de transacciones caerán hasta la segunda mitad del 2021, cuando se revierta la tendencia y vuelva a la senda de crecimiento de los últimos años, aunque de forma gradual. En el cómputo global prevemos un **crecimiento de la Inversión de +3,9%** tanto en **2021** como en **2022**.
- (ii) **Aumento del Gasto Público (+3,1% a/a)** por los estímulos fiscales del gobierno para paliar la crisis. El conjunto de medidas anunciadas (estímulos, créditos y avales) supone casi un 17% del PIB. Con la reactivación de la economía a partir de mayo/junio, los gastos tenderán a reducirse hasta niveles precrisis y los ingresos fiscales volverán a cobrar fuerza una vez que terminen las medidas tomadas por el gobierno para paliar los efectos del cierre de los establecimientos por los confinamientos (suspensión temporal del pago de determinados impuestos, ...). Por ello, tras acabar 2020 con un **déficit fiscal de -7,3%**, hemos revisado levemente a la baja nuestra previsión para **2021 hasta -4,1%** y al alza la de **2022 hasta -1,6%** (frente a -4,5% y -1,5% respectivamente del anterior informe). Estimamos que tendrá un

El aumento de contagios en 4T20 provocó diversos confinamientos y una caída del PIB de -6,1%.

La resiliencia del mercado inmobiliario y el aumento del Gasto Público, principales causas del repunte del PIB en 4T20 (+0,2% t/t).

A partir de 3T21 volverán a cobrar fuerza los ingresos fiscales y los gastos se reducirán provocando que en 2021 se rebaje el déficit fiscal hasta -4,1%.

Estrategia de Inversión 2T 2021

mayor impacto la apertura de fronteras de Portugal a partir de junio para la temporada turística, un ritmo de vacunación más rápido a partir de abril y la vuelta a la normalidad tras el confinamiento de principios de año. En cuanto a la Deuda Pública, Portugal terminó el año con un endeudamiento de 133% sobre el PIB. Mejoramos nuestras estimaciones para 2021 y 2022 hasta 131% y 128% respectivamente (frente a 135% y 132% anterior), igual que el objetivo marcado por el propio Gobierno para 2021 (131%). Rebajamos nuestras estimaciones para estos años al comprobar que, del total de ayudas procedente del Fondo Europeo de Recuperación, el Gobierno tiene previsto utilizar el **total de las subvenciones a fondo perdido (13.900M€)** mientras que ha rebajado sus estimaciones iniciales sobre el uso de los **préstamos de 4.300M€ a 2.700M€** con el fin de controlar el alto endeudamiento de la economía portuguesa. Dichos fondos llegarán en dos tandas: (i) 70% hasta 31 diciembre 2022 (ii) 30% entre 1 enero y 31 diciembre 2023.

Portugal utilizará el 100% de las subvenciones a fondo perdido del Fondo Europeo de Recuperación y un 37% menos del total de préstamos a los que tenía acceso.

Sin embargo, el **Consumo Privado** volvió a caer **-0,5% (t/t)** tras aumentar un +12,7% en el 3T20 debido a las restricciones de movilidad que se implementaron. A raíz de los **confinamientos**, sólo el **consumo de alimentos y bebidas creció (+4,9% a/a)**, mientras que tanto bienes duraderos como no duraderos descendieron -3,4% y -5,1% (a/a) respectivamente. En el conjunto del año el Consumo Privado se contrajo -5,9% (a/a) vs -6,8% estimado, pero en el 2021 esperamos que en el primer trimestre y parte del segundo este componente todavía siga débil por el impacto de la nueva alza de los contagios. Una vez que aumente el ritmo de vacunación y se establezca el número de nuevos contagios a partir de abril/mayo, estimamos que el consumo privado volverá a ganar inercia. En el **conjunto de 2021 estimamos un crecimiento de +4,5% y en 2022 +4,0%**.

El Consumo Privado, principal componente del PIB al representar ~66%, sigue debilitado por los confinamientos recurrentes.

Por otro lado, a pesar de la debilidad de la **Demanda Externa** (Exportaciones -14,1% (a/a) e Importaciones (-8,6% (a/a))), cabe destacar la **recuperación de todos los componentes, aunque con menor intensidad que en 3T20**. Y todo ello, aun con **restricciones de movilidad y la paralización del turismo** (Exportaciones +6,2% (t/t) e Importaciones +6,0% (t/t)). Esto último ha sido la principal fuente de crecimiento de las exportaciones en los últimos años ya que supone un **10/15% del PIB portugués y casi un 10% del total de empleo**. Es por ello que estimamos que pasaremos de un **1T21 con una caída pronunciada** de la Demanda Externa por el confinamiento implementado, a un **2T21 en el que se revertirá la situación, aunque con menor fuerza** de lo inicialmente previsto. Esto se debe a la desescalada que se inició a mediados de marzo tras el confinamiento del 1T y que ha hecho suspender la campaña turística de Semana Santa. Ya a partir del **segundo semestre del año**, con la apertura de fronteras y una gran parte de la población europea vacunada, esperamos un **fuerte repunte del sector turístico que sustentará, junto a la Demanda Interna, la reactivación económica del país**. Por ello, estimamos un fuerte repunte tanto de las **Exportaciones como de las Importaciones en 2021 (+11,0% y +9,0% respectivamente)** como en 2022 (+8,0% y +5,0% respectivamente).

El cierre de fronteras provoca que caiga un 75% las pernoctaciones de extranjeros y un 66% los ingresos derivados del turismo en 2020. Esperamos una recuperación en 3T21 tras un aumento del ritmo de vacunación y la movilidad tanto nacional como europea.

Estrategia de Inversión 2T 2021

Gráfico 2.2.1: Portugal, PIB anual y trimestral



Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

Tras una crisis inédita en 2020, con la economía debilitada -7,6% a/a, **este año** esperamos una recuperación de la economía portuguesa, aunque a un ritmo inferior a lo esperado anteriormente (+4,4% a/a vs +5,5% anterior). En el **primer trimestre de 2021** hemos revisado a la baja nuestras estimaciones (-7,0% a/a vs -3,9% anterior) tras el **confinamiento** impuesto en Portugal desde enero hasta marzo por el aumento de la incidencia del Covid-19 (llegando a ser, puntualmente, el peor país de Europa por número de contagios) y la **ralentización del ritmo de vacunación**.

A su vez, también revisamos las estimaciones para el **segundo** a la baja (+5,0% a/a vs +14,5% anterior), ya que a pesar de que en abril comenzará a suministrarse la vacuna de Johnson & Johnson, que provocará una aceleración en el ritmo de vacunación, el país llevará a cabo una **lenta desescalada** (tras rebajar la incidencia media a 104 casos por cada 100.000 habitantes en los últimos 14 días) que culminará en mayo.

Por último, aumentamos nuestras estimaciones de crecimiento para un **tercer trimestre y cuarto trimestre (+10,0% a/a y +9,5% a/a respectivamente vs +3,8% y +7,8% anterior)** que se verán caracterizados por (i) una **gran parte de la población vacunada** tras un 2T21 en el que aumentará el ritmo de vacunas que hará repuntar la demanda interna y (ii) una **apertura de gran parte de las fronteras** para la temporada turística tras haber mantenido el confinamiento durante la Semana Santa.

En 2022, por el contrario, hemos revisado al alza nuestra estimación hasta **+4,6% a/a desde +3,6% anterior** por entender que la **inercia de crecimiento** de la economía seguirá más allá de la segunda mitad de 2021. El principal motivo es que a principios del año que viene prácticamente la totalidad de la población estará vacunada y se recuperará, a priori, la normalidad. Por ello, hemos modificado nuestras previsiones de crecimiento hasta **+8,5% 1T, +6,5% 2T, +2,0% 3T y +1,4% 4T (a/a) desde +6,6%, +4,0%, +2,1% y +1,6% anterior** respectivamente.

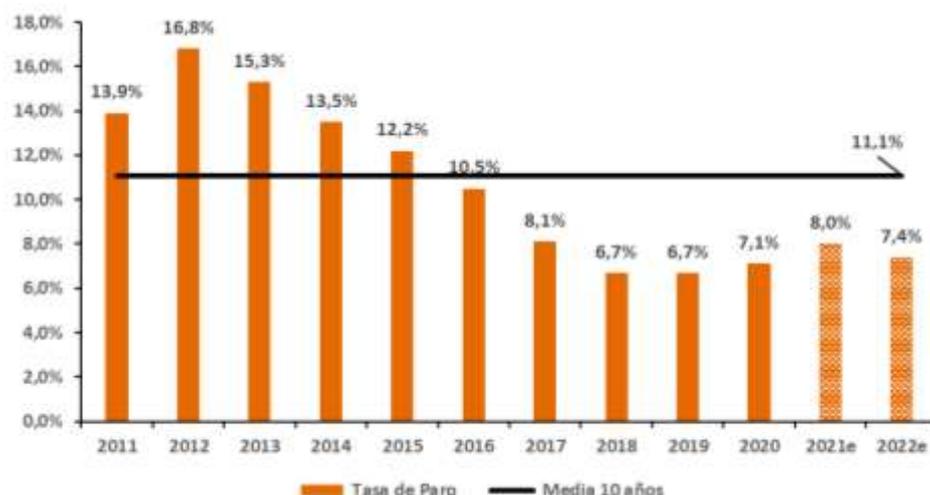
Según nuestra revisión de estimaciones, podemos concluir que la economía portuguesa se recuperará y volverá a **niveles pre-pandemia a finales de 2022**.

Tras -7,6% de caída de PIB en 2020 por el Covid-19, en 2021 estimamos que la recuperación económica se verá postpuesta al 3T21 por el confinamiento estricto impuesto y la lenta desescalada del 1T21 y 2T21, haciendo que rebajemos nuestra previsión anual hasta +4,4% a/a...

...mientras que esperamos un 2022 con mayor crecimiento de la economía de lo inicialmente previsto (+4,6% a/a)

Estrategia de Inversión 2T 2021

Gráfico 2.2.2: Portugal, Tasa de Paro



Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

Por otro lado, a pesar de que la crisis del Covid-19 provocó durante 2020 varios confinamientos y con ello, el cierre de empresas, sobre todo del sector turístico, el **paro se vio sostenido para evitar un shock en el mercado laboral**. Los **lay off (ERTEs)** implementados desde el primer momento han sido claves para mantener la tasa de paro en **7,1% en el 4T20 (vs 6,7% 4T19)**. Esto último, unido a un **cambio de criterio en la clasificación** por categorías por parte del INE, ha provocado que **2020 cierre con una subida moderada del paro (6,8% vs 6,5% 2019)**. Es por eso que, ante la mejora de los datos a cierre de año (se esperaba que terminase el año con una tasa de paro de 8,7% según el Gobierno), hemos realizado unos cambios en las estimaciones. En primer lugar, pensamos que, a pesar de la reactivación de la economía a partir de junio con la apertura de fronteras y el posible avance del ritmo de vacunación, **este año la Tasa de Paro aumentará hasta 8,0% al finalizar los ERTEs** y que haya **parte de la población que no pueda reincorporarse al mercado laboral**. Sin embargo, en **2022** creemos que tenderá a revertirse la situación y la Tasa de Paro se situará en **7,4%**. Es importante destacar que aun con estas cifras, dicha tasa se encuentra en un terreno más favorable que en las últimas crisis, donde alcanzó su máximo histórico en el 1T13 con 17,5%.

Los ERTEs y un cambio de criterio en la clasificación por categorías por parte del INE, claves para evitar un shock en el mercado laboral (6,8% 2020 vs 6,5% 2019)

Tabla 2.2.1: Economía Portuguesa, evolución 2019r/2022e*

Portugal, cifras clave	2019r	2020r	Pesimista	2021e Central	Optimista	Pesimista	2022e Central	Optimista
PIB	2,5%	-7,6%	3,0%	4,4%	7,0%	1,9%	4,6%	5,7%
Consumo Privado	2,6%	-5,9%		4,5%			4,0%	
Consumo Público	0,7%	0,5%		2,3%			1,0%	
Inversión	5,4%	-4,9%		3,9%			3,9%	
Exportaciones	3,9%	-18,7%		11,0%			8,0%	
Importaciones	4,7%	-12,1%		9,0%			5,5%	
Déficit Público / PIB	+0,2%	-7,3%	-6,3%	-4,1%	-3,2%	-2,9%	-1,6%	0,0%
Deuda Pública / PIB	118%	133%	140%	131%	128%	135%	128%	124%
Tasa de Paro	6,7%	7,1%	8,8%	8,0%	7,7%	8,1%	7,4%	6,9%
IPC	0,3%	-0,1%	0,5%	0,9%	1,2%	0,9%	1,2%	1,5%
PIB / PIB 2019	100,0%	92,4%		96,5%			100,9%	

Fuentes: INE, BdP, Bloomberg y estimaciones Bankinter. Elaboración: Análisis Bankinter

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

Estrategia de Inversión 2T 2021

En resumen, los tres principales focos de atención en relación con la reactivación económica del país son (i) un aumento del ritmo de vacunación (ii) la apertura de fronteras y, con ellos, del turismo y (iii) la llegada de los fondos europeos. En nuestra opinión, si se cumplen los planes previstos, a partir de la segunda mitad de 2021 comenzará a coger inercia la reactivación económica de Portugal sustentada por el Consumo Privado, el Turismo y, en menor medida, la Inversión. Ya en 2022, con la práctica totalidad de la población vacunada, se consolidará la recuperación económica y lograría el hito de volver a niveles de PIB pre-pandemia a finales de dicho año.

Perspectiva sobre Portugal

Escenario Central

Contexto Macro

Un 1T21 débil por el confinamiento estricto implementado y un 2T21 con un crecimiento menor por la desescalada.

Estimamos +4,4% en 2021 (cogiendo inercia a partir del 3T21) y +4,6% en 2022.



Factores directores

Los estímulos fiscales y los ERTes sostienen el paro, a la espera de la llegada de las ayudas del Fondo Europeo de Recuperación y una aceleración del ritmo de vacunación que permita la apertura de fronteras a partir del segundo semestre.



Consecuencias prácticas

Recuperación de crecimiento desde 2T21, a menor ritmo. A partir de 3T21, la economía despunta sostenida por el Turismo y la Demanda Interna principalmente y, en menor medida, por la Inversión.

Estrategia de Inversión 2T 2021

3. Ideas de inversión: Asignación de activos

Las tasas de crecimiento global se revisan al alza, lideradas por EE.UU. donde recientemente se ha aprobado un paquete adicional de estímulos fiscales de 1,9 billones \$ (9% del PIB). **Experimentaremos una recuperación sin precedentes.** El ritmo de vacunaciones gana tracción y permitirá una gradual vuelta a la normalidad en el sector servicios. Los bancos centrales siguen aportando calma en un entorno de **mayores rentabilidades de los bonos a largo plazo.** Estas repuntan de la mano de las mejores perspectivas económicas más que por repuntes inflacionistas, que serán temporales. El movimiento de los bonos a largo plazo ha sido más rápido de lo esperado, pero tras un periodo de acomodación, creemos que **seguirán cohabitando con un avance de las bolsas, aunque más pausado.** Nos situamos al comienzo de un ciclo de recuperación vigorosa, con demanda embalsada que irá aflorando a medida que avancen los niveles de inmunidad y con estímulos elevados. Tanto BCE como la Fed vigilarán que las condiciones financieras se mantienen muy favorables.

En este contexto **reiteramos nuestra estrategia pro-bolsas.** (i) **Mantenemos los niveles de exposición a renta variable,** que ya elevamos en noviembre (+15% lineal en todos los perfiles). (ii) **Incluimos valores cíclicos;** movimiento que iniciamos en noviembre con Bancos, Industriales y Energía; y que reforzamos en febrero, con sector servicios (Aerolíneas, Hoteles y Energía). **Sin olvidarnos de los valores de calidad con potencial de crecimiento estructural** en los sectores de Tecnología, Consumo Discrecional/Lujo y Transformación Energética que conforman la base de nuestro posicionamiento en renta variable. (iii) **Desde un punto de vista geográfico, mantenemos la preferencia por EE.UU. y Europa (con R. Unido) así como por mercados emergentes asiáticos.**

El entorno sigue favoreciendo a los activos de riesgo. Los tipos de interés reales se mantienen en territorio negativo, las perspectivas de beneficios mejoran y las valoraciones ajustadas por crecimiento son todavía razonables. **Nuevos estímulos fiscales impulsan una recuperación que avanza al ritmo de las vacunaciones y las expectativas de crecimiento, tanto macroeconómico como de beneficios, se revisan al alza.** Demanda embalsada y elevadas tasas de ahorro privado auguran una fuerte recuperación, especialmente en el sector servicios.

El entorno sigue favoreciendo a los activos de riesgo.

La visibilidad y magnitud de la recuperación económica mejora en el arranque del año:

Mejora la visibilidad y magnitud de la recuperación económica.

1. Aumenta el número de vacunas disponibles en el mercado y **el ritmo de vacunaciones gana tracción,** especialmente en EE.UU., donde se prevé que la totalidad de la población esté vacunada en mayo, y en R. Unido.
2. El resultado electoral **en EE.UU.** con el virtual empate en enero de republicanos y demócratas en el Senado permite a la Administración Biden la **rápida aprobación de un nuevo paquete de medidas de estímulo fiscal** (1,9Bn\$ - 9% del PIB).
3. **Los resultados empresariales se revisan en general al alza.** En EE.UU. los resultados del 4T20 batieron ampliamente expectativas (BPA medio +5,8% vs -8,8% previsto) y las guías para 2021 son positivas (crecimiento BPA 2021e +40%).
4. **El Brexit se consuma con un desenlace previsto** que despeja incertidumbres y evita aranceles o cuotas.

En este contexto **el principal riesgo para las bolsas es el repunte de los tipos de interés a largo plazo.** La rentabilidad del T-Note ha pasado desde 0,92% a comienzos de año hasta 1,70%, el Bund de -0,57% a -0,30% y el bono español a 10 años de 0,04% a 0,35%. A pesar de que el movimiento ha sido más rápido de lo esperado, creemos que la reacción será más moderada que en recuperaciones pasadas por la vigilancia de **los bancos centrales** que impedirán un endurecimiento de las condiciones financieras

El principal riesgo para las bolsas es el repunte de los tipos de interés a largo plazo.

Estrategia de Inversión 2T 2021

que ponga en riesgo la recuperación. Además, las rentabilidades de los bonos repuntan de la mano de las mejores perspectivas económicas, más que a expectativas de inflación, lo que se traducirá en **mayores beneficios empresariales**.

En este entorno, el **S&P500 avanza +4,2% en el año** y alcanza máximos históricos; el **EuroStoxx 50 +8,0%** superando el nivel pre-pandemia y el **Ibex 35 +5,2%**.

Mantenemos los niveles de exposición a Renta Variable

La favorable resolución de las principales incertidumbres a finales de 2020 y las mejores perspectivas de cara a 2021, nos llevaron elevar la exposición a renta variable en +15% lineal a todos los perfiles en noviembre. **Con niveles de exposición ya elevados en cada perfil de riesgo, mantenemos los pesos sin cambios.**

Mantenemos los niveles de exposición a renta variable, ya elevados.

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

Defensivo 25%	Conservador 35%	Moderado 50%	Dinámico 65%	Agresivo 80%
------------------	--------------------	-----------------	-----------------	-----------------

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.

Reforzamos el sesgo cíclico de la estrategia de inversión.

La mayor visibilidad de la recuperación favorece la rotación hacia sectores más cíclicos y penalizados por el virus. Por ello, en noviembre 2020 ya introdujimos exposición a sectores como Industriales, Bancos, Seguros, Aerolíneas, Hoteles y Energía. Y volvimos a **augmentar el sesgo cíclico de la estrategia** en febrero con la incorporación de valores del **Sector Servicios, especialmente ligados a turismo, y Financieros**, y reduciendo exposición a sectores más defensivos.

De manera estructural, **mantenemos nuestra recomendación de Compra sobre sectores como Tecnología, Energías Renovables, Consumo Discrecional/Lujo**. La pandemia ha acelerado corrientes estructurales preexistentes como el mayor foco en la sostenibilidad, la digitalización y el crecimiento del comercio electrónico que seguirán alimentando el potencial de crecimiento estructural de estos sectores.

Aunque todavía con grandes retos, el sector financiero afronta un **entorno más favorable de recuperación, morosidad, tipos, dividendos y consolidación**. Nuestra estrategia de inversión se centra en aquellas entidades con **ratios de solvencia CET1 superiores a la media** (exceso de capital) que permiten implementar una política de dividendos atractiva (>4,0%) y sostenible en el tiempo, con modelos de negocio ligados a la evolución de los mercados (*Trading, M&A, Salidas a Bolsa...*) y con un binomio rentabilidad/riesgo atractivo.

El **sector Tecnológico** (Nasdaq 100 -0,2% YTD) frena su ascenso en un entorno de mayores tasas de descuento (mayores rentabilidades de los bonos a largo plazo). Aunque esperamos un avance más pausado y selectivo en los próximos meses, **seguimos positivos con una perspectiva de medio y largo plazo**. Los crecimientos de beneficios siguen siendo superiores y más sostenibles que en otros sectores y sus multiplicadores, ajustados por crecimiento, no son excesivos.

Aumentamos el sesgo cíclico de la estrategia de inversión... aunque sin olvidar los sectores de calidad con potencial de crecimiento estructural

Estrategia de Inversión 2T 2021

TABLA 3.2: Resumen de recomendaciones por sectores. -

	SECTOR	COMPAÑÍAS	FONDOS
Cíclicos	AEROLINEAS	IAG, Ryanair	Ningún fondo se adecúa al sector.
	BANCOS	ING, Intesa, BNP, Deutsche Bank, Credit Suisse, BBVA, Morgan Stanley, Citibank, JP Morgan	FIDELITY GLOBAL FINANCIAL SERVICES, BGF WORLD FINANCIALS
	HOTELES	Marriot, Intercontinental Hotels, Accor, Meliá	INVESCO GLOBAL CONSUMER TENDS. Consumo con 20% de turismo.
	INDUSTRIALES	Acerinox, CAF, ArcelorMittal, Ence	Ningún fondo se adecúa al sector.
	LOGÍSTICA	Maersk, Deutsche Post	Ningún fondo se adecúa al sector.
	PETRÓLEO	Repsol	Ningún fondo se adecúa al sector.
	SEGUROS	AXA, ALLIANZ, Catalana Occ., Mapfre	FIDELITY GLOBAL FINANCIAL SERVICES, BGF WORLD FINANCIALS
	AUTOS	CIE Automotive, Gestamp, Daimler, BMW, Tesla	RobecoSam Smart Mobility, BNY Mellon Mobility. Invierten en la temática CASE (conectividad, autonomía, movilidad compartida y electrificación)
	INFRAESTRUCTURAS DE TRANSPORTE	AENA, VINCI, UNION PACIFIC	LM CLEARBRIDGE INFRASTRUCTURE VALUE FUND
Crecimiento estructural	TECNOLOGÍA	Salesforce, Intuitive Surgical, Amazon, Apple, Activision, Zynga	FRANKLIN TECHNOLOGY, BGF WORLD TECHNOLOGY
	SEMICONDUCTORES	Nvidia, ASML, TSMC, Micron Technologies, ON Semicond.	FIDELITY GLOBAL TECHNOLOGY, ROBECOSAM SMART MOBILITY
	RENOVABLES	Acciona, ENEL, Iberdrola, RWE	ROBECOSAM SMART ENERGY, BGF SUSTAINABLE ENERGY
	CONSUMO / LUJO	Inditex, Adidas, L'Oreal, LVMH, Kering, Hermés, H&M, PVH, VF Corp, Nike	ROBECO GLOBAL CONSUMER TRENDS, GAM LUXURY BRANDS

Estrategia de Inversión 2T 2021

Mantenemos la preferencia por EE.UU. y Europa (con R. Unido) y Asia.

Por geografías, **mantenemos nuestra preferencia por EE.UU. y Europa, con potenciales próximos al +15%**. En EE.UU. los nuevos estímulos fiscales - 1,9TBn\$, equivalentes al 9% del PIB -, impulsarán un fuerte crecimiento económico y de beneficios empresariales. Con un sesgo más cíclico en la composición de sus índices vemos potencial de expansión de múltiplos en **Europa, incluyendo Reino Unido**. La desaparición de la incertidumbre del Brexit y la exposición al ciclo de las compañías británicas por su alto componente exportador deberían favorecer una reducción de la prima de riesgo del mercado británico.

Mantenemos la preferencia por EE.UU., Europa (con R. Unido) y EM asiáticos, incluida China.

Seguimos positivos en Japón, con un potencial estimado para el Nikkei 225 de +9%. Una depreciación del yen en un entorno de menor percepción de riesgo alentarán el carácter netamente exportador de la economía japonesa; y el BoJ mantiene las compras de ETFs de manera indefinida. **También favorecemos otros mercados asiáticos, incluida China**. Una buena gestión del virus resultará en crecimientos económicos superiores y menores daños perdurables, y la región se beneficiará de una relación comercial más predecible con EE.UU. El sesgo tecnológico de estas economías favorece su potencial de crecimiento estructural.

TABLA 3.3: Ratios PER y PEG 2022e de las principales bolsas.

	Geografía	PEG 2022E ⁽¹⁾	PER 2022E	TAMI 19-22E ⁽²⁾
S&P500	EE.UU.	2,1	19,6	9,5%
Nasdaq100	EE.UU.	1,5	24,7	17,0%
SOX (semiconductores)	EE.UU.	0,6	19,8	30,6%
Dow Jones	EE.UU.	2,4	18,5	7,7%
EuroStoxx50	UEM	1,9	16,1	8,6%
Ibex 35 ^(*)	España	n.a.	14,0	-3,9%
NIKKEI	Japón	2,8	21,2	7,4%
CSI300	China	1,2	13,0	11,0%
NIFTY50	India	1,5	21,0	13,6%

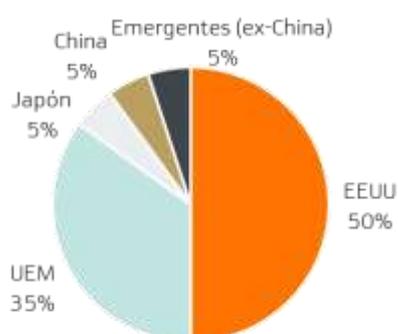
⁽¹⁾ PEG= PER ajustado por crecimiento de BPAs entre 2019 y 2022E.

⁽²⁾ TAMI= Tasa Anual Media de Incremento del BPA medio de cada índice. Tomamos 2019 como base.

^(*) BPA 2019 Ibex ajustado por extraordinarios.

Fuente: Análisis Bankinter

GRÁFICO 3.5: Exposición geográfica recomendada (Perfil Moderado)



Fuente: Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 2T 2021

VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

La evolución de las bolsas es positiva en el primer trimestre de 2021. El S&P 500 bate nuevos máximos históricos tras revalorizarse +4% en lo que va de año. ¡A pesar de repuntar la TIR del T-Note!. En Europa y Japón, donde los bonos se encuentran muy soportado por los bancos centrales, la revalorización ha sido del +8/9% YTD. Esto viene explicado por dos motivos: (i) los riesgos se reducen tanto por el lado del virus como en el frente geopolítico; y (ii) los resultados empresariales se verán beneficiados por fuerte recuperación del ciclo post CV19 y nuevos estímulos fiscales. **Revisamos al alza nuestras valoraciones de bolsas para 2021 entre +7% y +14%**. Mantenemos la preferencia por S&P 500 y EuroStoxx-50, con potencial estimado para diciembre de 2021 de en torno al +15%. Mantenemos también recomendación de Comprar sobre el Nikkei, aunque con un potencial de revalorización más moderado (+9%).

Mantenemos la preferencia por S&P 500 y Eurostoxx 50.

En España, **mantenemos recomendación Neutral sobre el Ibex 35**, con un potencial de revalorización del +6,1%, todavía lastrado por unos resultados empresariales que tardarán más en recuperar. El BPA estimado para 2022 es todavía un -11% inferior al de 2019 (previo al virus).

TABLA 3.4: Resumen de valoraciones de bolsas (objetivos a Dic.2021)

Valoración Escenario Central		
	Valoración	Rentabilidad por dividendo
IBEX-35	9.007	3,5%
Potencial	6,1%	
EUROSTOXX-50	4.428	2,8%
Potencial	15,4%	
S&P 500	4.504	1,5%
Potencial	15,1%	
NIKKEI	32.533	1,4%
Potencial	9,2%	

Notas: cierre 19 de marzo de 2020

Fuente: Análisis Bankinter, Reuters y Bloomberg

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

- **BPAs:** Tomamos como referencia la estimación del consenso promedio para 2021E y 2022E, como aproximación a los primeros 12 meses de resultados empresariales post-COVID. La primera mitad de 2021 todavía se ve afectada por el virus y estimamos que se alcance cierta normalidad en el segundo semestre. La **revisión de estimaciones es positiva en todas las geografías** durante el último trimestre. Destaca positivamente Europa, que ve revisadas al alza sus estimaciones de BPA 2021e por primera vez desde que comenzara el virus (+4%). Las del Nikkei también se incrementan también +4%. Con respecto al S&P500, aunque las estimaciones de BPA apenas varían +0,6% en el trimestre, consideramos que no incluyen el nuevo paquete de estímulos fiscales en EE.UU., que representa cerca del 9% del PIB. Por ello, asumimos en nuestro escenario central que los resultados empresariales del S&P500 superarán en +5% las estimaciones actuales de consenso.

Tomamos como referencia el promedio de estimaciones de BPA 2021-2022.

Estrategia de Inversión 2T 2021

- **Las tasas de descuento** se reducen ligeramente en los últimos tres meses para todos los índices, gracias sobre todo a **menores primas de riesgo**, que reflejan menores incertidumbres tanto por el lado del virus como en el frente geopolítico. Esto se compensa parcialmente por el **incremento de rentabilidades de los bonos**, sobre todo en EE.UU. En consecuencia, las tasas de descuento se sitúan en 6,34% para el Ibex-35 (-26 p.b.), 5,21% para el EuroStoxx-50 (-39 p.b.), 5,03% para el S&P 500 (-8 p.b.), y 4,34% para el Nikkei (-61 p.b.).

Mantenemos nuestros tres escenarios para cada valoración: **el central, el favorable y el desfavorable**. Por primera vez tras la llegada del virus, asumimos que amenazas y oportunidades son simétricas, frente a los mayores riesgos existentes anteriormente. Las principales diferencias entre ellos son:

Mantenemos tres escenarios: Central, Favorable y Desfavorable

1. **Rangos de BPA.** En Europa y Japón no aplicamos ningún ajuste sobre el BPA de consenso en el escenario central, +5% en el favorable y -5% en el escenario desfavorable (vs -10% anterior). En esta ocasión, al S&P500 le aplicamos +5% en el escenario central, +10% en el favorable y sin ajustes en el desfavorable. Esto se debe a 2 motivos: (i) El índice bate de forma sistemática las estimaciones del consenso; (ii) Consideramos que las estimaciones de BPA no incluyen todavía el nuevo plan de estímulos fiscales de 1,9Bn\$, que representa en torno al 9% del PIB de EE.UU.
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, Eurostoxx-50 y el S&P 500 y en -15 p.b./+15 p.b. en el Nikkei.

Previsiones por índices 2021E:

Ibex35: La valoración del Ibex 35 es el resultado de combinar el método *Top Down* de PER objetivo y el *Bottom Up* basado en los precios objetivos estimados por Análisis y Mercados Bankinter. El consenso estima un BPA promedio para 2021E-2022E -22% respecto al de 2019, excluyendo extraordinarios. Si bien, las estimaciones se revisan a alza por primera vez desde la llegada del virus, +4% el BPA 2021 en los últimos 3 meses. Reducimos la tasa de descuento a 6,34% (-26 p.b.) por menor Prima de riesgo (5,99%; -54 p.b. vs anterior) y a pesar de la mayor rentabilidad del Bono (0,35%; +28 p.b.). En consecuencia, nuestro escenario central es una estimación de **9.007 puntos** (anterior 8.348, +7,9%) **para diciembre de 2021**, un **potencial de +6,1%**. Como referencia, esto supondría un PER implícito de 17,0x respecto al BPA promedio estimado para 2021-2022. **Mantenemos una recomendación Neutral respecto al Ibex-35.**

IBEX35: 9.007 puntos, en el escenario central

Potencial +6,1% para dic-21. Recomendación: Neutral

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntan a **9.659 puntos y 8.389 puntos** respectivamente, lo que supondría un potencial de +13,7% y -1,2% respectivamente.

Estrategia de Inversión 2T 2021

TABLA 3.5: Análisis de sensibilidad Ibox 35

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		0,85%	0,60%	0,35%	0,10%	-0,15%
BPA vs Consenso	-10%	7.802	7.948	8.107	8.280	8.469
	-5%	8.235	8.389	8.557	8.740	8.939
	0%	8.669	8.831	9.007	9.200	9.410
	5%	9.102	9.273	9.458	9.659	9.880
	10%	9.535	9.714	9.908	10.119	10.351

Fuente: Análisis Bankinter

EuroStoxx-50: Estimamos un precio objetivo de **4.428 puntos a diciembre de 2021 (anterior 3.960; +11,8%)**, que implica un potencial de revalorización de **+15,4%**. El consenso estima un retroceso en los BPAs promedio 2021E-2022E vs. 2019 excluyendo extraordinarios de -4,7%. Si bien, las estimaciones se revisan a alza por primera vez desde la llegada del virus, +3,9% el BPA 2021 en los últimos 3 meses. La tasa de descuento se reduce a 5,21% (-39 p.b.) por el efecto de una menor Prima de Riesgo (5,31%, -66 p.b.), que se ve parcialmente compensado por la mayor rentabilidad del bono de referencia -0,10% (+27 p.b.). Nuestra estimación supone un PER 2021/22E de 19,9x. **Mantenemos invariada nuestra recomendación de Comprar.**

EuroStoxx50: Valoración 4.428 puntos, escenario central

Potencial +15,4% a dic-21. Recomendación: Comprar

En los **escenarios favorable y desfavorable** nuestra valoración es **4.910 puntos y 3.995 puntos** respectivamente (potencial del +28,0% y +4,1% desde los niveles actuales).

TABLA 3.6: Análisis de sensibilidad EuroStoxx-50

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		0,40%	0,15%	-0,10%	-0,35%	-0,60%
BPA vs Consenso	-10%	3.603	3.785	3.986	4.209	4.459
	-5%	3.804	3.995	4.207	4.443	4.706
	0%	4.004	4.205	4.428	4.676	4.954
	5%	4.204	4.416	4.650	4.910	5.202
	10%	4.404	4.626	4.871	5.144	5.449

Fuente: Análisis Bankinter

S&P 500: Nuestro Precio Objetivo es **4.504 puntos para diciembre de 2021 (anterior 4.186; +7,6%)**, un potencial de revalorización de **+15,1%**. Esto viene explicado en gran medida por los resultados empresariales. El promedio del BPA 2021E-2022E supera en un +22,4% el de 2019 (previo al virus). Las estimaciones de resultados empresariales apenas varían en los últimos 3 meses. Si bien, consideramos que todavía no recogen el impacto del nuevo paquete de estímulos fiscales en EE.UU., que representa un 9% del PIB. Por ello, en esta ocasión, asumimos en nuestro

S&P500: Valoración 4.504 puntos, en el escenario central.

Potencial +15,1% dic-21. Recomendación: Comprar.

Estrategia de Inversión 2T 2021

escenario central que los resultados empresariales del S&P500 superarán en +5% las estimaciones actuales. La tasa de descuento que aplicamos se mantiene casi sin cambios significativos en el 5,03% (-8 p.b.). La menor prima de riesgo (3,33%; -88p.b.) se ve compensada por el incremento de rentabilidad del T-Note hasta 1,70% (+80p.b.). Nuestra valoración implica un **PER de 23,1x** sobre el BPA promedio 2021/2022. **Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.**

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **5.031 puntos y 4.039 puntos**, lo que supone un potencial respecto a los niveles actuales de +28,6% y +3,2%.

TABLA 3.7: Análisis de sensibilidad S&P 500

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		2,20%	1,95%	1,70%	1,45%	1,20%
BPA vs Consenso	-5%	3.625	3.837	4.075	4.345	4.653
	0%	3.816	4.039	4.290	4.574	4.898
	5%	4.006	4.241	4.504	4.802	5.143
	10%	4.197	4.443	4.718	5.031	5.388
	15%	4.388	4.645	4.933	5.260	5.632

Fuente: Análisis Bankinter

NIKKEI: Estimamos un precio objetivo de **32.533 puntos a diciembre de 2021 (anterior 28.544; +14,0%)**, que implica un **potencial de revalorización de +9,2%**. El consenso estima que el promedio del BPA 2021E-2022E aumentará +21,1% vs 2019 impulsado por elevados estímulos fiscales, que superan el 40% del PIB, y estímulos monetarios "casi infinitos". La tasa de descuento se reduce a 4,34% (-61 p.b.), más que en otras geografías por el menor incremento de rentabilidad del bono soberano, debido al soporte férreo del BoJ. Nuestra valoración implica un **PER de 23,7x** con respecto al BPA promedio 2021/2022. **Mantenemos recomendación de Comprar.**

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntan a **35.461 puntos y 29.813 puntos** respectivamente, que supondrían **+19,0% y +0,1%** desde los niveles actuales.

TABLA 3.8: Análisis de sensibilidad Nikkei 225

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		0,41%	0,26%	0,107%	-0,04%	-0,19%
BPA vs Consenso	-10%	27.278	28.243	29.280	30.395	31.598
	-5%	28.794	29.813	30.906	32.084	33.354
	0%	30.309	31.382	32.533	33.772	35.109
	5%	31.824	32.951	34.160	35.461	36.865
	10%	33.340	34.520	35.786	37.149	38.620

Fuente: Análisis Bankinter

*Nikkei: escenario central
32.533 puntos*

Potencial +9,2% dic-21.

*Recomendación: **Comprar.***

Estrategia de Inversión 2T 2021

TABLA 3.9: Tabla detallada de nuestras valoraciones para bolsas de cara a diciembre 2021.

IBEX-35		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	0,10%	0,35%	0,60%	
2.- Inc. BPA (Promedio 21/22e vs. 19*):	-18,6%	-22,4%	-26,3%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	9.659	9.007	8.389	
Precio Objetivo Anterior (2)		8.348		
Cotización 19/03/2020		8.493		
Potencial (%)	13,7%	6,1%	-1,2%	
PER Implícito (4)	17,4x	17,0x	16,7x	
EUROSTOXX-50		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A (3)	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0,35%	-0,10%	0,15%	
2.- Inc. BPA (Promedio 21/22e vs. 19*):	0,1%	-4,7%	-9,4%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	4.910	4.428	3.995	
Precio Objetivo Anterior (2)		3.960		
Cotización 19/03/2020		3.837		
Potencial (%)	28,0%	15,4%	4,1%	
PER Implícito (4)	21,1x	19,9x	18,9x	
S&P 500		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	1,45%	1,70%	1,95%	
2.- Inc. BPA (Promedio 21/22e vs. 19):	34,7%	22,4%	22,4%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	5.031	4.504	4.039	
Precio Objetivo Anterior (2)		4.186		
Cotización 19/03/2020		3.913		
Potencial (%)	28,6%	15,1%	3,2%	
PER Implícito (4)	24,6x	23,1x	21,7x	
NIKKEI		Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Favorable	Central	Desfavorable	
	-0,04%	0,11%	0,26%	
2.- Inc. BPA (Promedio 21/22e vs. 19):	27,2%	21,1%	15,1%	
		Estimaciones según escenarios		
Precio Objetivo (1)	Favorable	Central	Desfavorable	
	35.461	32.533	29.813	
Precio Objetivo Anterior (2)		28.544		
Cotización 19/03/2020		29.792		
Potencial (%)	19,0%	9,2%	0,1%	
PER Implícito (4)	24,6x	23,7x	22,9x	

Notas:

* BpA 2019 de Ibex y EuroStoxx ajustado por extraordinarios

(1) Cálculos con cierre 19 de marzo de 2021. Precio objetivo a dic-2021. Calculado según método PER Objetivo.

(2) Cálculos a 8 de diciembre de 2020.

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

(4) Per Implícito respecto al promedio de BPAs de 2021 y 2022 estimado actualmente por consenso de mercado

Estrategia de Inversión 2T 2021

TABLA 3.10: Variaciones de beneficios empresariales y PER entre 2012r/2022e

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r ⁽³⁾	2020r ⁽³⁾	2021e	2022e
IBEX-35											
Var. BPA	-46,2%	58,5%	-8,9%	-12,9%	12,4%	27,3%	2,3%	-1,9%	-98,5%	n/r	34,2%
PER (x)	20,1x	14,5x	19,1x	22,4x	16,3x	15,1x	13,8x	13,4x	n/r	18,8x	14,0x
EUROSTOXX-50											
Var. BPA	-6,4%	-9,2%	13,0%	-8,7%	14,1%	28,3%	-9,4%	15,8%	-46,9%	66,6%	15,4%
PER (x)	14,9x	19,0x	18,9x	22,7x	17,4x	15,7x	16,8x	14,8x	26,5x	18,6x	16,1x
S&P 500											
Var. BPA	3,8%	6,0%	4,8%	-3,4%	0,4%	12,9%	22,5%	0,9%	-19,0%	40,4%	15,2%
PER (x)	13,6x	15,3x	17,2x	19,0x	19,2x	19,9x	18,2x	19,2x	26,1x	22,6x	19,6x
NIKKEI											
Var. BPA	30,6%	47,4%	19,7%	2,1%	-5,2%	60,5%	-0,6%	-16,5%	-22,7%	53,0%	4,9%
PER (x)	18,3x	18,5x	17,6x	21,4x	19,9x	14,8x	16,4x	19,1x	25,9x	22,2x	21,2x

Notas:

(1) Variación a/a de los BPAs realizada en 2012/2022

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

(3) BPA Ibex y EuroStoxx ajustado por extraordinarios

TABLA 3.11: Detalle de los beneficios estimados (consenso) y sus variaciones recientes

Ibex -35	BPA estimado	Var. (%)	Var. % anterior (1)	EuroStoxx-50	BPA estimado	Var. (%)	Var. % anterior (1)
BPA'22e	607 €	34,2%	4,1%	BPA'22e	238 €	15,4%	2,6%
BPA'21e	453 €	n/r	4,1%	BPA'21e	206 €	66,6%	3,9%
BPA'20r ⁽²⁾	10 €	-98,5%		BPA'20r ⁽²⁾	124 €	-46,9%	
BPA'19r ⁽²⁾	683 €	-1,9%		BPA'19r ⁽²⁾	233 €	15,8%	
BPA'18r	697 €	2,3%		BPA'18r	201 €	-9,4%	
BPA'17r	681 €	27,3%		BPA'17r	222 €	28,3%	
BPA'16r	535 €	12,4%		BPA'16r	173 €	14,1%	
BPA'15r	476 €	-12,9%		BPA'15r	152 €	-8,7%	
BPA'14r	546 €	-8,9%		BPA'14r	166 €	13,0%	
BPA'13r	600 €	58,5%		BPA'13r	147 €	-9,2%	
BPA'12r	378 €	-46,2%		BPA'12r	162 €	-6,4%	
BPA'11r	703 €	-46,2%		BPA'11r	173 €	-29,8%	
BPA'10r	1.305 €	23,5%		BPA'10r	246 €	26,6%	
BPA'09r	1.057 €	-6,8%		BPA'09r	194 €	31,0%	
BPA'08r	1.134 €	-13,1%		BPA'08r	148 €	-57,1%	
BPA'07r	1.304 €	n/d		BPA'07r	346 €	n/d	

S&P 500	BPA estimado	Var. (%)	Var. % anterior (1)	NIKKEI-225	BPA estimado	Var. (%)	Var. % anterior (1)
BPA'22e	199 \$	15,2%	0,2%	BPA'22e	1.406 JPY	4,9%	-5,4%
BPA'21e	173 \$	40,4%	0,6%	BPA'21e	1.340 JPY	53,0%	4,3%
BPA'20r	123 \$	-19,0%		BPA'20r	876 JPY	-22,7%	
BPA'19r	152 \$	0,9%		BPA'19r	1.134 JPY	-16,5%	
BPA'18r	151 \$	22,5%		BPA'18r	1.357 JPY	-0,6%	
BPA'17r	123 \$	12,9%		BPA'17r	1.365 JPY	60,5%	
BPA'16r	109 \$	0,4%		BPA'16r	851 JPY	-5,2%	
BPA'15r	109 \$	-3,4%		BPA'15r	897 JPY	2,1%	
BPA'14r	112 \$	4,8%		BPA'14r	879 JPY	19,7%	
BPA'13r	107 \$	6,0%		BPA'13r	734 JPY	47,4%	
BPA'12r	101 \$	3,8%		BPA'12r	498 JPY	30,6%	
BPA'11r	97 \$	17,1%		BPA'11r	381 JPY	-30,7%	
BPA'10r	83 \$	37,6%		BPA'10r	550 JPY	-991,0%	
BPA'09r	60 \$	9,2%		BPA'09r	-62 JPY	-118,4%	
BPA'08r	55 \$	-34,6%		BPA'08r	336 JPY	-61,3%	
BPA'07r	85 \$	n/d		BPA'07r	869 JPY	n/d	

Notas:

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

(2) BPA de Ibex y Eurostoxx ajustado por extraordinarios

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg

Datos a 19/03/2020

Estrategia de Inversión 2T 2021

4. Estrategia en Bonos: Seguimos centrados en bonos corporativos

La recuperación macro y la política de los bancos centrales (tipos bajos) juegan a favor de los **bonos corporativos** que continúan siendo nuestro activo favorito en renta fija. El margen de subida en precio es limitado, pero los fundamentales son sólidos: (1) la gestión del balance de las principales empresas es **pro-solvencia**, (2) la recuperación facilita el cambio a mejor en las **métricas de riesgo**, (3) la TIR es atractiva en términos relativos (vs bonos soberanos), (4) las **perspectivas de resultados** son buenas, (5) las **tasas de impago/Default** se sitúan en niveles históricamente bajos a pesar del CV19 y (6) apreciamos un cambio a mejor en la **calificación crediticia** de las empresas.

Las principales oportunidades de inversión que identificamos son: (1) **Financieras**, sobre todo Bancos, (2) **MBS/ABS** (Titulizaciones) especialmente en EE.UU. y (3) **China** para inversores con perfil dinámico

Visión de Mercado.- Identificamos 3 factores que conllevan un **repunte adicional en la rentabilidad/TIR de los bonos soberanos**.

(1) el **crecimiento** estimado para la economía global - 5,6% en 2021 según la OCDE - supera el crecimiento tendencial (~3,0%/4,0%) y el ritmo pre-CV19. El despliegue de las vacunas, la vuelta a la normalidad del sector servicios y los estímulos fiscales, anticipan un repunte fuerte de la actividad y más **Inflación**. El repunte del IPC parece transitorio, pero impacta negativamente en el precio de los bonos, sobre todo en los **tramos largos** de la curva. Por eso reiteramos nuestra recomendación de **no tomar riesgo de duración**.

El repunte de la Inflación es transitorio, pero impacta negativamente en el precio de los bonos. Reiteramos nuestra recomendación de no tomar riesgo de duración en soberanos.

¿Hay que tener miedo a la Inflación? No demasiado. El repunte esperado responde a la reactivación económica y a factores técnicos (efecto base y precios de la energía). No se aprecian presiones salariales y queda un largo camino para recuperar el Empleo perdido por el CV19. Lo más importante es que las **perspectivas de Inflación a largo plazo** - indicador de referencia para los bancos centrales - se mantienen en niveles razonables (~2,3% en EEUU y ~1,4% en la UEM),

Los factores técnicos (más oferta y menos demanda) conllevan un repunte adicional en la TIR de los bonos soberanos.

(2) el **Déficit Fiscal** alcanza máximos históricos (~15,6%/PIB en el G-10) y conlleva un aumento del volumen de deuda (más oferta) y una mayor rentabilidad/TIR exigida por los inversores (prima de riesgo). Como referencia, el volumen de nueva deuda estimada para 2021 en EE.UU., alcanza ~4,0 Tr\$ (vs 3,6 Tr\$ en 2020 vs 2,9 Tr\$ en 2019),

(3) el **flujo de dinero** hacia los bonos (demanda) pierde intensidad porque los bancos centrales mantienen sin cambios los programas de compras (balance estable) parte y es normal que del ahorro acumulado durante la pandemia se dirija hacia el Consumo y la inversión en activos con más rentabilidad (búsqueda de *yield*).

Estrategia.- La recuperación macro y la política de los bancos centrales (tipos bajos) juegan a favor del **crédito/bonos corporativos** que continúa siendo nuestro activo favorito en renta fija.

La recuperación macro y la política de los bancos centrales juegan a favor del crédito porque las métricas de riesgo mejoran y las tasas de Default se sitúan en niveles históricamente bajos.

El margen de subida en precio (compresión de diferenciales) es limitado, pero los fundamentales son sólidos: (1) la gestión del balance realizado por las principales empresas es **pro-solvencia** (colchón de liquidez, ajuste en gastos operativos y optimización del coste de financiación), (2) la recuperación macro facilita el cambio a mejor en las **métricas de riesgo** (gener *cash flow* y cobertura de intereses), (3) la TIR es atractiva en términos relativos (vs bonos soberanos) en un entorno marcado por el exceso de liquidez, (4) las **perspectivas de resultados** para 2021/2022 son buenas y salvo excepciones, las cifras del 4T20 batieron ampliamente las

Estrategia de Inversión 2T 2021

expectativas, (5) las políticas de estímulo fiscal y monetario permiten que las **tasas de impago/Default** se sitúen en niveles históricamente bajos a pesar del CV19. Como referencia, el índice *Bloomberg* que mide el número de quiebras en EEUU desciende desde septiembre 2020 y se aleja de niveles de estrés (~150 puntos en marzo vs 772 en 2009) y (6) apreciamos un cambio a mejor en la **calificación crediticia** de las empresas por parte de las agencias de rating – más subidas de *rating* que bajadas –.

Oportunidades de Inversión:

(1) Financieras (Bancos & Aseguradoras) pero sobre todo Bancos:

(i) El saneamiento de balances realizado por la banca en la última década y unas ratios de **capital** holgadas permiten capear el impacto del CV19. A pesar del esfuerzo en provisiones realizado en 2020, los Fondos Propios del conjunto del sector crecen y el **guidance** de las principales entidades sobre la evolución del coste del riesgo es positivo (normalización de provisiones en 2021/2022), (ii) el repunte en la **rentabilidad/TIR** de los bonos soberanos conlleva un cambio de perspectiva a mejor sobre la evolución de los ingresos típicos y los beneficios, (iii) el binomio rentabilidad/riesgo es atractivo y vemos margen de recorrido en la compresión de diferenciales (subidas de precio),

(2) MBS/ABS (Titulizaciones) sobre todo en EE.UU.:

La TIR es atractiva en relación con los bonos soberanos y el riesgo es limitado – tasa de *default* reducida, baja volatilidad y garantía/colateral – en un entorno de recuperación macro (desempleo a la baja),

(3) China para inversores con perfil dinámico:

(i) Los fundamentales de China (PIB, IPC, Empleo...) son sólidos y el Déficit Fiscal es inferior al registrado por las economías del G-10, (ii) La política del Banco Central (PBOC) es conservadora, la rentabilidad/TIR es atractiva (TIR a 10A: 3,2% vs 1,7% en EE.UU. vs -0,30% en Alemania) y gana representatividad/ponderación en los índices de bonos de referencia.

La banca afronta el CV19 en buenas condiciones de liquidez y solvencia y el binomio rentabilidad/riesgo es atractivo

Los MBS/ABS ofrecen una TIR superior a los bonos soberanos con un riesgo limitado

China disfruta de unos fundamentales sólidos y una mayor representatividad en los índices de referencia

Estrategia de Inversión 2T 2021

5.- Temática Trimestral

Inversión Sostenible y Regulación.

La Inversión Sostenible ha venido para quedarse. No es algo puntual. Es un cambio estructural que se mantendrá en el tiempo. Aspectos como el cambio climático, la ética empresarial o la salud, cada vez influyen más en las decisiones que tomamos. Esta inversión ya se enmarca como una de las principales receptoras de flujos en los próximos trimestres y constituye una alternativa real a las inversiones tradicionales. Por ello, en nuestra opinión, este tipo de inversiones debe ser incorporado progresivamente a las carteras de inversión.

Además, la regulación fomenta este tipo de inversiones. Un buen ejemplo de ello es el Reglamento de Divulgación puesto en marcha en marzo. Exige que los criterios sean semejantes a la hora de definir e informar sobre criterios sostenibles. La integración de riesgos y criterios de sostenibilidad supone complementar el análisis financiero tradicional.

En definitiva, es un tipo de inversión creciente, que se verá impulsada por una regulación favorable y por una sociedad cada vez más concienciada con la sostenibilidad.

¿Qué es la Inversión Sostenible? es aquella que incorpora factores sostenibles (extrafinancieros) en las decisiones de inversión: Sociales, Medioambientales y de Gobernanza.

:: **Factores Ambientales:** aspectos relacionados con el cambio climático, huella de carbono, escasez de recursos, gestión del agua, emisiones tóxicas, energía limpia, contaminación, deforestación, control de las emisiones de CO₂, impacto en la biosfera y energías renovables.

:: **Factores Sociales:** están relacionados con aspectos como esclavitud, explotación infantil, impacto en las comunidades locales, salud, nutrición, riesgos demográficos, seguridad, diversidad e igualdad laboral, derechos humanos, acceso a las finanzas o acceso a la información.

:: **Factores de Gobernanza:** analizan las retribuciones de los directivos, malversación de fondos y corrupción, *lobbies* políticos, estructura de gobierno, influencia política, ética empresarial, conductas anticompetitivas y transparencia fiscal.

Desde el punto de vista de la inversión desempeña un papel primordial la integración de riesgos en el proceso de toma de decisiones de inversión y selección de activos. Esta integración se puede realizar a través de diferentes estrategias:

:: **Estrategia basada en Exclusiones:** se excluye algunas actividades económicas, empresas o emisores al considerar que no cumplen determinados criterios de sostenibilidad. Algunos ejemplos concretos son armamento, carbón, juego o tabaco.

:: **Estrategia basada en *Engagement*:** estrategia a través de la cual los inversores realizan un diálogo activo entre los accionistas y los emisores con el objetivo de mejorar la estrategia ambiental, social y de buen gobierno. Proponen iniciativas y realizan seguimiento de las propuestas.

:: **Estrategia "*Best in Class*":** consiste en la toma de decisiones basándose en una selección de las compañías que tienen una mejor puntuación o *rating* ESG. En esta estrategia, se analiza la gestión de los riesgos extra financieros de la compañía, independientemente de su actividad.

:: **Estrategia "*Best Efforts*":** se ocupa de seleccionar aquellas compañías que mejor evolución de *rating* ESG tienen. Es decir, se premia a las compañías o emisores que mayores esfuerzos están haciendo para mejorar su sostenibilidad, aunque en el momento de la inversión no tengan un *rating* ESG elevado.

:: **Estrategia de Impacto:** esta estrategia tiene como objetivo generar, por un lado, un impacto social o medioambiental positivo. Por otro, un retorno financiero incidiendo en inversiones orientadas a compañías cuya misión se centre en actividades que generen un impacto concreto, cuantificable y medible. El impacto está relacionado con los 17 hitos marcados en 2015 por las Naciones Unidas, suscritos por 193 países y un horizonte temporal 2030. Algunos de estos objetivos son erradicar la pobreza, proteger el planeta y corregir las desigualdades.

Estrategia de Inversión 2T 2021



Otras estrategias y/o combinación de las anteriores: como la Inversión Temática: Esta estrategia invierte en aquellas compañías o actividades que estén alineadas con un desarrollo sostenible, ya sea ambiental o social a través de la inversión en sectores o actividades que contribuyan a una mejora de los aspectos ambientales o sociales (por ejemplo, actividades alineadas con el Reglamento de Taxonomía).

El **Reglamento sobre Divulgación** de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SDFR), que entró en vigor el 10 de marzo y aplicado por Bankinter, pertenece al Plan de Acción de la Unión Europea, sobre finanzas sostenibles. Está focalizado en medioambiente y crecimiento sostenible. El Objetivo es elevar los flujos de fondos destinados a inversiones sostenibles, aumentar la transparencia e incorporar la sostenibilidad en el ámbito de las inversiones financieras. A este plan se une: (i) Reglamento de Taxonomía de la Unión Europea, que define los criterios para determinar si determinadas inversiones pueden considerarse medioambientalmente sostenibles (a futuro, también sociales y de Gobernanza). (ii) Directiva sobre presentación de información no financiera (NFRD), que incluye requisitos para que las empresas divulguen información no financiera (ESG).

La integración de riesgos y criterios de sostenibilidad ([Política de Integración de Riesgos de Sostenibilidad en las decisiones de Inversión de Bankinter](#)) supone complementar el análisis financiero tradicional. Así, se obtiene un análisis mucho más completo y riguroso que controla un mayor número de variables y riesgos potenciales. En definitiva, se fomenta una mayor transparencia en la integración de las recomendaciones y decisiones de inversión.

El Reglamento de Divulgación exige clasificar los Productos Financieros en tres categorías. Los inversores tienen una forma estandarizada de conocer el carácter sostenible de sus inversiones.

- **Artículo 6. Productos No Sostenibles.** Son aquellos productos financieros que no promueven ni tienen un objetivo sostenible de acuerdo con la definición normativa, aunque en su gestión sí se integran los riesgos de sostenibilidad y puedan invertir en Inversiones Sostenibles.
- **Artículo 8. Productos que promueven características medioambientales o sociales o una combinación de ambas:** es decir, productos que no tengan un objetivo sostenible concreto y en cuya gestión no solo se integran los Riesgos de sostenibilidad, sino que además se sigue el principio de no causar un daño significativo sobre otros objetivos o Factores ESG.
- **Artículo 9. Productos que tengan como objetivo inversiones sostenibles:** es decir, con un objetivo/s concreto/s o que hayan designado un índice de referencia sostenible y cuyas inversiones contribuyan a lograr dichos objetivos a través de la integración de los riesgos de sostenibilidad y respetando también el principio de no causar un daño significativo sobre otros objetivos o factores ESG.

En Análisis Bankinter contamos con una selección de Fondos de Inversión Socialmente Responsable dentro de TOP Selección de Fondos de Inversión y unas Carteras de Fondos de Inversión Socialmente Responsable. Todos los fondos incorporados corresponden a gestoras de primer nivel en el ámbito de la sostenibilidad como Robeco, DWS, Carmignac, Candriam, Amundi o Morgan Stanley y que han pasado nuestra *due diligence*. Además, están enmarcados dentro de los artículos 8 y 9 del Reglamento de Divulgación.

Estrategia de Inversión 2T 2021

ANEXO I.- Estimaciones detalladas sobre España y Portugal según escenarios

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

España, cifras clave (%)	2017r	2018r	2019r	2020p	2021e			2022e		
					Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,4	2,0	-11,0	4,2	5,9	7,1	3,4	5,4	6,6
Consumo Privado	3,0	1,8	0,9	-12,4	4,9	6,4	7,4	2,6	4,1	4,6
Gasto Público	1,0	2,6	2,3	4,5	2,4	2,8	3,3	0,1	0,6	1,1
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,1	2,7	-12,4	6,2	8,6	10,3	8,0	11,9	15,1
Demanda interna (aportación)	3,1	3,0	1,4	-9,0	4,3	5,7	6,7	3,1	4,8	5,9
Sector Exterior (aportación)	-0,2	-0,5	0,6	-1,9	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,7
Déficit Público/PIB	-3,0	-2,5	-2,9	-10,9	-11,0	-9,0	-7,0	-7,5	-6,0	-4,5
Deuda/PIB	98,6	97,6	95,5	117,1	123,7	119,2	114,7	125,3	118,0	110,6
Tasa de paro (EPA)	16,5	14,4	13,8	16,1	18,2	17,0	16,2	17,7	15,2	13,5
IPC	1,1	1,2	0,8	-0,5	0,9	1,1	1,3	1,0	1,2	1,4

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

Estrategia de Inversión 2T 2021

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

Portugal, cifras clave	2019r	2020r	Pesimista	2021e Central	Optimista	Pesimista	2022e Central	Optimista
PIB	2,5%	-7,6%	3,0%	4,4%	7,0%	1,9%	4,6%	5,7%
Consumo Privado	2,6%	-5,9%	3,9%	4,5%	6,9%	3,0%	4,0%	4,5%
Consumo Público	0,7%	0,5%	1,0%	2,3%	3,5%	0,4%	1,1%	1,5%
Inversión	5,4%	-4,9%	2,0%	3,9%	5,3%	2,5%	3,9%	5,2%
Exportaciones	3,9%	-18,7%	9,2%	10,5%	13,3%	5,8%	8,0%	10,0%
Importaciones	4,7%	-12,1%	7,2%	9,0%	10,2%	2,5%	5,5%	7,8%
Déficit Público / PIB	+0,2%	-7,3%	-6,3%	-4,1%	-3,2%	-2,9%	-1,6%	0,0%
Deuda Pública / PIB	118%	133%	140%	131%	128%	135%	128%	124%
Tasa de Paro	6,7%	7,1%	8,8%	8,0%	7,7%	8,1%	7,4%	6,9%
IPC	0,3%	-0,1%	0,5%	0,9%	1,2%	0,9%	1,2%	1,5%
PIB / PIB 2019	100,0%	92,4%		96,5%			100,9%	

Fuentes: INE, BdP, Bloomberg y estimaciones Bankinter. Elaboración: Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 2T 2021

ANEXO II.- Carteras Modelo de Fondos y Acciones de Análisis Bankinter. Popcoin

(Link directo al documento disponible pulsando sobre cada imagen)

Carteras Modelo de Fondos

ANÁLISIS Y MERCADOS
Carteras Modelo de Fondos
23 de septiembre de 2021

1. Composición de Carteras Modelo de Fondos

2. Evolución de Carteras Modelo de Fondos

3. Carteras Modelo de Fondos

4. Carteras Modelo de Fondos

5. Carteras Modelo de Fondos

6. Carteras Modelo de Fondos

7. Carteras Modelo de Fondos

8. Carteras Modelo de Fondos

9. Carteras Modelo de Fondos

10. Carteras Modelo de Fondos

11. Carteras Modelo de Fondos

12. Carteras Modelo de Fondos

13. Carteras Modelo de Fondos

14. Carteras Modelo de Fondos

15. Carteras Modelo de Fondos

16. Carteras Modelo de Fondos

17. Carteras Modelo de Fondos

18. Carteras Modelo de Fondos

19. Carteras Modelo de Fondos

20. Carteras Modelo de Fondos

21. Carteras Modelo de Fondos

22. Carteras Modelo de Fondos

23. Carteras Modelo de Fondos

24. Carteras Modelo de Fondos

25. Carteras Modelo de Fondos

26. Carteras Modelo de Fondos

27. Carteras Modelo de Fondos

28. Carteras Modelo de Fondos

29. Carteras Modelo de Fondos

30. Carteras Modelo de Fondos

31. Carteras Modelo de Fondos

32. Carteras Modelo de Fondos

33. Carteras Modelo de Fondos

34. Carteras Modelo de Fondos

35. Carteras Modelo de Fondos

36. Carteras Modelo de Fondos

37. Carteras Modelo de Fondos

38. Carteras Modelo de Fondos

39. Carteras Modelo de Fondos

40. Carteras Modelo de Fondos

41. Carteras Modelo de Fondos

42. Carteras Modelo de Fondos

43. Carteras Modelo de Fondos

44. Carteras Modelo de Fondos

45. Carteras Modelo de Fondos

46. Carteras Modelo de Fondos

47. Carteras Modelo de Fondos

48. Carteras Modelo de Fondos

49. Carteras Modelo de Fondos

50. Carteras Modelo de Fondos

51. Carteras Modelo de Fondos

52. Carteras Modelo de Fondos

53. Carteras Modelo de Fondos

54. Carteras Modelo de Fondos

55. Carteras Modelo de Fondos

56. Carteras Modelo de Fondos

57. Carteras Modelo de Fondos

58. Carteras Modelo de Fondos

59. Carteras Modelo de Fondos

60. Carteras Modelo de Fondos

61. Carteras Modelo de Fondos

62. Carteras Modelo de Fondos

63. Carteras Modelo de Fondos

64. Carteras Modelo de Fondos

65. Carteras Modelo de Fondos

66. Carteras Modelo de Fondos

67. Carteras Modelo de Fondos

68. Carteras Modelo de Fondos

69. Carteras Modelo de Fondos

70. Carteras Modelo de Fondos

71. Carteras Modelo de Fondos

72. Carteras Modelo de Fondos

73. Carteras Modelo de Fondos

74. Carteras Modelo de Fondos

75. Carteras Modelo de Fondos

76. Carteras Modelo de Fondos

77. Carteras Modelo de Fondos

78. Carteras Modelo de Fondos

79. Carteras Modelo de Fondos

80. Carteras Modelo de Fondos

81. Carteras Modelo de Fondos

82. Carteras Modelo de Fondos

83. Carteras Modelo de Fondos

84. Carteras Modelo de Fondos

85. Carteras Modelo de Fondos

86. Carteras Modelo de Fondos

87. Carteras Modelo de Fondos

88. Carteras Modelo de Fondos

89. Carteras Modelo de Fondos

90. Carteras Modelo de Fondos

91. Carteras Modelo de Fondos

92. Carteras Modelo de Fondos

93. Carteras Modelo de Fondos

94. Carteras Modelo de Fondos

95. Carteras Modelo de Fondos

96. Carteras Modelo de Fondos

97. Carteras Modelo de Fondos

98. Carteras Modelo de Fondos

99. Carteras Modelo de Fondos

100. Carteras Modelo de Fondos

TOP Selección Fondos

ANÁLISIS Y MERCADOS
TOP Selección Fondos. Lista de Clasificación de Análisis
23 de septiembre de 2021

1. Clasificación de Análisis

2. Clasificación de Análisis

3. Clasificación de Análisis

4. Clasificación de Análisis

5. Clasificación de Análisis

6. Clasificación de Análisis

7. Clasificación de Análisis

8. Clasificación de Análisis

9. Clasificación de Análisis

10. Clasificación de Análisis

11. Clasificación de Análisis

12. Clasificación de Análisis

13. Clasificación de Análisis

14. Clasificación de Análisis

15. Clasificación de Análisis

16. Clasificación de Análisis

17. Clasificación de Análisis

18. Clasificación de Análisis

19. Clasificación de Análisis

20. Clasificación de Análisis

21. Clasificación de Análisis

22. Clasificación de Análisis

23. Clasificación de Análisis

24. Clasificación de Análisis

25. Clasificación de Análisis

26. Clasificación de Análisis

27. Clasificación de Análisis

28. Clasificación de Análisis

29. Clasificación de Análisis

30. Clasificación de Análisis

31. Clasificación de Análisis

32. Clasificación de Análisis

33. Clasificación de Análisis

34. Clasificación de Análisis

35. Clasificación de Análisis

36. Clasificación de Análisis

37. Clasificación de Análisis

38. Clasificación de Análisis

39. Clasificación de Análisis

40. Clasificación de Análisis

41. Clasificación de Análisis

42. Clasificación de Análisis

43. Clasificación de Análisis

44. Clasificación de Análisis

45. Clasificación de Análisis

46. Clasificación de Análisis

47. Clasificación de Análisis

48. Clasificación de Análisis

49. Clasificación de Análisis

50. Clasificación de Análisis

51. Clasificación de Análisis

52. Clasificación de Análisis

53. Clasificación de Análisis

54. Clasificación de Análisis

55. Clasificación de Análisis

56. Clasificación de Análisis

57. Clasificación de Análisis

58. Clasificación de Análisis

59. Clasificación de Análisis

60. Clasificación de Análisis

61. Clasificación de Análisis

62. Clasificación de Análisis

63. Clasificación de Análisis

64. Clasificación de Análisis

65. Clasificación de Análisis

66. Clasificación de Análisis

67. Clasificación de Análisis

68. Clasificación de Análisis

69. Clasificación de Análisis

70. Clasificación de Análisis

71. Clasificación de Análisis

72. Clasificación de Análisis

73. Clasificación de Análisis

74. Clasificación de Análisis

75. Clasificación de Análisis

76. Clasificación de Análisis

77. Clasificación de Análisis

78. Clasificación de Análisis

79. Clasificación de Análisis

80. Clasificación de Análisis

81. Clasificación de Análisis

82. Clasificación de Análisis

83. Clasificación de Análisis

84. Clasificación de Análisis

85. Clasificación de Análisis

86. Clasificación de Análisis

87. Clasificación de Análisis

88. Clasificación de Análisis

89. Clasificación de Análisis

90. Clasificación de Análisis

91. Clasificación de Análisis

92. Clasificación de Análisis

93. Clasificación de Análisis

94. Clasificación de Análisis

95. Clasificación de Análisis

96. Clasificación de Análisis

97. Clasificación de Análisis

98. Clasificación de Análisis

99. Clasificación de Análisis

100. Clasificación de Análisis

Selección Estabilidad

ANÁLISIS Y MERCADOS
Cartera de Fondos: Selección Estabilidad
23 de septiembre de 2021

1. Cuadro resumen de la evolución

SELECCIÓN ESTABILIDAD 2018	YTD(1)	Ret. Anual 2020/21R	2018	2017	2016	2015	Vol (10%)	Patrim. Mil	Clase	ISIN
Mutualch Enhanced Yield Short Term	+3,7%	+2,1%	-2,2%	+2,0%	+3,1%	+0,0%	1,0	11.333	1840	ES0005104620
Carteras Securech	+2,0%	+2,5%	-3,0%	+0,0%	+2,1%	+1,1%	1,0	0.614	1247	FR0013149128
Nordea Corporate Covered Bond	+0,0%	+4,3%	+0,8%	+1,4%	+4,1%	+0,9%	1,0	9.389	1779	LU0018315455
WACB Income USD	+5,0%	+4,2%	-0,7%	+6,9%	+7,4%	+2,0%	1,0	34.446	5642	ES0000610890
Nordea Euro Credit Bond BK	+4,4%	+3,1%	-2,0%	+2,0%	+4,5%	0,4%	1,0	0,0	1380	LU0213453771
Fidelity Global Multi Asset Income	+7,0%	+2,4%	-0,0%	+5,4%	+6,2%	+0,0%	3,0	0,011	5264	LU0201468736
Fidelity AI2 Alternative Strategies FSI	+6,0%	+1,3%	-2,9%	+5,0%	+3,0%	0,0%	1,0	2.264	5734	US0001746349
Fidelity USD Government Bond	+7,4%	+3,0%	+3,3%	+2,2%	+0,7%	+0,9%	0,0	141	1781	LU0129408183
Nordea Stable Return	+7,4%	+3,4%	-3,4%	+2,0%	+3,0%	+2,0%	0,0	30.114	1483	LU0127386253
PROMEDIO SELECCIÓN ESTABILIDAD	+6,1%	+2,9%	-2,3%	+3,3%	+3,8%	+0,9%	1,11			

2. Notas

(1) YTD (Year to Date) hasta el día de publicación de este informe.

(2) Análisis de riesgo y retorno de la cartera de fondos seleccionados.

Carteras Popcoin



Carteras Modelo de Acciones Españolas



Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo de Acciones USA

Top USA selección

Valores Propuestos	Evolutivo Última Cartera (del 31-jul-20 al 30-ago-20)	Modificaciones en la selección			
	vs. Inicial	vs. Final	Variación	Entradas	Salidas
Walmart	110,40	110,38	-0,02%	Carrefour Soup	Acrylon
Alfag	39,50	42,10	6,58%	Intuit Surgical	Coca
MasterCard	266,50	272,27	2,16%	PepsiCo	Chiquip
Microsoft	173,20	176,22	1,72%		
Alibab	94,10	87,01	-7,54%		
Facebook	103,00	104,22	1,18%		
Home Depot	207,97	212,03	1,92%		
Procter & Gamble	104,80	110,04	4,97%		
Coca-Cola	50,20	52,03	3,64%		
Walt	173,20	176,22	1,72%		
Target	80,81	88,40	9,39%		
McDonald's	207,65	210,77	1,49%		
Campbell Soup	80,00	82,29	2,86%		
Walt Disney	139,50	143,01	2,51%		
Intuit Surgical	54,72	55,40	1,24%		
Amazon	189,00	186,70	-1,22%		
Google	190,80	191,00	0,10%		
Apple	197,50	211,00	6,83%		
Colgate Palmolive Co.	71,87	71,70	-0,24%		

Carteras Modelo de Acciones Dividendo

Cartera Acciones Dividendo: Actualización Extraordinaria

La tabla siguiente ofrece con mayor detalle la evolución de la Cartera desde el 16 de junio de 2020 hasta el 9 de julio de 2020, así como los principales datos de las compañías que la integran.

Empresa	ISIN	Dividendo	Fecha de Pago	Dividendo																
Amgen	US000028	0,15	08/06	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Amgen	US000028	0,15	08/06	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Amgen	US000028	0,15	08/06	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15

Estrategia de Inversión 2T 2021

ANEXO III.- Ratios y estimaciones para las compañías del Ibex-35 y EuroStoxx-50

Ratios Ibex-35

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	PER			BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE				Rentab. Div21e	ROE		EVEBITDA 2021e	DFN/FFPP (Último)	P/V		Recomend.	P. Objetivo			
						2020r	2021e	2022e	2020r	2021e	Var.%	2022e		Var.%	2020r			2021e	Media 2017/20			2021e	2022e	
Ibex-35	8.443,7	-1,8	+2,7	+4,6	553.435	-70,7 x	20,1 x	14,8 x	-7.827	27.480	n/r	37.520	n/r	3,2%	4,8%	-10,8%	7,3%	15,1x	0,9 x	3,1 x	2,7 x	2,3 x		
Almirall	11,96	-2,1	+8,2	+9,5	2.130	26,2 x	24,3 x	21,8 x	74	88	18%	98	12%	1,7%	-1,6%	5,7%	6,5%	10,3x	0,3 x	1,7 x	1,6 x	1,5 x	Comprar	13,60
ACS	26,29	-3,8	+3,7	-3,2	8.167	14,7 x	10,8 x	10,2 x	574	753	31%	800	6%	6,3%	18,5%	13,8%	17,1%	4,3x	0,4 x	2,3 x	1,9 x	1,8 x	Comprar	34,10
Acerinox	10,51	+2,7	+9,0	+16,3	2.843	49,9 x	12,7 x	12,5 x	49	224	357%	228	2%	4,8%	6,0%	3,0%	13,2%	7,0x	0,5 x	1,4 x	1,7 x	1,6 x	Comprar	11,30
AENA	136,90	-5,1	-2,8	-3,7	20.535	Negativo	71,5 x	21,9 x	-127	287	n/r	936	226%	1,1%	16,0%	-2,1%	4,5%	21,7x	1,1 x	3,8 x	3,2 x	2,9 x	Comprar	156,20
Amadeus	58,20	-5,2	+1,2	-2,3	26.219	Negativo	192,8 x	37,0 x	-506	136	-73%	709	421%	0,0%	26,0%	3,9%	3,5%	17,1x	0,9 x	8,5 x	6,7 x	6,2 x	Neutral	62,00
Acciona	138,20	+2,1	+3,6	+18,4	7.581	16,8 x	29,3 x	25,4 x	380	259	-32%	298	15%	2,9%	9,3%	11,2%	7,5%	10,5x	1,4 x	1,4 x	2,2 x	2,1 x	Comprar	152,00
BBVA	4,40	-7,9	-4,5	+8,9	29.305	20,6 x	9,6 x	8,7 x	1.305	3.050	134%	3.350	10%	3,6%	7,4%	3,1%	7,4%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	5,35
Bankia	1,78	+1,8	+8,7	+22,6	5.453	19,3 x	29,5 x	14,7 x	230	185	-20%	370	100%	2,0%	3,7%	1,8%	1,4%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,4 x	0,4 x	Neutral	1,88
Bankinter	5,86	+3,0	+6,7	+32,5	5.267	12,5 x	17,6 x	14,6 x	317	300	-5%	360	20%	2,6%	10,6%	6,7%	6,4%	n.a.	n.a.	1,3 x	1,1 x	1,0 x	Restringido	
CaixaBank	2,60	+1,2	+8,2	+23,9	15.576	9,1 x	10,7 x	8,7 x	1.381	1.450	5%	1.800	24%	3,4%	6,9%	6,5%	6,1%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Neutral	2,75
Cie Automotive	21,38	-5,4	-6,1	-3,1	2.620	14,6 x	10,6 x	9,0 x	185	248	34%	290	17%	3,1%	23,9%	18,6%	18,8%	7,1x	1,6 x	2,4 x	2,0 x	1,6 x	Comprar	28,50
Cellnex	44,94	-2,3	-0,2	-8,5	21.873	Negativo	Negativo	Negativo	-132	-551	n/r	-648	n/r	0,2%	0,1%	-1,6%	-3,8%	18,2x	1,1 x	6,3 x	1,6 x	1,7 x	Comprar	59,08
Colonial	8,20	-1,0	+1,5	+2,2	4.167	27,3 x	28,0 x	23,6 x	149	149	-1%	177	19%	2,9%	2,3%	2,7%	2,7%	32,0x	0,9 x	0,9 x	0,8 x	0,7 x	Neutral	8,29
Endesa	22,30	+2,9	+8,5	-0,2	23.610	17,0 x	13,6 x	12,7 x	1.394	1.734	24%	1.860	7%	5,8%	13,0%	18,7%	22,7%	7,8x	0,9 x	2,7 x	3,1 x	3,0 x	Comprar	25,00
Enagas	18,40	+3,4	+6,0	+2,4	4.821	10,6 x	12,7 x	11,6 x	444	379	-15%	414	9%	9,2%	15,7%	14,8%	12,9%	10,2x	1,4 x	1,9 x	1,6 x	1,7 x	Comprar	20,00
Ferrovial	21,74	-1,5	+5,3	-3,8	15.933	Negativo	210,1 x	44,7 x	-410	76	n/r	356	370%	2,4%	-1,3%	-9,2%	1,8%	42,6x	0,7 x	2,9 x	3,9 x	3,9 x	Comprar	25,90
Grifols	22,23	+2,1	+6,8	-6,9	26.475	23,0 x	35,4 x	32,3 x	617	747	21%	820	10%	1,9%	14,4%	12,1%	13,3%	20,6x	1,3 x	4,0 x	2,7 x	2,5 x	Neutral	15,20
IAG	2,26	-10,6	+1,6	+26,3	11.224	Negativo	Negativo	8,2 x	-6.923	-51	n/r	1.368	n/r	0,0%	-107,6%	-526,1%	-4,0%	7,8x	n.a.	4,2 x	8,9 x	4,3 x	Comprar	3,20
Iberdrola	10,93	+2,3	+4,8	-6,6	70.118	20,6 x	18,9 x	16,4 x	3.611	3.718	3%	4.274	15%	4,0%	8,7%	10,2%	10,2%	10,4x	1,0 x	1,5 x	1,9 x	1,8 x	Comprar	13,00
Indra	7,70	-3,0	+5,8	+10,3	1.360	Negativo	11,9 x	9,6 x	-27	114	322%	141	24%	0,9%	12,2%	-3,8%	14,5%	5,8x	1,0 x	2,3 x	1,7 x	1,5 x	Neutral	8,60
Inditex	27,97	-3,9	+2,4	+7,4	87.173	73,4 x	27,8 x	23,7 x	1.106	3.134	183%	3.672	17%	3,2%	20,1%	7,6%	21,5%	11,3x	Caja Neta	5,8 x	5,5 x	5,2 x	Comprar	31,00
Mapfre	1,76	+1,4	+12,1	+10,6	5.426	9,3 x	8,4 x	8,1 x	527	649	23%	670	3%	7,8%	6,9%	6,2%	7,4%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	1,96
Meliá	6,35	-8,0	-9,3	+11,0	1.400	Negativo	Negativo	27,0 x	-596	-203	n/r	52	n/r	0,0%	-24,4%	-125,4%	-74,8%	20,2x	1,0 x	1,8 x	5,1 x	4,3 x	Comprar	8,10
Merlin Properties	8,94	-0,8	+4,1	+14,8	4.197	33,1 x	17,9 x	16,3 x	111	235	113%	258	10%	4,6%	3,1%	1,6%	3,4%	27,1x	0,8 x	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	9,71
ArcelorMittal(3)	22,64	+1,2	+17,2	+18,8	24.962	Negativo	14,5 x	11,6 x	-733	2.040	n/r	2.544	25%	1,1%	n/r	-1,9%	5,2%	5,2x	0,2 x	0,6 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	20,50
Naturgy	20,92	-0,4	+1,0	+10,3	20.284	Negativo	16,8 x	14,8 x	-347	1.205	247%	1.375	14%	5,5%	7,4%	-4,3%	14,9%	8,4x	1,7 x	1,9 x	2,5 x	2,4 x	Vender	22,10
PharmaMar	97,80	-4,3	-10,8	+37,7	1.795	9,3 x	19,6 x	14,8 x	140	92	-35%	121	32%	0,7%	Negativo	136,4%	50,3%	14,0x	Caja Neta	28,3 x	9,9 x	6,2 x	Comprar	125,00
Red Eléctrica	14,49	+1,5	+4,5	-13,7	7.838	14,6 x	11,7 x	12,3 x	621	670	8%	639	-5%	6,9%	20,3%	18,1%	18,8%	9,3x	1,8 x	3,0 x	2,2 x	2,1 x	Neutral	15,80
Repsol	10,69	-0,4	+2,6	+29,6	16.761	Negativo	Negativo	174,6 x	-3.289	-1.537	-147%	96	-106%	5,6%	-4,1%	-16,0%	-8,5%	9,5x	0,4 x	0,7 x	0,9 x	1,0 x	Comprar	11,60
Sabadell	0,46	-4,3	+10,5	+30,1	2.591	1.295,3 x	14,0 x	6,6 x	2	185	n/r	390	111%	2,0%	3,7%	0,0%	1,8%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,2 x	0,2 x	Neutral	0,50
Santander	2,88	-1,7	-0,7	+13,4	49.898	Negativo	9,7 x	7,3 x	-8.771	5.150	-41%	6.875	33%	4,3%	2,0%	-13,4%	7,6%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,4 x	0,4 x	Neutral	3,20
Siemens Gamesa (4)	28,34	+0,8	-8,0	-14,4	19.304	Negativo	Negativo	79,9 x	-918	-100	n/r	242	-342%	0,0%	-4,3%	-16,4%	-2,0%	27,9x	0,01 x	2,2 x	4,0 x	3,9 x	Neutral	33,00
Solaria	18,43	+1,9	-0,9	-22,0	2.303	97,1 x	37,5 x	22,4 x	30	61	102%	103	68%	0,0%	16,4%	14%	21,6%	40,9x	1,6 x	5,9 x	8,1 x	6,0 x	Neutral	20,50
Telefónica	4,00	-2,2	+13,5	+23,4	22.122	11,5 x	8,9 x	9,4 x	1.582	2.474	56%	2.344	-5%	7,5%	10,5%	8,1%	10,5%	3,8x	1,7 x	1,3 x	1,0 x	0,9 x	Neutral	4,00
Viscofán	56,60	-0,4	-2,8	-2,5	2.632	21,9 x	19,9 x	19,1 x	123	132	7%	138	5%	3,2%	15,8%	16,7%	16,7%	11,4x	0,1 x	3,2 x	3,3 x	3,1 x	Comprar	69,30

Estrategia de Inversión 2T 2021

Ratios de otras compañías españolas no Ibex-35

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.	PER			BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div21e	ROE			EV/EBITDA 2021e	DFN/FFPP (Último)	P/VC			Recomend.	P. Objetivo
						2020r	2021e	2022e	2020r	2021e	Var.%	2022e	Var.%		2017/20	2020r	2021e			2017/20	2021e	2022e		
Ibex-35	8.443,7	-1,8	+2,7	+4,6	553.435	-70,7 x	20,1 x	14,8 x	-7.827	27.480	n/r	37.520	n/r	3,2%	4,8%	-10,8%	7,3%	15,1x	0,9 x	3,1 x	2,7 x	2,3 x		
No Ibex:																								
Unicaja	0,82	+5,5	+12,9	+14,6	1.295	14,5 x	8,4 x	7,2 x	78	155	99%	180	16%	3,7%	3,6%	2,0%	3,8%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Neutral	n/d
Liberbank	0,30	+6,1	+15,1	+17,9	885	18,3 x	12,6 x	9,8 x	41	70	71%	90	29%	0,3%	2,9%	1,3%	2,3%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Neutral	n/d
Mediaset	5,20	-5,4	+4,5	+21,9	1.701	7,8 x	9,5 x	8,9 x	179	179	0%	191	7%	5,6%	20,8%	16,1%	14,9%	6,4x	Caja Neta	2,2 x	1,4 x	1,3 x	Neutral	5,90
Catalana Occidente	34,15	+0,1	+10,5	+17,2	4.098	13,3 x	12,5 x	10,4 x	262	328	25%	393	20%	2,6%	10,6%	7,3%	8,7%	n.a.	n.a.	1,0 x	1,0 x	1,0 x	Comprar	34,97
Faes	3,57	-2,9	-2,7	+2,3	1.062	14,4 x	12,3 x	9,9 x	73	86	19%	108	25%	5,7%	14,5%	15,4%	15,8%	8,2x	Caja neta	2,6 x	1,9 x	1,7 x	Neutral	4,40
Rovi	47,70	+7,0	+5,5	+25,9	2.674	34,8 x	26,8 x	12,9 x	61	100	63%	207	108%	1,3%	10,9%	16,3%	22,1%	21,3x	0,1 x	4,4 x	5,9 x	4,3 x	Comprar	50,00
Ence	4,06	+2,7	-4,5	+19,6	1.000	Negativo	51,5 x	20,1 x	-26	19	-173%	50	157%	0,0%	0,0%	-3,4%	2,4%	6,7x	0,2 x	1,7 x	1,4 x	1,3 x	Comprar	4,65
FCC	10,10	-0,4	+3,0	+14,8	4.132	13,7 x	14,1 x	12,7 x	262	293	12%	325	11%	3,9%	12,1%	12,1%	9,2%	7,0x	1,0 x	2,2 x	1,3 x	1,2 x	Comprar	13,52
SACYR	2,10	-2,5	+0,4	+4,0	1.295	34,9 x	7,1 x	5,0 x	35	183	423%	259	42%	4,8%	0,6%	11,0%	16,8%	8,5x	5,5 x	0,9 x	1,1 x	1,0 x	Comprar	2,72
OHL	0,59	-4,0	+1,4	-3,7	170	Negativo	Negativo	Negativo	-151	-10	n/r	-11	15%	0,0%	Negativo	12,1%	-1,9%	4,2x	0,3 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Vender	0,70
Ebro Foods	17,12	-1,0	-4,0	-9,6	2.634	15,2 x	18,3 x	16,7 x	192	144	-25%	158	10%	7,4%	8,2%	9,8%	7,4%	11,2x	0,5 x	1,4 x	1,3 x	1,3 x	Neutral	19,70
CAF	39,45	-0,1	+7,5	+0,5	1.352	149,5 x	17,8 x	16,4 x	9	76	744%	83	9%	2,0%	4,0%	1,3%	11,6%	6,7x	0,5 x	1,8 x	2,0 x	1,8 x	Comprar	41,00
Talgo	4,40	-1,1	+0,9	+6,4	559	-30,2 x	28,8 x	15,7 x	-17	19	-211%	36	84%	0,0%	5,7%	-6,3%	7,3%	12,3x	0,3 x	2,3 x	2,0 x	1,7 x	Neutral	4,70
Técnicas Reunidas	12,84	-2,4	+6,2	+18,7	718	46,5 x	18,9 x	19,9 x	13	38	192%	36	-5%	3,1%	4,4%	4,6%	10,0%	4,7x	-0,7 x	3,1 x	1,9 x	1,8 x	Neutral	12,30
Gestamp	4,27	-9,1	-5,2	+8,2	2.457	Negativo	15,4 x	10,1 x	-151	160	n/r	243	52%	1,9%	6,3%	-7,7%	7,7%	5,0x	1,4 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	5,00
Lar España	5,10	-4,0	+2,3	+9,2	447	21,1 x	12,4 x	10,8 x	19	36	86%	41	14%	7,3%	3,2%	2,1%	3,8%	17,4x	0,6 x	0,7 x	0,5 x	0,5 x	Neutral	5,18
Neinor Homes	10,28	-3,9	-2,3	-1,1	812	15,9 x	9,9 x	9,0 x	54	82	51%	90	10%	5,0%	5,2%	6,7%	9,5%	11,1x	0,5 x	1,4 x	0,9 x	0,8 x	Neutral	11,70
Aedas Homes	21,95	+0,5	+14,9	+4,0	1.053	18,8 x	19,1 x	15,6 x	54	55	2%	67	22%	4,2%	1,2%	5,4%	5,5%	18,1x	0,2 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	Neutral	16,10
Metrovacesa	7,19	+1,8	+14,5	+19,0	1.091	37,5 x	47,7 x	25,8 x	24	23	-6%	42	85%	0,0%	Negativo	1,1%	1,0%	40,4x	0,1 x	0,6 x	0,5 x	0,4 x	Neutral	7,06
Lingotes Especiales	12,10	-15,1	+7,1	+0,0	121	20,2 x	20,2 x	15,1 x	6	6	0%	8	33%	4,1%	18,3%	12,6%	12,2%	8,0x	0,3 x	3,0 x	2,5 x	2,4 x	Comprar	14,30
Prosegur	2,65	+0,5	+3,7	+8,6	1.453	4,0 x	18,2 x	12,1 x	331	80	-76%	120	50%	4,2%	22,1%	47,6%	10,2%	5,4x	1,3 x	2,7 x	2,1 x	2,0 x	Neutral	2,20
Prosegur Cash	0,76	-6,2	-4,4	-5,6	1.166	77,2 x	11,2 x	9,3 x	16	104	550%	125	20%	5,3%	78,1%	20,0%	38,7%	5,75	8,6 x	12,9 x	4,4 x	3,8 x	Neutral	0,81

Estrategia de Inversión 2T 2021

Ratios EuroStoxx-50

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2020r	PER 2021e	2022e	2020r	2021e	Var.%	2022e	Var.%	Rentab. Div21e	Media 2017/20	ROE 2021e	2022e	EV/EBITDA 2021e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/20	P/V 2021e	2022e	Recomend
EuroStoxx-50	3.832,6	-0,4	+5,4	+7,9	3.563.022	34,5 x	18,9 x	16,1 x	103.310	188.536	82%	221.960	18%	3,1%	12,5%	13,0%	14,2%		0,7 x	3,5 x	3,6 x	3,1 x	
Adidas	278,50	-2,7	-4,1	-6,5	55.816	81,3 x	33,3 x	28,0 x	734	1.677	128%	1.992	19%	1,5%	21,3%	22,5%	22,7%	16,46	0,1 x	7,0 x	6,9 x	6,2 x	Neutral
Ahold Delhaize	23,14	+1,2	+6,0	+0,1	25.471	18,2 x	14,3 x	13,7 x	1.397	1.784	28%	1.856	4%	4,3%	12,2%	14,7%	14%	2,47	0,8 x	1,7 x	2,0 x	1,9 x	Vender
Air Liquide	136,10	+0,4	+9,1	+1,4	64.470	26,1 x	25,4 x	23,3 x	2.435	2.540	4%	2.765	9%	2,2%	12,7%	12,5%	12,7%	12,51	0,9 x	2,9 x	3,2 x	2,9 x	Comprar
Airbus	95,97	-5,0	+0,1	+6,9	75.434	Negativo	42,8 x	24,7 x	-1.133	1.761	n/r	3.048	73%	1,0%	3,3%	21,5%	29,0%	Negativo	Caja Neta	10,2 x	9,1 x	7,1 x	Neutral
Allianz	212,55	+1,2	+6,4	+5,9	87.633	12,2 x	10,7 x	10,6 x	6.807	8.190	20%	8.288	1%	4,8%	10,6%	10,2%	10,3%	n.a.	n.a.	1,2 x	1,1 x	1,1 x	Comprar
AB InBev	52,92	-0,8	+11,5	-7,2	106.858	30,2 x	17,5 x	14,9 x	3.807	6.121	61%	7.183	17%	1,8%	8,9%	8,2%	9%	4,15	1,2 x	1,9 x	1,4 x	1,3 x	Vender
Adyen	1.896,00	-2,4	-1,0	-0,5	57.540	221,2 x	136,0 x	95,5 x	261	423	62%	603	42%	0,0%	25,7%	27,0%	27,5%	Negativo	Caja Neta	32,3 x	36,6 x	26,2 x	Neutral
Amadeus	58,20	-5,2	+1,2	-2,3	26.219	Negativo	34,8 x	32,8 x	-506	753	n/r	800	6%	0,0%	21,9%	17,1%	17,2%	3,14	0,9 x	8,4 x	6,7 x	6,2 x	Neutral
ASML	492,20	+6,7	+5,8	+23,8	206.477	46,9 x	44,5 x	35,7 x	3.554	4.639	31%	5.787	25%	0,6%	22,1%	29,0%	30,3%	Negativo	Caja Neta	7,9 x	13,0 x	10,8 x	Comprar
AXA	22,52	+0,3	+8,2	+15,4	54.454	14,0 x	8,4 x	8,3 x	3.385	6.491	92%	6.587	1%	6,6%	5,6%	8,6%	8,6%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
B. Santander	2,88	-1,7	-0,7	+13,4	49.898	Negativo	9,7 x	7,3 x	-8,771	5.150	n/r	6.875	33%	4,3%	2,0%	7,6%	9,42%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Neutral
Basf	69,98	-1,1	+3,3	+8,1	64.275	55,8 x	18,1 x	15,7 x	1.065	3.542	233%	4.098	16%	2,1%	12,8%	9,5%	11,2%	8,89	0,5 x	1,8 x	1,8 x	1,8 x	Neutral
Bayer	53,65	+1,6	+7,0	+11,4	52.707	Negativo	8,5 x	8,1 x	-10.495	6.210	n/r	6.477	4%	4,7%	n/r	17,9%	16,70%	3,14	1,0 x	1,6 x	1,5 x	1,4 x	Neutral
BMW	82,59	-3,4	+15,5	+14,3	53.432	12,3 x	9,4 x	8,5 x	3.775	5.694	51%	6.281	10%	3,5%	10,4%	8,7%	9,05%	Negativo	Caja Neta	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Comprar
BNP Paribas	51,12	-1,1	+3,7	+18,6	63.890	7,6 x	8,9 x	8,0 x	7.067	7.150	1%	7.950	11%	5,9%	7,9%	7,7%	8,37%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,6 x	0,6 x	Comprar
CRH	37,92	-3,3	+5,9	+11,5	29.725	27,1 x	16,7 x	15,2 x	984	1.775	80%	1.953	10%	2,5%	10,0%	10,1%	10,6%	0,98	0,4x	1,6 x	1,7 x	1,6 x	Comprar
Daimler	71,65	+0,4	+8,2	+24,0	76.654	17,0 x	12,0 x	8,8 x	3.627	6.394	76%	8.725	36%	3,3%	9,1%	9,7%	12,25%	Negativo	Caja Neta	1,0 x	1,2 x	1,1 x	Comprar
Danone	58,30	-2,6	+3,3	+8,4	40.031	16,9 x	21,1 x	20,2 x	2.189	1.900	-13%	1.980	4%	3,4%	13,9%	10,6%	11%	2,72	0,6 x	2,6 x	2,1 x	2,0 x	Neutral
Deutsche Post	44,62	-1,8	+8,7	+10,2	55.287	16,8 x	16,5 x	15,8 x	2.979	3.341	12%	3.509	5%	3,2%	19,5%	23,1%	20,41%	7,10	0,9 x	3,1 x	3,8 x	3,2 x	Comprar
Deutsche Boerse	136,30	-1,7	+0,6	-2,1	25.897	22,3 x	21,3 x	19,5 x	1.188	1.217	2%	1.325	9%	2,4%	17,9%	17,7%	19%	0,66	0,2 x	4,0 x	3,6 x	3,5 x	Neutral
Deutsche Telekom	16,73	+0,6	+11,3	+11,8	79.635	12,8 x	16,3 x	13,4 x	5.555	4.900	-12%	5.938	21%	3,8%	9,6%	6,5%	7,8%	5,40	2,7 x	1,4 x	1,0 x	1,0 x	Comprar
Enel	8,43	+3,2	+7,4	+1,8	85.664	16,2 x	15,6 x	14,3 x	5.197	5.495	6%	5.995	9%	4,5%	12,2%	18,8%	19,3%	7,25	1,6 x	2,1 x	2,9 x	2,8 x	Comprar
Engie	11,97	-0,9	-1,0	-4,4	29.138	Negativo	11,9 x	11,4 x	-1.576	2.451	n/r	2.552	4%	4,4%	4,0%	7,3%	7,5%	5,32	0,7 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x	Neutral
ENI	10,25	-0,5	+8,1	+19,9	36.943	9,6 x	10,6 x	10,2 x	3.217	3.490	8%	3.626	4%	3,9%	6,6%	8,8%	25,1%	0,86	1,5 x	1,0 x	0,9 x	0,9 x	Comprar
EssilorLuxottica	133,60	-0,7	-1,0	+4,7	58.653	208,8 x	32,1 x	28,3 x	268	1.827	582%	2.074	14%	1,5%	6,6%	5,2%	5,6%	14,78	0,1 x	3,6 x	1,5 x	1,6 x	Neutral
Iberdrola	10,93	+2,3	+4,8	-6,6	70.118	20,6 x	18,9 x	16,4 x	3.611	3.718	3%	4.274	15%	4,0%	8,8%	10,2%	11,3%	10,43	1,0 x	1,5 x	1,9 x	1,8 x	Comprar
Inditex	27,97	-3,9	+2,4	+7,4	87.173	73,4 x	27,8 x	23,7 x	1.106	3.134	183%	3.672	17%	3,2%	19,8%	21,5%	25%	11,33	Caja Neta	5,9 x	5,6 x	-0,7 x	Comprar
ING	10,17	-0,6	+12,5	+33,1	39.670	12,0 x	10,9 x	9,1 x	2.485	3.650	47%	4.370	20%	6,4%	8,2%	6,6%	8%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
Intesa	2,30	-0,8	+7,6	+20,0	44.603	11,3 x	12,1 x	10,0 x	3.277	3.700	13%	4.450	20%	6,5%	9,5%	7,5%	9%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
Kering	571,20	-5,5	+8,8	-3,9	71.410	23,9 x	21,1 x	21,9 x	3.144	3.378	7%	3.260	-3%	2,4%	21,8%	24,5%	21%	11,33	0,2 x	5,5 x	5,2 x	4,7 x	Comprar
Kone	68,16	+1,1	+3,9	+3,3	36.084	36,0 x	33,2 x	30,7 x	977	1.086	11%	1.175	8%	2,8%	29,8%	32,3%	34%	21,40	Caja Neta	8,7 x	10,4 x	10,0 x	Vender
K. Philips	47,21	+0,4	+5,0	+7,8	42.731	33,6 x	25,1 x	26,9 x	1.187	1.703	43%	1.879	10%	1,9%	10,3%	12,2%	13%	12,10	0,3 x	2,7 x	3,1 x	2,8 x	Neutral
L'Oréal	318,20	-2,4	+5,1	+2,4	178.151	43,4 x	38,7 x	36,0 x	4.009	4.601	15%	4.953	8%	1,4%	15,0%	13,8%	15%	21,98	Caja Neta	4,7 x	5,3 x	5,4 x	Neutral
Linde(3)	229,00	+1,1	+12,1	+7,5	119.507	32,3 x	29,4 x	26,8 x	4.371	4.814	10%	5.278	10%	1,6%	5,6%	9,6%	10%	13,98	0,3 x	2,3 x	3,0 x	2,9 x	Comprar
LVMH	553,40	-2,6	+5,4	+8,3	279.333	54,8 x	36,6 x	31,5 x	4.702	7.641	63%	8.871	16%	1,3%	18,1%	17,4%	18,1%	14,81	0,2 x	5,0 x	6,5 x	5,7 x	Comprar
Munich RE	261,20	+0,9	+7,5	+7,6	36.594	28,1 x	14,5 x	15,0 x	1.211	2.515	108%	2.878	14%	3,8%	6,7%	8,0%	9,0%	n.a.	n.a.	1,1 x	1,2 x	1,2 x	Neutral
Nokia	3,39	-5,3	+2,6	+7,4	19.211	12,2 x	17,2 x	13,8 x	1.464	1.120	-23%	1.396	25%	3,2%	0,3%	8,2%	9,7%	6,66	Caja Neta	1,4 x	1,4 x	1,3 x	Neutral
Pernod Ricard	158,30	-2,6	+0,6	+1,0	41.455	124,8 x	29,8 x	25,3 x	329	1.393	323%	1.640	18%	1,8%	8,3%	9,4%	11%	18,93	0,6 x	2,6 x	2,8 x	2,7 x	Neutral
Prosus	93,10	+0,1	-5,1	+5,4	151.582	27,9 x	23,9 x	18,3 x	5.157	6.335	23%	8.299	31%	0,1%	26,9%	16,0%	17,5%	2.857,35	Caja Neta	3,9 x	3,8 x	3,2 x	Comprar
Safran	116,65	-5,6	+3,0	+0,6	49.837	58,7 x	38,2 x	25,3 x	844	1.305	55%	1.967	5%	1,1%	24,3%	9,8%	14%	16,48	0,3 x	4,0 x	3,7 x	3,5 x	Neutral
Sanofi	81,90	+0,1	+8,0	+4,1	103.110	8,0 x	13,5 x	11,7 x	12.314	7.636	-38%	8.805	15%	4,0%	11,5%	11,5%	12,3%	10,69	0,1 x	1,7 x	1,5 x	1,4 x	Comprar
SAP	102,82	-0,2	+0,7	-4,1	126.315	25,6 x	28,4 x	24,6 x	5.142	4.448	-13%	5.134	15%	1,8%	13,7%	12,5%	13%	16,28	0,2 x	4,1 x	3,5 x	3,2 x	Neutral
Schneider Electric	124,95	-1,1	+1,7	+5,6	70.855	31,6 x	25,5 x	22,9 x	2.126	2.774	30%	3.099	12%	2,3%	10,9%	12,6%	13,0%	13,95	0,2 x	2,2 x	2,8 x	2,6 x	Neutral
Siemens	135,56	-0,3	+5,9	+15,4	115.226	24,8 x	23,7 x	20,9 x	4.030	4.866	21%	5.521	13%	2,6%	12,5%	12,7%	13,6%	12,94	0,3 x	1,9 x	2,7 x	2,6 x	Neutral
Total	40,07	-1,3	+4,4	+13,5	105.365	Negativo	17,6 x	10,4 x	-7.336	5.976	n/r	10.111	69%	6,5%	8,9%	5,0%	8,2%	5,91	0,4 x	1,0 x	0,9 x	0,9 x	Comprar
Vinci	87,92	-3,9	+2,2	+8,1	52.006	40,2 x	20,2 x	15,2 x	1.242	2.569	107%	3.416	33%	2,5%	13,2%	11,8%	14,4%	9,28	1,0 x	2,6 x	2,4 x	2,2 x	Comprar
Vivendi	28,14	+0,4	-1,5	+6,7	33.380	25,5 x	23,5 x	20,9 x	1.228	1.420	16%	1.600	13%	2,3%	6,4%	8,7%	9,2%	13,57	0,3 x	1,7 x	1,8 x	1,9 x	Neutral
Volkswagen	218,85	-5,2	+26,5	+43,6	129.406	9,8 x	10,3 x	8,0 x	8.333	12.507	50%	16.159	29%	2,2%	9,4%	9,1%	10,9%	2,54	Caja Neta	0,7 x	0,8 x	0,7 x	Comprar
Vonovia	56,00	+2,0	+6,2	-6,3	31.690	25,1 x	23,8 x	21,3 x	1.348	1.332													

Estrategia de Inversión 2T 2021

Ratios de otras compañías europeas, no EuroStoxx-50

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2020r	PER 2021e	2022e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE				Rentab. Div21e	Media 2017/20	ROE			EV/EBITDA 2021e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/20	P/V			Recomend		
									2020r	2021e	Var.%	2022e	Var. %		2021e	2022e					2021e	2022e				
EuroStoxx-50	3.832,6	-0,4	+5,4	+7,9	3.563.022	34,5 x	18,9 x	16,1 x	103.310	188.536	82%	221.960	18%	3,1%	12,5%	13,0%	14,2%		0,7 x		3,5 x	3,6 x	3,1 x			
No EuroStoxx 50:																										
ABN AMRO	10,33	+1,0	+8,5	+28,8	9.710	Negativo	27,7 x	10,0 x	-45	350	n/r	975	179%	3,9%	8,2%	1,8%	5%		n.a.	n.a.	0,8 x	0,5 x	0,5 x		Neutral	
BBVA	4,40	-7,9	-4,5	+8,9	29.305	20,6 x	9,6 x	8,7 x	1.305	3.050	134%	3.350	10%	3,6%	7,4%	7,4%	8%		n.a.	n.a.	0,7 x	0,6 x	0,6 x		Comprar	
Carrefour	15,09	+4,6	+4,5	+7,6	12.338	17,9 x	20,3 x	20,0 x	641	608	-5%	616	1%	3,2%	10,4%	6,9%	5%		3,66	0,2 x	1,2 x	1,0 x	1,1 x		Vender	
Continental	110,90	-8,2	-6,7	-8,5	22.181	22,3 x	14,6 x	10,1 x	1.089	1.521	40%	2.200	45%	2,3%	13,9%	10,7%	14%		4,85	0,6 x	1,8 x	1,5 x	1,4 x		Neutral	
Deutsche Bank	10,61	+1,1	+3,9	+18,6	21.937	37,4 x	25,8 x	8,8 x	495	850	72%	2.500	194%	0,8%	n/r	1,7%	5%		n.a.	n.a.	0,3 x	0,4 x	0,4 x		Comprar*	
H&M	206,49	-6,9	+3,8	+18,7	341.772	229,0 x	32,7 x	22,6 x	1.243	10.465	742%	15.118	44%	2,7%	18,4%	18,7%	26%		8,52	0,1 x	4,7 x	5,7 x	5,8 x		Comprar	
E.ON	9,15	+4,8	+8,3	+0,9	24.168	15,1 x	13,9 x	10,7 x	1.587	1.742	10%	2.252	29%	5,4%	16,0%	32,3%	34,8%		9,33	4,6 x	4,5 x	4,5 x	3,7 x		Comprar	
Ferrari	169,55	+3,6	+5,0	-10,1	31.474	59,8 x	40,4 x	37,0 x	609	780	28%	850	9%	0,6%	54,2%	35,5%	28,2%		20,32	1,2 x	17,6 x	14,3 x	10,4 x		Comprar	
Fresenius	36,29	-0,0	+2,4	-4,1	20.233	15,6 x	11,3 x	10,8 x	1.796	1.783	-1%	1.881	6%	2,2%	12,1%	9,9%	9,7%		6,02	3,4 x	1,8 x	1,0 x	1,0 x		Neutral	
Nestlé	104,06	+2,6	+9,5	-0,2	299.797	29,8 x	28,6 x	27,1 x	10.063	10.495	4%	11.080	6%	2,7%	17,7%	18,2%	19%		18,25	0,5 x	4,8 x	5,3 x	5,1 x		Comprar	
RWE	32,54	+4,2	+3,8	-5,9	22.004	19,3 x	23,2 x	18,6 x	1.213	950	-22%	1.180	24%	2,8%	20,0%	5,3%	6,4%		9,97	0,3 x	1,2 x	1,2 x	1,2 x		Comprar	
Royal Dutch Shell	17,15	-4,6	+1,5	+17,4	129.211	41,2 x	11,7 x	8,5 x	2.708	11.000	306%	14.000	27%	3,4%	3,6%	8,1%	9%		5,00	0,5 x	1,2 x	1,0 x	0,9 x		Neutral	
Ryanair	16,26	-4,3	-2,0	+0,0	18.336	28,2 x	Negativo	Negativo	649	-995	n/r	-36	n/r	0,0%	10,5%	Negativo	Negativo		Negativo	0,1 x	3,4 x	4,0 x	4,0 x		Comprar	
Soc. Generale	22,11	+0,7	+7,7	+29,9	18.868	Negativo	10,5 x	7,1 x	-258	1.800	n/r	2.650	47%	3,6%	3,3%	3,8%	5%		n.a.	n.a.	0,4 x	0,3 x	0,3 x		Neutral	
Telefonica	4,00	-2,2	+13,5	+23,4	22.122	11,5 x	8,9 x	9,4 x	1.582	2.474	56%	2.344	-5%	7,5%	10,5%	13,0%	12%		3,83	2,4 x	1,3 x	1,0 x	0,9 x		Vender	
Unibail-Rodamco	67,60	-6,9	+11,1	+4,7	9.362	8,9 x	8,5 x	7,9 x	1.009	1.102	9%	1.188	8%	0,0%	6,9%	7,6%	9%		20,76	1,0 x	1,1 x	0,6 x	0,7 x		Vender	
Unicredit	9,09	-4,1	+6,4	+18,8	20.330	Negativo	9,9 x	6,8 x	-1.849	2.050	n/r	2.975	45%	3,9%	5,7%	4,0%	6%		n.a.	n.a.	0,5 x	0,4 x	0,3 x		Neutral	
Unilever	47,09	+0,3	+9,4	-5,0	123.668	23,1 x	20,3 x	19,3 x	5.581	6.083	9%	6.417	5%	3,6%	47,9%	31,5%	30%		13,50	1,2 x	9,0 x	6,4 x	5,9 x		Comprar	

Estrategia de Inversión 2T 2021

ANEXO IV.- Nasdaq-100. Integrantes y consenso de estimaciones para 2021

BPA's y ROEs 2021 esperados por el consenso¹ para cada compañía del índice.

Compañía	Capitalización	BPA'21e	ROE'21e	Compañía	Capitalización	BPA'21e	ROE'21e
Apple Inc	2.057.213.313.024	4,43	129,03	Regeneron Pharmaceuticals Inc	50.326.282.240	45,13	32,41
Microsoft Corp	1.791.879.675.904	7,38	47,06	Keurig Dr Pepper Inc	48.705.519.616	1,60	9,32
Amazon.com Inc	1.579.934.416.896	61,11	24,16	Kraft Heinz Co/The	47.606.001.664	2,57	6,09
Alphabet Inc	1.380.211.490.816	78,09	20,31	Monster Beverage Corp	47.331.643.392	2,69	27,32
Facebook Inc	827.618.295.808	12,08	22,86	Marriott International Inc/MD	46.203.064.320	1,97	79,78
Tesla Inc	635.576.582.144	4,22	17,83	KLA Corp	45.769.416.704	13,43	64,62
NVIDIA Corp	324.154.589.184	13,11	44,91	Walgreens Boots Alliance Inc	44.956.086.272	4,84	18,49
PayPal Holdings Inc	285.497.524.224	4,56	21,39	American Electric Power Co Inc	42.037.460.992	4,67	10,23
Intel Corp	257.919.238.144	4,59	23,10	Exelon Corp	41.805.328.384	2,79	8,09
Comcast Corp	257.158.037.504	2,84	13,50	IDEXX Laboratories Inc	41.658.884.096	7,57	72,32
Netflix Inc	236.988.825.600	10,58	34,03	Ross Stores Inc	41.592.115.200	4,17	37,29
ASML Holding NV	234.444.554.240	10,42	30,01	Align Technology Inc	41.060.388.864	8,97	19,74
Adobe Inc	220.585.639.936	11,76	39,63	eBay Inc	41.037.684.736	4,02	71,10
Cisco Systems Inc/Delaware	211.131.498.496	3,19	33,80	Lululemon Athletica Inc	40.930.054.144	4,59	27,70
PepsiCo Inc	192.400.228.352	6,05	57,09	Biogen Inc	40.705.630.208	18,67	24,56
Broadcom Inc	189.476.782.080	26,82	47,52	Cognizant Technology Solutions Corp	40.448.724.992	3,98	17,31
Pinduoduo Inc	167.439.679.488	-2,19	-7,96	Microchip Technology Inc	40.383.913.984	6,53	29,58
Texas Instruments Inc	165.015.420.928	6,93	64,87	Match Group Inc	39.240.294.400	2,24	n/a
T-Mobile US Inc	154.592.395.264	2,71	5,69	DocuSign Inc	38.796.378.112	1,29	n/s
Costco Wholesale Corp	150.611.951.616	10,06	24,75	Electronic Arts Inc	38.268.641.280	5,41	16,72
QUALCOMM Inc	150.542.712.832	7,24	102,90	Synopsys Inc	35.827.503.104	6,28	19,10
Amgen Inc	141.526.859.776	16,83	84,57	Cadence Design Systems Inc	35.778.416.640	3,01	31,38
Charter Communications Inc	140.932.251.648	19,69	17,86	Xcel Energy Inc	35.183.738.880	2,98	10,71
JD.com Inc	130.684.542.976	13,29	9,85	DexCom Inc	35.024.908.288	2,32	13,69
Starbucks Corp	125.088.129.024	2,77	n/a	Cintas Corp	34.979.094.528	9,99	30,41
Applied Materials Inc	106.797.367.296	5,99	44,06	Paychex Inc	34.674.688.000	2,95	36,69
Intuit Inc	104.935.448.576	8,36	33,98	O'Reilly Automotive Inc	34.070.593.536	23,50	n/a
Zoom Video Communications Inc	99.792.281.600	3,76	26,78	Alexion Pharmaceuticals Inc	33.435.734.016	12,96	21,00
Micron Technology Inc	95.534.546.944	4,74	12,50	Peloton Interactive Inc	33.381.763.072	0,37	15,34
Advanced Micro Devices Inc	94.981.152.768	1,91	32,13	PACCAR Inc	31.648.294.912	5,75	17,83
Baidu Inc	90.889.396.224	68,10	10,27	Marvell Technology Group Ltd	31.183.554.560	1,37	11,29
Booking Holdings Inc	90.730.381.312	40,25	33,61	Xilinx Inc	30.015.488.000	3,01	28,71
Intuitive Surgical Inc	84.145.545.216	12,29	13,90	Okta Inc	29.604.157.440	-0,38	n/a
Mondelez International Inc	82.749.915.136	2,86	14,80	ANSYS Inc	28.934.316.032	6,76	13,92
Fiserv Inc	81.198.792.704	5,41	9,06	Skyworks Solutions Inc	28.920.166.400	10,20	40,88
Gilead Sciences Inc	81.050.255.360	7,16	34,29	Verisk Analytics Inc	28.910.155.776	5,35	30,13
Automatic Data Processing Inc	78.758.117.376	5,93	42,36	Fastenal Co	27.396.077.568	1,56	31,59
Lam Research Corp	77.800.718.336	25,08	67,76	Seagen Inc	26.058.692.608	-2,20	n/a
NetEase Inc	73.614.729.216	26,81	18,00	Sirius XM Holdings Inc	25.833.467.904	0,27	n/a
MercadoLibre Inc	72.144.044.032	1,19	5,32	Dollar Tree Inc	25.643.622.400	6,22	18,84
CSX Corp	70.851.969.024	4,36	25,50	Copart Inc	25.378.078.720	3,19	26,81
Activision Blizzard Inc	70.797.017.088	3,64	17,01	Fox Corp	24.024.512.512	2,57	15,66
Workday Inc	62.545.768.448	2,84	24,31	Trip.com Group Ltd	23.886.741.504	2,85	0,97
Illumina Inc	60.757.135.360	5,00	14,75	Maxim Integrated Products Inc	23.815.448.576	2,95	38,47
Autodesk Inc	59.070.328.832	4,96	82,72	Splunk Inc	22.353.053.696	-0,68	n/a
Atlassian Corp PLC	55.743.770.624	1,12	74,89	VeriSign Inc	22.195.937.280	5,43	n/a
Vertex Pharmaceuticals Inc	55.524.868.096	11,31	28,08	CDW Corp/DE	22.003.070.976	7,07	86,65
Analog Devices Inc	55.514.820.608	6,04	16,12	Cerner Corp	21.970.491.392	3,16	21,21
Moderna Inc	54.679.724.032	22,07	108,85	Incyte Corp	17.554.503.680	3,19	22,31
NXP Semiconductors NV	53.080.309.760	9,29	20,27	Check Point Software Technologies Lt	15.887.679.488	6,71	26,04

Nº de compañías con BPA negativo (pérdidas) = 4

¹ Según consenso de estimaciones Bloomberg al 24 Mar. 2021.