

Estrategia de Inversión 2022

Año de ajuste en bonos y consolidación de bolsas. Inflación, tipos, virus y geoestrategia. Somos más selectivos que nunca.



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	3
Síntesis de estimaciones	4
1.- Perspectiva Global	7
2.- España y Portugal	37
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	49
4.- Estrategia en Bonos	61
5.- Temática Trimestral: ¿Qué es el Metaverso?	63
ANEXO I: Estimaciones detalladas sobre España y Portugal según escenarios	65
ANEXO II: Carteras Modelo de Fondos y Acciones de Análisis Bankinter. Popcoin	67
ANEXO III: Ratios y estimaciones para las compañías del Ibex-35 y EuroStoxx-50	69
ANEXO IV: Estadística de Recomendaciones Emitidas	73

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	Mariana Queirós Ferro	Filipe Aires Lopes
	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)

▪ Advertencias legales e identificación de fuentes de información relevantes

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

Estrategia de Inversión 1T 2022

Resumen

▪ **Las claves de 2022 son: inflación, tipos de interés, niveles de las bolsas, virus y geoestrategia.**- Tanto las bolsas como el ciclo económico se encuentran en un punto de consolidación, no de inflexión. De continuidad, no de agotamiento. Esto es lo más importante que queremos transmitir en esta Estrategia de Inversión. La **inflación** no remitirá hasta finales de 2022, los bancos centrales se limitarán a realizar "ajustes finos" en sus **tipos** directores (en absoluto cambios bruscos), los **máximos históricos de la bolsa** americana están justificados pero en adelante los avances serán equivalentes a los de los beneficios empresariales (rango +6%/+8% en 2022) pero con la tranquilidad de que los potenciales por valoración son superiores (+14%/+17%), el perjuicio económico ocasionado por el **virus** disminuirá progresivamente hasta ser muy reducido en verano y la **geoestrategia** (Rusia/Ucrania y China/Taiwán) probablemente proporcionará algún susto en algún momento... pero ninguna estrategia de inversión puede quedar condicionada a aquello que es absolutamente imprevisible. Cuando suceda, si sucede, reaccionaremos. Desde verano de 2020, todo o casi todo lo que podía salir bien ha salido bien y lo más razonable es que continúe siendo así en 2022, sin olvidar que tenemos por delante un **ajuste en el precio de los bonos** y que **los potenciales de las bolsas son ya más modestos**.

▪ **El sesgo más hawkish o duro de los bancos centrales es bueno porque transmite confianza en la sostenibilidad del ciclo expansivo post-Covid.**-

Habría sido peor sufrir unos bancos centrales inseguros e involucionando hacia posturas más suaves o *dovish*. Su reenfoque algo más *hawkish*/duro transmite seguridad sobre la solidez del actual ciclo expansivo: si se atreven a ir haciendo algo ante una inflación elevada es porque la economía puede aguantarlo al estar bien anclado el impulso expansivo. Las bolsas seguirán encajándolo bien, aunque tomen beneficios ocasionalmente, mientras que los bonos empezarán a sufrir más rápidamente a partir de ahora. Todo esto es bueno. Y deberían salir beneficiadas financieras y tecnológicas, aunque no solamente.

▪ **Este es el año de ajuste para los bonos: TIR al alza y precios a la baja. Eso abre la puerta a un nuevo periodo de oportunidades porque los tipos de las emisiones en 2023 serán superiores.**-

El ajuste en el mercado de bonos probablemente se extenderá durante todo o casi todo 2022, puesto que el mercado tardará más tiempo en asegurarse de que ya tiene completamente descontadas en precios (de los bonos en mercado) las futuras subidas de tipos que en reconocer que el pico de inflación ha pasado, que es lo que permitirá a las bolsas recuperar la autoconfianza que estimamos podrían perder una vez superada la fase de arranque rápido que pensamos tendrá lugar en 2022. Y el nuevo entorno de tipos directores y de rentabilidades ofrecidas por los bonos en 2023, cuando el ajuste se haya completado, será mucho más sano y sostenible que el actual.

▪ **Los actuales máximos históricos de las principales bolsas están justificados, pero no se puede afirmar que estén "baratas". En los próximos trimestres las bolsas deberían evolucionar en línea con la expansión de los resultados empresariales.**-

Creemos que el arranque de las bolsas en 2022 será dinámico desde el principio, con subidas vulnerables, pero subidas. Es probable que predomine la percepción, más que en años previos, de que los avances de las bolsas se concentrarán en los primeros meses del año para después pararse transitoriamente... precisamente hasta comprobar que la inflación remitirá después de haber alcanzado un pico hacia abril (podría ser algo después en Europa Continental). Estimamos **potenciales** de revalorización más modestos, pero suficientes. Generalmente en **el rango +14%/+17%**. El potencial se desplaza hacia Europa, pero la fiabilidad permanece en Estados Unidos. Eso es algo que no cambia... y se completará con **dólar** más bien apreciado (incluso 1,09/€ ocasionalmente) y **volatilidad** al alza (VIX > 25%), lo cual permitirá identificar más oportunidades de inversión de carácter oportunista a lo largo del año.

Estrategia de Inversión 1T 2022

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
1.- PIB (media anual)								
España	3,0	3,0	2,3	2,1	-10,8	4,8	5,8	2,9
Eurozona	1,7	2,5	1,9	1,3	-6,7	5,0	4,3	2,3
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>130</i>	<i>50</i>	<i>40</i>	<i>80</i>	<i>-410</i>	<i>-20</i>	<i>150</i>	<i>60</i>
Portugal	1,4	2,7	2,1	2,5	-7,6	4,4	3,6	1,7
EE.UU.	1,6	2,3	3,0	2,2	-3,5	5,5	3,8	2,5
R.Unido	2,3	2,1	1,7	1,7	-9,7	6,9	4,8	2,2
Irlanda	2,0	8,9	9,0	4,9	5,9	14,1	6,5	5,5
Suiza	2,0	1,7	3,0	1,2	-2,5	3,3	2,9	1,9
Japón (año natural)	0,8	1,7	0,6	0,3	-4,7	2,0	2,4	1,0
China	6,7	6,9	6,7	6,1	2,3	8,7	4,9	5,5
India (año natural)	9,0	6,1	7,3	4,8	-7,1	8,7	9,1	6,3
Brasil	-3,3	1,3	1,8	1,2	-3,9	4,9	2,5	2,3
Rusia	0,2	1,8	2,8	2,0	-2,9	4,3	2,5	2,0
Turquía	3,2	7,5	3,1	1,0	1,6	10,4	3,4	3,9
2.- IPC								
España	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,5	5,7	2,0	1,5
Eurozona	1,1	1,5	1,8	1,3	0,3	5,1	2,2	1,7
Portugal	0,9	1,5	0,7	0,3	-0,1	3,1	2,1	1,6
EE.UU.	0,9	1,5	0,7	0,4	1,4	7,1	3,6	2,6
R.Unido	1,6	3,0	2,1	1,3	0,6	4,9	3,0	2,0
Irlanda	0,0	0,4	0,7	1,3	-1,0	5,5	3,0	2,0
Suiza	0,0	0,5	0,9	0,4	-0,7	1,9	1,2	0,7
Japón	0,3	1,0	0,3	0,8	-1,2	0,1	0,5	0,4
China	2,1	1,6	2,1	2,9	0,2	3,0	2,5	2,2
India	3,4	5,2	2,1	7,4	4,6	5,2	5,1	3,8
Brasil	6,3	3,0	3,8	4,3	4,5	10,9	5,0	3,5
Turquía	8,5	11,1	16,2	15,5	14,6	22,0	14,2	10,0
3.- Paro								
España (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	14,5	14,2	14,0
Eurozona	9,6	8,7	7,9	7,4	8,0	7,3	7,2	7,1
Portugal	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	6,4	6,3	6,1
EE.UU.	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	4,1	3,6	3,5
R.Unido	4,9	4,4	4,1	3,8	5,3	4,6	4,5	4,3
Irlanda	7,5	6,3	5,5	4,8	6,2	5,0	4,8	4,6
Suiza	3,3	3,2	2,6	2,5	3,3	2,5	2,4	2,4
Japón	3,1	2,7	2,4	2,2	3,0	2,6	2,2	2,0
China	4,0	3,9	3,8	3,6	4,2	4,7	4,1	3,9
India	6,4	4,7	7,0	7,6	9,1	7,5	6,3	5,7
Brasil	11,9	12,0	11,6	11,3	13,9	13,4	12,1	11,0
4.- Crédito s. privado								
España, empresarial Stock (%)	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	8,3	-1,9	3,0	3,4
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-17,8	5,1	2,4	0,4	2,5	-20,7	5,0	3,0
España, hipotecario Stock(%)	-3,0	-2,4	-1,2	-0,6	-1,2	0,9	1,3	1,6
España, hip. Nueva Produc. (%)	5,0	3,6	10,8	1,2	0,9	33,0	3,5	3,0
España, consumo Stock(%)	3,1	4,8	4,4	0,3	-0,7	-0,2	0,5	1,0
España, consumo Nueva Produc.(%)	28,4	15,9	17,0	5,4	-26,6	6,6	4,0	3,0

Estrategia de Inversión 1T 2022

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
5.- Tipos oficiales (Dic.)								
UEM. Tipo intervención	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM. Tipo depósito	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40
UEM. Compra activos ('000M€ / mes)***	80,00	60,00	15,00	20,00	120,00	80,00	20,00	20,00
EE.UU.	0,50/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	0,00/0,25	0,00/0,25	0,50/0,75	1,50/1,75
EEUU. Compra activos (MM\$/mes)	0,00	0,00	0,00	0,00	120,00	90,00	0,00	0,00
R.Unido	0,25	0,50	0,75	0,75	0,10	0,25	0,50	0,70
Suiza	-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
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
India	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	4,00	4,50	5,00
Brasil	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	7,75	6,75
Turquía	8,00	8,00	24,00	12,00	17,00	14,00	11,00	14,50
6.- Euribor (Dic.)								
Euribor 3M	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,54	-0,49	-0,35
Euribor 12M	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,49	-0,30	-0,20
7.- Bono 10A (Dic.)**								
España	1,36	1,56	1,41	0,47	0,02	0,33	0,65/0,85	0,85/1,05
Prima de riesgo España	115	114	117	66	59	71	75	85
Alemania	0,21	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,38	-0,10/0,10	0,00/0,20
Portugal	3,76	1,94	1,71	0,43	0,03	0,25	0,60/0,80	0,80/1,00
EE.UU.	2,45	2,35	2,69	1,92	0,92	1,38	1,70/2,00	1,90/2,10
R.Unido	1,24	1,20	1,28	0,82	0,19	0,76	1,20	1,30
Irlanda	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	0,02	0,30	0,40
Suiza	-0,20	-0,07	-0,14	-0,53	-0,46	-0,31	0,05	0,15
Japón	0,05	0,04	-0,01	-0,02	0,01	0,04	0,13	0,15
8.- Divisas**								
Eurodólar	1,052	1,175	1,147	1,121	1,220	1,124	1,09/1,14	1,11/1,16
Euroyen	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	127,8	130,0/135,0	130,0/135,0
Dólar yen	117,0	112,7	109,7	108,6	103,2	113,6	118,4/119,3	116,4/117,1
Eurolibra	0,840	0,880	0,899	0,845	0,897	0,849	0,82/0,84	0,80/0,83
Eurosuizo	1,070	1,170	1,130	1,090	1,080	1,039	1,08/1,12	1,12/1,15
EuroYuan (offshore)	7,338	7,814	7,877	7,807	7,943	7,177	7,09/7,14	7,03/7,10
9.- Materias primas (Dic.)**								
Petróleo (Brent, \$/b.)	53,6	66,9	53,8	66,0	51,1	73,5	73,0	71,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	53,7	60,4	45,4	61,1	47,8	70,9	70,0	68,0
Oro (\$/oz.)	1.141	1.256	1.282	1.517	1.864	1.798	1.600	1.450
10.- Precios de Vivienda (Dic.)**								
España (%)	4,5	7,2	6,6	3,6	1,5	4,0	2,0	1,0
Portugal (%)	7,1	9,2	10,3	9,6	8,4	8,1	6,4	6,0
Irlanda (%)	9,0	12,1	6,3	0,3	2,2	11,0	4,0	3,0

Fuente: Estimaciones Dic. '21 Análisis Bankinter

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

(**) En bonos, divisas, materias primas y precios de vivienda: 2020 y anteriores con cierres de mercado a 31 dic. 2021 con cierre a 17 de diciembre.

(***) Importe estimado para diciembre de cada año

Estrategia de Inversión 1T 2022

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

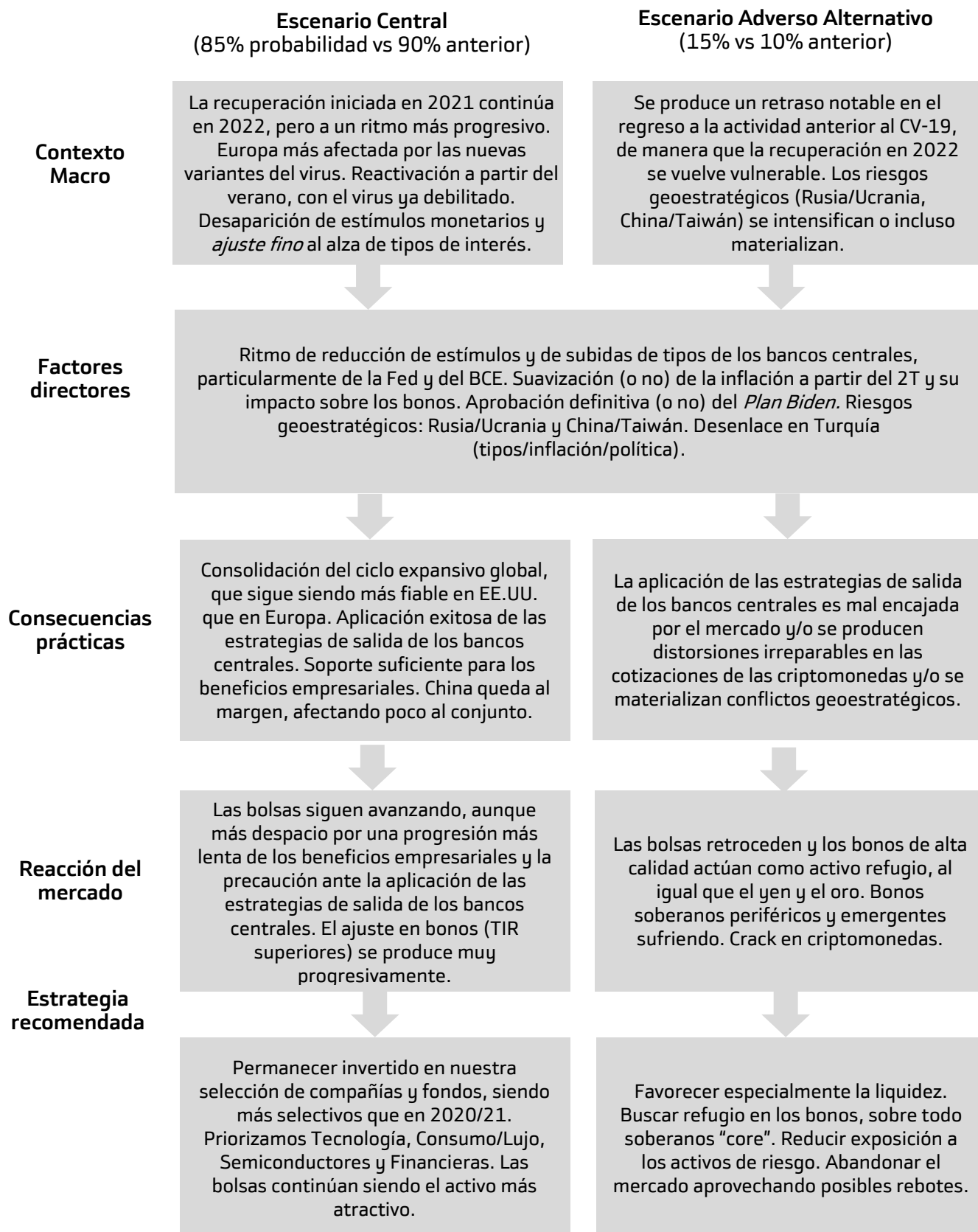
	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023
PIB																
EE.UU.	-3,5	0,5	12,2	4,9	4,9	5,5	5,1	4,1	3,5	2,8	3,8	2,7	2,6	2,2	2,2	2,5
ESPAÑA	-10,8	-4,2	17,5	2,7	3,4	4,8	5,4	5,9	5,4	6,4	5,8	5,2	3,6	2,1	0,9	2,9
UEM	-6,7	-1,3	14,3	3,7	3,4	5,0	6,0	4,6	3,5	2,9	4,3	2,4	2,3	2,3	2,2	2,3
PORTUGAL	-7,6	-5,3	15,5	3,6	4,0	4,4	7,8	3,0	1,7	1,8	3,6	1,8	2,1	1,7	1,3	1,7
R. UNIDO	-9,7	-5,8	23,6	6,6	3,1	6,9	6,3	2,7	3,1	6,9	4,8	4,9	2,7	1,1	0,0	2,2
IRLANDA	5,9	11,2	21,6	11,4	12,0	14,1	6,0	6,0	7,0	7,0	6,5	6,0	6,0	5,0	5,0	5,5
SUIZA	-2,5	-0,5	8,6	4,1	0,8	3,3	2,5	3,5	3,0	2,5	2,9	2,5	2,0	1,5	1,5	1,9
JAPÓN	-4,7	-1,3	7,6	1,2	0,5	2,0	2,8	1,2	2,5	3,0	2,4	1,0	1,2	1,0	0,8	1,0
CHINA	2,3	18,3	7,9	4,9	3,5	8,7	4,5	5,0	5,2	5,0	4,9	5,6	5,5	5,6	5,4	5,5
BRASIL	-3,9	1,3	12,4	4,0	1,9	4,9	2,5	2,8	2,3	2,2	2,5	2,0	2,0	2,5	2,5	2,3
RUSIA	-2,9	-0,7	10,5	4,3	3,2	4,3	2,8	2,1	2,3	2,6	2,5	2,5	2,0	1,8	1,8	2,0
INDIA	-7,1	1,6	20,1	8,4	4,5	8,7	5,5	16,5	7,5	7,0	9,1	6,5	5,5	6,0	7,0	6,3
TURQUÍA	1,6	7,2	22,0	7,4	5,0	10,4	5,2	1,0	3,0	4,5	3,4	4,2	4,3	3,5	3,5	3,9
IPC																
EE.UU.	1,4	2,6	5,4	5,4	7,1	7,1	6,9	4,8	4,2	3,6	3,6	3,1	2,7	2,6	2,6	2,6
ESPAÑA	-0,5	1,3	2,7	4,0	5,7	5,7	5,5	4,3	3,3	2,0	2,0	1,9	1,7	1,7	1,5	1,5
UEM	0,3	1,0	1,8	2,9	5,1	5,1	4,9	3,1	2,5	2,2	2,2	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7
PORTUGAL	-0,1	0,5	0,5	1,5	3,1	3,1	2,8	3,0	2,9	2,1	2,1	1,5	1,5	2,0	1,6	1,6
R. UNIDO	0,6	0,7	2,5	3,1	4,9	4,9	5,5	5,0	3,4	3,0	3,0	2,8	2,4	2,2	2,0	2,0
IRLANDA	-1,0	0,0	1,6	3,7	5,5	5,5	5,0	4,5	3,5	3,0	3,0	2,5	2,5	2,0	2,0	2,0
SUIZA	-0,7	-0,2	0,6	1,5	1,9	1,9	2,0	1,5	1,5	1,2	1,2	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
JAPÓN	-1,2	-0,4	-0,5	0,2	0,1	0,1	0,6	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4
CHINA	0,2	0,4	1,1	0,7	3,0	3,0	3,2	2,8	2,6	2,5	2,5	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
BRASIL	4,5	6,1	8,4	10,3	10,9	10,9	9,4	7,7	6,2	5,0	5,0	4,2	3,8	3,5	3,5	3,5
INDIA	4,6	5,5	6,3	4,4	5,2	5,2	5,5	5,3	5,6	5,1	5,1	4,5	4,3	4,0	3,8	3,8
TURQUÍA	14,6	16,2	17,5	19,6	22,0	22,0	23,0	20,0	17,5	14,2	14,2	12,5	11,8	10,5	10,0	10,0
Paro																
EE.UU.	6,7	6,0	5,9	4,8	4,1	4,1	4,0	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5
ESPAÑA	16,1	16,0	15,3	14,6	14,5	14,5	14,3	14,2	14,3	14,2	14,2	13,9	13,7	13,8	14,0	14,0
UEM	8,0	8,1	7,7	7,5	7,3	7,3	7,3	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1	7,1
PORTUGAL	7,1	7,1	6,7	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,5	6,3	6,3	6,2	6,2	6,1	6,1	6,1
R. UNIDO	5,3	5,0	4,8	4,3	4,6	4,6	4,7	4,6	4,6	4,5	4,5	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3
IRLANDA	6,2	7,9	6,3	5,2	5,0	5,0	5,0	5,0	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,6	4,6	4,6
SUIZA	3,3	3,3	3,1	2,8	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
JAPÓN	3,0	2,6	2,9	2,8	2,6	2,6	2,4	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0
CHINA	4,2	5,3	5,0	4,9	4,7	4,7	4,5	4,4	4,2	4,1	4,1	4,1	4,0	3,9	3,9	3,9
INDIA	9,1	6,5	9,2	6,9	7,5	7,5	7,2	6,9	6,7	6,3	6,3	6,0	6,0	5,7	5,7	5,7
BRASIL	13,9	14,4	14,5	13,2	13,4	13,4	13,8	13,3	12,6	12,1	12,1	11,6	11,5	11,4	11,0	11,0
Tipo Dtor.																
EE.UU.	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,25/0,50	0,50/0,75	0,50/0,75	0,50/0,75	0,75/1,00	1,00/1,25	1,00/1,25	1,25/1,50	1,25/1,50
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	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
UEM. Compra activos ('000M€/ mes)**	120	110	110	90	80	80	60	40	30	20	20	20	20	20	20	20
R. UNIDO	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25	0,25	0,25	0,40	0,50	0,50	0,50	0,50	0,60	0,60	0,70	0,70
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	2,00	2,75	4,25	6,25	9,25	9,25	10,50	10,50	9,25	7,75	7,75	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75
INDIA	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	5,00	5,00
TURQUÍA	17,00	19,00	19,00	18,00	14,00	14,00	13,00	12,00	11,00	11,00	11,00	12,50	12,50	13,50	14,50	14,50

Fuente: Estimaciones Dic. '21 Análisis Bankinter

(*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

(**) Importe estimado para el mes final de cada trimestre

Perspectiva Global: El contexto



Estrategia de Inversión 1T 2022

Informe de Estrategia de Inversión 2022

Enero/Marzo, 2022.

1.- Perspectiva Global.

"Las tres adicciones más perjudiciales son la heroína, los carbohidratos y un sueldo mensual."

Nassim Taleb.

En la anterior afirmación podríamos incluir, refiriéndonos al mercado, los estímulos monetarios (programas de compra de activos) y los tipos de interés ultrarreducidos de manera persistente. Cuando el empleo de ambas herramientas de política monetaria se extiende en el tiempo, como es el caso, corre el riesgo de convertirse en una adicción.

Pero, afortunadamente, el proceso de "desintoxicación" está en marcha desde noviembre 2021, cuando [la Fed comenzó con su "tapering" o reducción progresiva de su programa de compra de bonos](#) en -15.000M\$/mes, hasta unos 105.000M\$/mes, ritmo de reducción que doblará hasta -30.000M\$/mes a partir de enero 2022 con el objetivo de llegar a cero entre marzo y abril. Casi simultáneamente, en su reunión del 16 de diciembre de 2021, el BoE subió +15 p.b. su tipo director, hasta 0,25%, en un movimiento semi-sorpresa con el mismo objetivo de fondo: ir liberando poco a poco al mercado de la asistencia artificial. Es decir, terminar con esa dependencia, casi adicción. En esa misma línea, el BCE parece haber aceptado, tras su reunión de diciembre, ir reduciendo su asistencia vía compras de activos, aunque cualquier alteración en tipos parece prematura (¿2023?). Incluso el BoJ inesperadamente hizo, también en diciembre, un guiño al mercado con un movimiento suave: reducirá sus compras de bonos corporativos. Y otros bancos centrales de menor influencia ya han comenzado a aplicar medidas similares, subiendo directamente tipos la mayoría de ellos: Noruega, Nueva Zelanda, Corea del Sur y Méjico.

Nuestra **conclusión rápida** es que todos (los bancos centrales) aciertan al hacer lo que hacen y la mejor prueba de ellos es que las bolsas acogen casi rebotes esta actitud algo más decidida con respecto a la inflación, mientras que los bonos se resienten menos de lo que hubiera sido razonable. Creemos que este cambio de actitud, más decidida y proactiva por parte de los bancos centrales, tomando algunos riesgos, tendrá un coste francamente asumible considerando que recoge el impacto de un reenfoque más duro de lo esperado en lo que a política monetaria (tipos y estímulos) se refiere, nada menos. Si las bolsas aguantan el cambio de actitud de los bancos centrales sin desestabilizarse, entonces deberíamos ganar tranquilidad y confianza de cara a 2022.

El proceso, por tanto, ya está en marcha. Proceso que se extenderá a lo largo de este nuevo año. **Evolucionamos hacia un mercado menos intervenido**, aunque a un ritmo extremadamente lento y susceptible de detenerse ante cualquier impacto indeseado. Pero, por el momento, la primera reacción del mercado es mejor de lo esperado. Con subidas de las bolsas los días en que se anunciaron estos cambios (coincidiendo curiosamente todos la tercera semana de diciembre) e impacto muy suave en bonos, cuyas ampliaciones de TIR han tendido a revertirse en días posteriores, aunque ciertamente a causa, en gran medida, a eventos nuevos: la sorprendente bajada de tipos en China, el inesperado bloqueo del denominado "Plan Biden" de estímulos fiscales (1,75Bn\$) en el Senado y a

Si las políticas monetarias ultralaxas se extienden en el tiempo, terminan convirtiéndose en una especie de droga para el mercado.

Afortunadamente, evolucionamos hacia un mercado menos intervenido, aunque a un ritmo extremadamente lento y susceptible de detenerse ante cualquier impacto indeseado. Pero el proceso de salida ya está en marcha.

Estrategia de Inversión 1T 2022

las nuevas medidas de contención del virus en Europa ante la extensión de la variante Ómicron.

El reenfoque algo más *hawkish*/duro de los bancos centrales gusta al mercado porque transmite seguridad sobre la solidez del actual ciclo expansivo: si los bancos centrales se atreven a ir haciendo algo ante una inflación elevada (que estimamos no aflojará de forma apreciable hasta finales de 2022), eso es porque la economía puede aguantarlo al estar bien anclado el impulso expansivo. Como pauta general, las bolsas rebotan para, a continuación, tomar algunos beneficios no agresivamente, mientras que los bonos sufren algo (elevación de TIR), pero menos de lo que deberían. Mucho menos, en realidad. Todo esto es bueno. Y deberían salir especialmente beneficiadas financieras y tecnológicas. Así lo expresamos de manera extensa en el apartado 3 de este informe: Ideas de Inversión (especialmente en la Tabla 3.3 de la página 53).

Reducir los programas de compras de activos hasta dejarlos a cero no es demasiado arriesgado y probablemente podrá llevarse adelante sin demasiadas fricciones, pero las subidas de tipos son un caso distinto y mucho más las reducciones del tamaño del balance, algo de lo que, por ahora, todavía no ha comenzado a plantearse.

Cancelar progresivamente los programas de compras de activos o "tapering" es algo perfectamente realizable sin generar desequilibrios, pero subir tipos de manera extendida en el tiempo (es decir, no solo una primera vez, sino hacerlo reiteradamente) resulta francamente más arriesgado y reducir el tamaño del balance de un banco central (es decir, ir vendiendo los bonos comprados y/o no reinvertir los vencimientos o los cupones) es una misión de alto riesgo. Esto no es ninguna apreciación nuestra, sino una realidad comprobada después de la crisis financiera. Entonces la Fed subió por primera vez tipos en diciembre de 2015 con la intención de continuar inmediatamente con el proceso, pero no pudo volver a mover hasta diciembre de 2016 porque la reacción del mercado se lo impidió (caídas de bolsas y de bonos). E inició una reducción de su balance en 2018 (había alcanzado 4,5Bn\$ desde 0,9Bn\$... ahora está en unos 8,5Bn\$, por cierto), pero provocó tal *sell-off* de bolsas y bonos que tuvo que dejarlo. No lo pospuso, como sucedió con los tipos de interés, sino que tuvo que abandonar la idea directamente.

¿Qué sucederá ahora teniendo en cuenta esos antecedentes? Los bancos centrales no terminan de reconocer que la inflación no es tan transitoria como decían porque temen verse comprometidos, si lo hacen, a abordar subidas de tipos cuanto antes. La solidez de las economías británica y americana, sobre todo en materia de empleo, hace posible esto sin generar desequilibrios, frustrar el ciclo económico expansivo o provocar una mala reacción de bolsas y bonos.

Por eso el BoE ha empezado ya y la Fed se ha comprometido a comenzar con las subidas de tipos en algún momento entre el 2T y el 3T 2022. ¿Y por qué no simultáneamente ambos bancos centrales? Pues probablemente porque sus respectivos programas de compras de activos son diferentes: cerrado y ya ejecutado en el caso del BoE, mientras que abierto y de ejecución continua en el caso de la Fed. El primero introdujo 895.000M GBP en su momento y simplemente ha ido reinvertiendo vencimientos y cupones, mientras que la Fed sigue aplicando su programa de compras de manera continua en el tiempo.

Es decir, el BoE introdujo la liquidez que creía suficiente y lo dejó estar, sin hacer nada más, mientras que la Fed estableció un programa de aplicación constante que, previsiblemente, terminará en marzo. Por eso la Fed debe

El reenfoque algo más hawkish/duro de los bancos centrales gusta al mercado porque transmite seguridad sobre la solidez del actual ciclo expansivo.

Como pauta general, las bolsas rebotan para, a continuación, tomar algunos beneficios no agresivamente, mientras que los bonos sufren algo, pero menos de lo que deberían. Todo esto es bueno. Y deberían salir especialmente beneficiadas financieras y tecnológicas.

Los bancos centrales no terminan de reconocer que la inflación no es tan transitoria como decían porque temen verse comprometidos, si lo hacen, a abordar subidas de tipos más agresivas y tempranas... pero no pueden permitirse hacer eso.

Estrategia de Inversión 1T 2022

primero dejar a cero su programa de compras para después subir tipos, a diferencia que el BoE, cuyo primer movimiento correspondía que fuera directamente subir tipos, como efectivamente ha sucedido.

En ese contexto de aplicación de estrategias de salida por parte de los bancos centrales, **la actitud de Turquía y China son verdaderas "notas de color"**. Sus artificiales bajadas de tipos, contrarias a la más básica ortodoxia económica, bajo la excusa de reactivar el crecimiento y el empleo, darán resultados indeseados a medio plazo, probablemente desestabilizando en no mucho tiempo – sobre todo Turquía – algo más que la propia economía. Sus divisas – particularmente la lira turca – son y serán las primeras víctimas, lo que redundará en el agravamiento de sus propias espirales inflacionistas.

Regresando a lo más cercano, tengamos en cuenta que **la recuperación de la economía de la Eurozona es regionalmente asimétrica**, según estados miembros, y ni mucho menos se encuentra tan consolidada como la americana o la británica. Por eso el BCE empieza a sentir la presión de ese desacoplamiento: el mercado espera que haga algo ante el repunte de la inflación, pero solo puede arriesgarse a reducir su programa de compra de bonos por emergencia pandémica (PEPP) hasta dejarlo a cero en marzo, algo que tendrá que contrarrestar con un aumento de la dimensión de su programa de compras ordinario (APP). Pero, sobre tipos, ningún compromiso. Solo las conjeturas permiten pensar en 2023 si todo evolucionase perfectamente (economía y mercados).

La recuperación de la economía de la Eurozona es regionalmente asimétrica, según estados miembros, y ni mucho menos se encuentra tan consolidada como la americana o la británica.

Tabla 1.1: Estimaciones de crecimiento (PIB) actuales y anteriores.

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e		2022e		2023e	
									Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual
UEM	-0,4%	+0,9%	+1,6%	+1,7%	+2,5%	+1,9%	+1,3%	-6,7%	+5,0%	+5,0%	+4,5%	+4,3%	+2,1%	+2,3%
España	-1,2%	+1,4%	+3,8%	+3,0%	+3,0%	+2,3%	+2,1%	-10,8%	+6,0%	+4,8%	+6,0%	+5,8%	+2,0%	+2,9%
Portugal	+1,9%	+0,6%	+1,5%	+1,4%	+2,7%	+2,1%	+2,5%	-7,6%	+4,5%	+4,4%	+4,7%	+3,6%	+1,8%	+1,7%
EE.UU.	+2,2%	+2,4%	+2,4%	+1,6%	+2,3%	+3,0%	+2,2%	-3,5%	+6,4%	+5,5%	+4,3%	+3,8%	+2,4%	+2,5%
R.Unido	+1,7%	+2,5%	+2,3%	+2,1%	+1,7%	+1,3%	+1,5%	-9,9%	+7,0%	+6,9%	+5,5%	+4,8%	+2,0%	+2,2%
Irlanda	-0,3%	+5,3%	+25,2%	+2,0%	+8,9%	+9,0%	+4,9%	+5,9%	+10,2%	+14,1%	+6,0%	+6,5%	+5,5%	+5,5%
Suiza	+2,0%	+2,0%	+1,6%	+2,0%	+1,7%	+3,0%	+1,1%	-2,6%	+3,5%	+3,3%	+2,8%	+2,9%	+1,9%	+1,9%
Japón**	+1,7%	+0,0%	+1,6%	+0,8%	+1,7%	+0,6%	+0,3%	-4,7%	+2,4%	+2,0%	+1,9%	+2,4%	+1,0%	+1,0%
China	+7,7%	+7,4%	+6,9%	+6,7%	+6,9%	+6,7%	+6,0%	+2,3%	+9,2%	+8,7%	+5,2%	+4,9%	+5,5%	+5,5%
India**	+4,7%	+5,3%	+7,4%	+9,0%	+6,1%	+7,3%	+4,8%	-7,1%	+8,9%	+8,7%	+8,5%	+9,1%	+6,7%	+6,3%
Brasil	+3,0%	+0,5%	-3,5%	-3,3%	+1,3%	+1,8%	+1,2%	-3,8%	+5,3%	+4,9%	+2,5%	+2,5%	+2,3%	+2,3%
Turquía	+9,0%	+5,1%	+6,1%	+3,2%	+7,5%	+2,8%	+1,0%	+1,6%	+8,1%	+10,4%	+3,7%	+3,4%	+3,9%	+3,9%
Rusia	+1,8%	+0,8%	-2,0%	+0,2%	+1,8%	+2,8%	+2,0%	-2,9%	+4,5%	+4,3%	+2,5%	+2,5%	+2,0%	+2,0%

e = Estimación propia

(*) Sept. 2021. Informe de Estrategia de Inversión 4T 2021.

(**) Año natural.

¿Qué consecuencias tendrá este planteamiento, el desacoplamiento europeo en particular? Pues probablemente ninguna negativa. En realidad, el mercado está encantado con la situación, sobre todo desde que en la tercera semana de diciembre los tres bancos centrales referidos y algún otro más, como el BoJ, transmitieron sus planes con una transparencia poco habitual en ellos. Las bolsas lo encajan sin conflicto gracias a que la continua expansión (ya no recuperación, excepto en el caso del Ibex-35) de **los beneficios empresariales representa un soporte fiable para las cotizaciones**. En 2022 éstas deberían evolucionar en línea con el avance de los resultados empresariales, que estarán en el rango +6%/+8% en términos generales. Y **los bonos irán ajustándose poco a poco** (precios abajo y TIR arriba), sin traumas, pero consistentemente a lo largo de todo el año.

Las bolsas encajan sin conflicto que los bancos centrales empiecen a aplicar sus estrategias de salida más rápidamente porque la continua expansión de los beneficios empresariales representa un soporte fiable para las cotizaciones.

Estrategia de Inversión 1T 2022

El mercado pedirá cierta concesión (es decir, rentabilidades superiores) a las nuevas emisiones, de manera que ya en 2023 las rentabilidades de mercado de los bonos ofrecerán un modesto atractivo, incluso puestas en relación con unos niveles de inflación que para entonces se habrán reducido hacia el entorno del 3% en Estados Unidos y del 2% en la UEM. Esta perspectiva de conjunto no es mala, sino buena.

La inflación empezará a remitir en el segundo semestre de 2022 (ver Gráfico 1.1), como pauta general, aunque dependiendo de cada economía, pero es improbable que lo haga antes. Sin embargo, **el pico de inflación, en términos globales, se alcanzará hacia abril**. Puede que algo después, hacia verano, en la Eurozona. A partir de ese momento la situación - y, sobre todo, las perspectivas - mejorará. A partir de ese momento los bancos centrales recibirán menos presión para actuar y las perspectivas del mercado se ajustarán a ello, probablemente mejorando el tono de bolsas y bonos desde ese momento.

La inflación empezará a remitir en el segundo semestre de 2022, tras haber alcanzado su pico, en términos globales, hacia abril.

Porque estimamos que **el arranque de las bolsas en 2022 será dinámico desde el principio**, con subidas vulnerables, pero subidas. Es probable que predomine la percepción, más que en años previos, de que los avances de las bolsas se concentrarán en los primeros meses del año para después pararse transitoriamente... precisamente hasta comprobar que la inflación remite después de haber alcanzado un pico hacia abril (podría ser algo después en Europa Continental). **Sin embargo, el ajuste en el mercado de bonos probablemente se extienda durante todo o casi todo 2022**, puesto que el mercado tardará más tiempo que asegurarse de que ya tiene completamente descontadas en precios (de los bonos en mercado) las futuras subidas de tipos de interés que en reconocer que el pico de inflación ha pasado, que es lo que permitirá que las bolsas recuperen la autoconfianza que estimamos podrían perder una vez superada la fase de arranque rápido que pensamos tendrá lugar en 2022.

El arranque de las bolsas en 2022 será dinámico desde el principio, con subidas vulnerables, pero subidas.

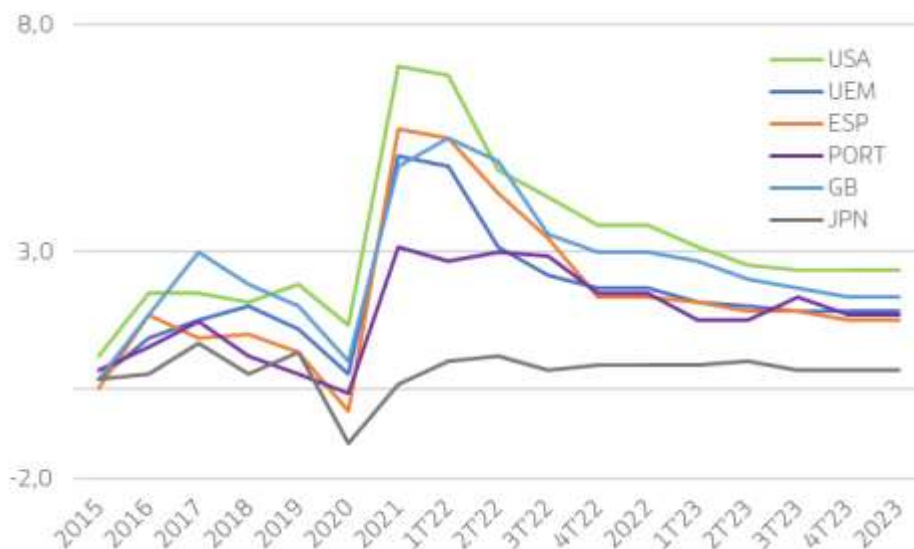
Es decir, en síntesis de tiempos estimados, podríamos atrevernos a conjeturar que **las bolsas arrancarían 2022 con cierta fuerza desde enero, fuerza que podrían perder hacia febrero** después de haber avanzado en el entorno de dígito simple, **para volver a avanzar algo más - aunque irregularmente - una vez superado el pico de inflación de abril, que se publicará en mayo**. Mientras tanto **los bonos seguirán sufriendo su propio proceso de ajuste, el cual podría empezar completarse hacia finales del 3T y/o a lo largo del 4T, de manera que recuperarían atractivo ya en 2023**.

Sin embargo, el ajuste en el mercado de bonos probablemente se extienda durante todo o casi todo 2022.

Es obvio que tal vez resulte demasiado atrevido realizar estimaciones de tiempos en periodos tan cortos, ambicionando a establecer fases distintas a lo largo de 2022, porque las circunstancias frecuentemente cambian inesperadamente, pero la peor estrategia es la que no existe. Es nuestra obligación construir una estrategia de inversión, incluso en tiempos, y posteriormente adaptarla a medida que se desarrollen las circunstancias. Como dijo el general americano Schwarzkopf, comandante en jefe de las fuerzas de la Coalición en la Guerra del Golfo de 1991: "Ninguna estrategia resiste el primer contacto con el enemigo"... lo cual no significa que no deba construirse ninguna estrategia. A este respecto, el científico Stephen Hawking defendía que "la inteligencia es la capacidad para adaptarse al cambio". Eso aspiramos a ofrecer: **una estrategia capaz de adaptarse al cambio**. Porque 2022 no va a ser un año nada fácil de gestionar debido a las múltiples incertidumbres abiertas, algunas de las cuales se materializarán con seguridad (inflación, tipos, NGEU, etc.) y otra esperemos que nunca (geoestrategia, resurgimiento del virus...).

Estrategia de Inversión 1T 2022

Gráfico 1.1: Inflación en el Mundo, realidad y estimaciones.



Fuente: Oficina de Estadísticas de cada país para los datos históricos. Estimaciones Bankinter.

Y lo anterior nos lleva directamente a la que probablemente sea la pregunta más importante para 2022: **“¿Están “caras” las bolsas como algunos defienden?”**. Nuestra respuesta es: No están caras por valoración, pero su potencial es más limitado después de su *rally* continuado desde que comenzaron a recuperarse agresiva y casi linealmente en abril de 2020. Tengamos en cuenta que el S&P500 ha más que doblado desde entonces (aproximadamente hasta 4.550 puntos desde 2.250). Una de las contadas excepciones negativas sigue siendo el Ibex-35, que aún continúa en niveles inferiores a los pre-pandemia. ¿Qué explica esta asimetría y, sobre todo, qué podemos esperar a partir de ahora?. La asimetría la explican los resultados empresariales, tanto en el caso de los máximos históricos (Wall St.), como del desacoplamiento negativo de la bolsa española: como se muestra claramente en la Tabla 1.2 que se ofrece a continuación, a cierre de 2021 el S&P500 habrá ofrecido un BPA¹ un 38,3% superior al pre-pandemia (2019), mientras que en el caso del Ibex-35 éste continuará siendo todavía inferior.

De acuerdo con nuestras valoraciones actualizadas, las bolsas no están caras, pero su potencial es más limitado después de su rally continuado desde que comenzaron a recuperarse agresiva y casi linealmente en abril de 2020.

Tabla 1.2: Resultados empresariales. ¿Cuándo recuperan el nivel de 2019?

La asimetría de las bolsas la explican los resultados empresariales, básicamente.

	BPA, Var. % desde 2019			
	2020r/19r	2021e/19r	2022e/19r	2023e
S&P 500	-19,0%	+38,3%	+48,5%	+62,7%
EuroStoxx-50	-46,9%	+12,4%	+21,4%	+30,9%
Ibex-35	-98,5%	-7,3%	-1,8%	+9,3%
PSI20	-34,3%	+2,9%	+22,1%	+36,8%
Nikkei 225	-22,7%	+45,3%	+56,6%	+65,4%

Fuente: Consenso Bloomberg al 20.12.2021

Elaboración: Análisis Bankinter.

¹ Beneficio Por Acción.

Estrategia de Inversión 1T 2022

Tabla 1.3: Resultados empresariales. Evolución año a año.

	BPA, Var.% a/a			
	2020r	2021e	2022e	2023e
S&P 500	-19,0%	+70,7%	+7,4%	+9,6%
EuroStoxx-50	-46,9%	+111,7%	+8,0%	+7,8%
Ibex-35	-98,5%	n/s	+6,0%	+11,3%
PSI20	-34,3%	+56,7%	+18,6%	+12,0%
Nikkei 225	-22,7%	+88,1%	+7,8%	+5,6%

Fuente: Consenso Bloomberg al 20.12.2021

Elaboración: Análisis Bankinter.

Gráfico 1.2: Evolución relativa del Beneficio Por Acción de las principales bolsas desde 2007 (base 100 en 2007).



Fuente: Consenso Bloomberg al 20.12.2021. Elaboración: Análisis Bankinter.

El todavía elevado peso de las financieras (que realizaron fuertes ajustes en 2020) en este índice, así como el retraso en la recuperación de las cifras en los sectores relacionados con el turismo y la movilidad, explica casi toda esta diferencia en beneficios. Aunque no toda. También influyen – y mucho – unas **perspectivas de crecimiento de la economía española altamente dependientes de la recepción efectiva y correcta utilización de los fondos europeos NGEU²**, condicionados a una serie de reformas aún pendientes, así como la **dudosa oportunidad de la elevación de la presión fiscal precisamente ahora**, cuando la recuperación post-crisis es más vulnerable, con la creación de 5 nuevos impuestos y la elevación de los tipos aplicables a otros varios. La Tabla 1.4 siguiente sintetiza los principales nuevos impuestos introducidos en España, así como sus objetivos iniciales de recaudación y las recaudaciones efectivamente materializadas hasta octubre 2021.

También pesan sobre el Ibex-35 unas perspectivas de crecimiento de la economía española altamente dependientes de la recepción efectiva y correcta utilización de los fondos europeos, así como como la dudosa oportunidad de la elevación de la presión fiscal precisamente ahora.

² New Generation Europe Union. Ver esquema de recepción prevista en la Tabla 2.1.1. de la página 39.

Estrategia de Inversión 1T 2022

Tabla 1.4: España, endurecimiento fiscal.

Cifras en M€/año.	Recaudación estimada	Recaudación real (1)
Tasa Google	968	95
IVA bebidas azucaradas (2)	340	242
Tasa Transacciones Financieras	850	237
Impuesto sobre plásticos (3)	491	0
"Fiscalidad verde" (3)	1.311	0

(1) Hasta Octubre 2021 inclusive. (2) Incremento desde 10% hasta 21%.

(3) Pendientes de aprobación legislativa. Fuentes: PGE 2021 y Agencia Tributaria.

La **Productividad**, que es la variable clave que determina en el largo plazo la riqueza o empobrecimiento relativo de cualquier economía, es la primera y más inmediata víctima de este tipo de medidas. A este respecto, resultan esclarecedoras las cifras ofrecidas en el Gráfico 1.2 sobre la evolución de la Productividad relativa en el seno de la UEM que se muestra a continuación de estas líneas: los mejores y peores reposicionamientos de productividad se corresponden casi sistemáticamente desde 2015 con las mismas economías.

Al final, la productividad determina la riqueza o pobreza de las naciones...

Gráfico 1.3: Productividad en la UEM, ganancia o pérdida por economías.



Fuente: Eurostat. Productividad Laboral por persona empleada y hora trabajada.

Todo esto necesariamente continuará reflejándose en la diferente evolución del Ibex-35 con respecto a la mayoría del resto de índices, lo que en realidad no difiere en absoluto de lo sucedido en los recientes trimestres, como puede apreciarse en la Tabla 1.5 siguiente:

Tabla 1.5: Evolución trimestral de las principales bolsas en 2021.

BOLSAS EN 2021	VAR.% TRIMESTRALES				
	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021 ⁽¹⁾	2021 ⁽¹⁾
Ibex-35	+6,3%	+2,8%	-0,3%	-6,6%	+2,1%
PSI20	+0,6%	+2,1%	+8,5%	+7,0%	+9,9%
EuroStoxx-50	+10,3%	+3,7%	-0,4%	+1,1%	+15,6%
S&P 500	+5,8%	+8,2%	+0,2%	+6,3%	+21,6%
Nikkei 225	+6,3%	-1,3%	+2,3%	-3,0%	+1,8%

(1) Hasta el 20.12.2021

Estrategia de Inversión 1T 2022

Por eso nuestra estrategia en bolsa española es tan selectiva, más aún que en el resto de bolsas, basada en escoger nombres concretos, como se describe en el apartado 3 de este informe: Ideas de Inversión (especialmente en la página 53). Y es precisamente por este persistente retraso en recuperar los beneficios pre-crisis por lo que centramos nuestras recomendaciones en los potenciales del EuroStoxx-50 y bolsa americana, en este mismo orden... aunque con la particularidad, aceptamos que de carácter subjetivo, de que **el potencial de revalorización está más bien del lado europeo, pero la fiabilidad -o confiabilidad - continúa en el lado americano. Y la Tecnología conserva intacto todo o casi todo su atractivo.**

Seleccionar, escoger... más que nunca!

Tabla 1.6: Valoraciones actualizadas de las principales bolsas.

	Var.% 2021 (1)	Valoración			Cotización 17/12/21	Potencial(3) Dic.'22e	Máximo Histórico	Fecha del máximo
		Anterior(2)	Actual (3)	% Revisión				
Ibex-35	+3,5%	9.933	9.664	-2,7%	8.312	+16,3%	15.946	08.11.2007
PSI-20	+11,1%	n/a	5.865	n/a	5.440	+7,8%	13.702	17.07.2007
EuroStoxx-50	+17,3%	5.023	4.875	-2,9%	4.161	+17,1%	5.464	06.03.2000
S&P 500	+21,6%	5.078	5.266	+3,7%	4.621	+14,0%	4.712	10.12.2021
Nikkei 225	+3,9%	33.926	31.875	-6,0%	28.546	+11,7%	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2021 hasta 17.12.2021. (2) Calculado en sept. 2021 para la Estrategia de Inversión 4T 2021. (3) Valoración y potencial de revalorización estimados desde el 17.12.2021 hasta Dic.2022.

En definitiva, tanto las bolsas como el ciclo económico se encuentran en un **punto de consolidación, no de inflexión**. De continuidad, no de agotamiento. Esto es lo más importante que queremos transmitir en esta Estrategia de Inversión. La **inflación** no remitirá hasta finales de 2022, los bancos centrales se limitarán a realizar "ajustes finos" en sus **tipos** directores (en absoluto cambios bruscos), los **máximos históricos** de la bolsa americana están justificados pero en adelante los avances serán equivalentes a los de los beneficios empresariales (rango +6%/+8% en 2022), el perjuicio económico ocasionado por el **virus** disminuirá progresivamente hasta ser muy reducido en verano y la **geoestrategia** (Rusia/Ucrania y China/Taiwán) probablemente proporcionará algún susto en algún momento... pero ninguna estrategia de inversión puede quedar condicionada a aquello que es absolutamente imprevisible. Cuando suceda, si sucede, reaccionaremos.

El potencial de revalorización está más bien del lado europeo, pero la fiabilidad -o confiabilidad - continúa en el lado americano. Y la Tecnología conserva intacto todo o casi todo su atractivo.

Desde verano de 2020, todo o casi todo lo que podía salir bien ha salido bien y lo más razonable es que continúe siendo así en 2022, sin olvidar que **tenemos por delante un ajuste en el precio de los bonos y que los potenciales de las bolsas son ya más modestos.**

Estrategia de Inversión 1T 2022

Eurozona: "Escenario moderadamente optimista, consolidando la recuperación a lo largo de 2022".

En torno al 70% de la población de la UEM se encuentra ya vacunada con la pauta completa, aunque la evolución es dispar entre los diferentes países. La Eurozona logró volver al crecimiento de PIB a partir del 2T 2021 y esperamos que de cara al 2022 logre consolidarse el patrón de recuperación. Sin embargo, la aparición de la nueva variante Ómicron a finales del mes de noviembre supone una nueva fuente de incertidumbre. Además, los avances en las vacunaciones están combinados con el comienzo del desembolso del Fondo de Recuperación Europeo. En este escenario, todas las principales instituciones (FMI, OCDE, BCE) dibujan un escenario de crecimiento de PIB en la Eurozona para 2022 en torno al +4,3%. En cuanto a la inflación, sigue siendo un factor de incertidumbre a monitorizar dado que esperamos que cierre el 2021 en el +5,1% si bien a lo largo de 2022 debería ir progresivamente a la baja. El BCE cree que la inflación aún podría seguir aumentando durante una parte de 2022, pero ha reiterado su confianza en que los precios terminarán por estabilizarse por debajo del 2% a lo largo del horizonte de proyección. En resumen, creemos que la Eurozona presenta un escenario moderadamente optimista de cara a 2022 apoyado en el avance de las vacunaciones y los estímulos económicos del Fondo de Recuperación. Nuestro escenario central apunta un crecimiento del PIB en la Eurozona del +5,0% en 2021 y +4,3% en 2022 (vs -6,7% en 2020).

El año 2021 termina con un nivel relativamente elevado de vacunaciones en la gran mayoría de los países de la UEM (en torno al 70% de la población con la pauta completa), si bien la evolución es dispar entre los diferentes miembros de la Eurozona, con los países más avanzados en niveles cercanos al 90% (como en el caso de España) y los más retrasados apenas superando el 50%. A partir del 2T21 la Eurozona logró volver al crecimiento, tras cinco trimestres seguidos de recortes gracias al levantamiento de restricciones, aumento de la movilidad geográfica, y la liberación de demanda embalsada. Sin embargo, la aparición de la nueva variante Ómicron a finales del mes de noviembre supone una nueva fuente de incertidumbre.

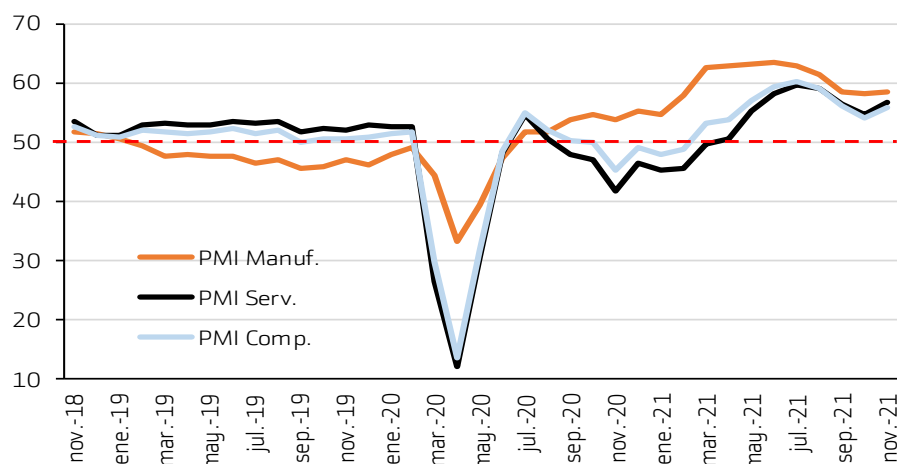
En cualquier caso, esperamos que la Eurozona termine el 2021 con un crecimiento del +5,0% (lo que supone recuperar niveles previos a la pandemia a principios del año próximo) y para el 2022 debería hacerlo en torno al +4,3%. Además, las perspectivas de futuro en algunos indicadores como los PMIs europeos, pese a moderarse ligeramente tras alcanzar máximos históricos en julio (lo cual resulta razonable) siguen a día de hoy en niveles históricamente elevados y claramente en zona de expansión (>50) tanto el PMI Manufacturero, como Servicios y Compuesto.

El año 2021 termina con un nivel relativamente elevado de vacunaciones, aunque la evolución es dispar.

La Eurozona volvió a crecer a partir del 2T 2021, pero la variante Ómicron supone una fuente de incertidumbre.

Todos los PMIs europeos se mantienen en zona de clara expansión.

Gráfico 1.4: UEM (PMIs).



Fuente: IHS Markit.

Estrategia de Inversión 1T 2022

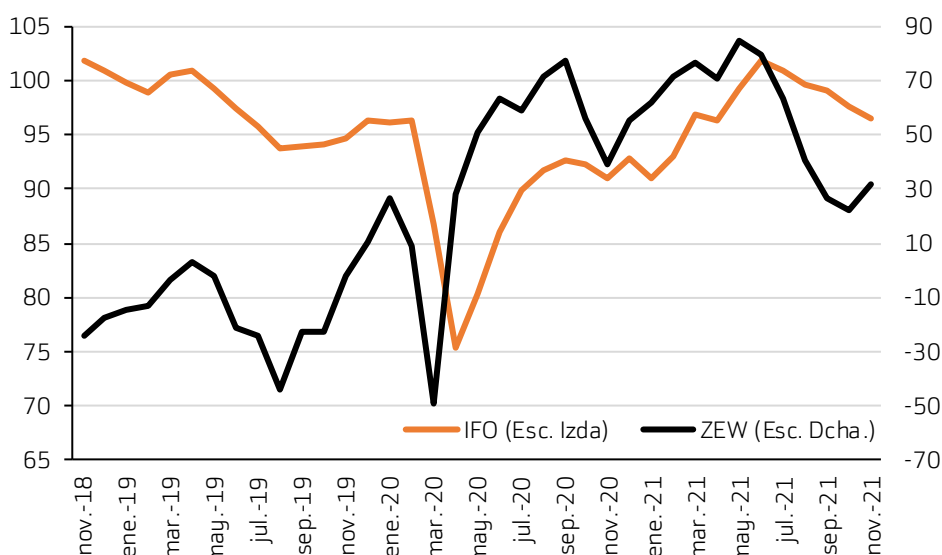
Los avances en las vacunaciones están combinados con el comienzo del desembolso de los primeros apoyos monetarios y fiscales del Fondo de Recuperación Europeo. Un total de 750.000M€ enmarcados en el Presupuesto de la UE 2021-2027, desglosados en 338.000M€ través de transferencias directas y el resto en préstamos y otros programas menores. Por el momento, en agosto ya se ha distribuido un 13% de la parte de ayudas directas y a partir del comienzo del próximo año se irán realizando los siguientes pagos.

En el caso de Alemania, los indicadores de Confianza empresarial (ZEW e IFO) vemos que presentan algo de moderación en los últimos meses, si bien debemos tener en cuenta que estas caídas suponen en cierto modo una "normalización" desde los niveles récord que habíamos visto en la primera mitad del ejercicio y por tanto siguen siendo elevados desde una perspectiva histórica. Además, otros factores como el temor al avance de la variante Ómicron también han tenido impacto en los niveles de Confianza.

Fondo de Recuperación Europeo: ya se han distribuido un 13% del total de ayudas directas

ZEW e IFO recortan desde máximos y vuelven a niveles más normalizados.

Gráfico 1.5: Alemania. ZEW e IFO (expectativas)



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

Entorno macro y tipos de interés:

El FMI y la OCDE en sus últimos informes de previsiones económicas (publicados en octubre y noviembre respectivamente) mantienen un mensaje similar donde esperan crecimientos sólidos en 2021 y 2022 apoyados en la mejora en la evolución de la pandemia y a los masivos paquetes de estímulos económicos y fiscales.

Ambas instituciones señalan que la mayoría de los países desarrollados se encuentran ya recuperando los niveles previos a la pandemia, aunque reiteran que sigue habiendo fuertes divergencias entre las economías avanzadas y emergentes. Respecto a las presiones en precios, el FMI a pesar de que califica los repuntes de inflación de "desajustes transitorios" también señala que existe el riesgo de que estos se vuelvan más persistentes y que los bancos centrales necesiten tomar medidas preventivas.

El FMI y la OCDE mantienen sus mensajes de crecimientos sólidos para 2022 en la Eurozona ...

... y reiteran que los repuntes de inflación son transitorios, pese a que hay riesgo de que se vuelvan más persistentes.

Estrategia de Inversión 1T 2022

Tabla 1.7: Estimaciones sobre PIB (FMI y OCDE)

	2021e		2022e	
	FMI	OCDE	FMI	OCDE
UEM	5,0%	5,2%	4,3%	4,3%
Alemania	3,1%	2,9%	4,6%	4,1%
Francia	6,3%	6,8%	3,9%	4,2%
Italia	5,8%	6,3%	4,2%	4,6%
España	5,7%	4,5%	6,4%	5,5%

Fuente: FMI (publicado: 12-Oct-2021) y OCDE (publicado: 1-Dic-2021)

Por su parte, el BCE en su reunión del pasado 16 de diciembre **mantuvo los tipos sin cambios** (Tipos Director: 0,0%, Depósito: -0,5% y Marginal de Crédito: +0,25%), **anunció el final del PEPP en marzo '22 y un aumento temporal del APP** (40Bn/mes 2T'22 y 30Bn/mes 3T'22) para volver a los actuales 20Bn/mes a partir de octubre'22. El mensaje, en general no presentó grandes sorpresas, pero sí resultó algo más *hawkish* de lo esperado en la parte del APP, dado que supone un recorte significativo de los volúmenes de compras frente a los niveles actuales (aprox: 80Bn/mes).

Además, en cuanto a **previsiones macro**, el BCE anunció que espera un menor ritmo de crecimiento en 2022, pero mayor en 2023. Las nuevas perspectivas macroeconómicas son: PIB: 2021 +5,1% (vs +5,0% previsto en septiembre), 2022 +4,2% (vs +4,6% anterior), 2023 +2,9% (vs +2,1% anterior) y 2024 +1,6%. En cuanto a la inflación se establecen las siguientes perspectivas para el IPC (media del año): 2021 +2,6% (vs +2,2% previsto en septiembre), 2022 +3,2% (vs +1,7% anterior), 2023 +1,8% (vs +1,5% anterior) y 2024 +1,8%.

Por último, en cuanto a la **inflación**, El BCE cree que la inflación aún **podría seguir aumentando durante una parte de 2022. Pero comenzando a desacelerar en algún momento del año 2022 y durante 2023**. El BCE mantiene que este aumento de precios se debe principalmente a la subida de los precios de la energía (petróleo, gas y electricidad), a desequilibrios entre oferta y demanda y a los cuellos de botella que siguen afectando a las cadenas de producción. En todo caso, ha reiterado su confianza en que los precios terminarán por estabilizarse por debajo del 2% a lo largo del horizonte de proyección.

Por último, respecto al **mercado laboral**, a pesar de que en el año 2020 fue una de las áreas de la economía más perjudicadas durante la pandemia (especialmente en los países del sur de Europa). **A lo largo del 2021 se ha visto una progresiva mejora y el último dato que hemos conocido se ha reducido hasta el 7,3%** (recordemos que el nivel pre-pandemia se elevaba al 7,1%). Si bien es cierto que es posible que se produzca algo de repunte a medida que vayan finalizando los ERTes, nuestra perspectiva es claramente más positiva que en trimestres anteriores y **esperamos que la tasa de paro se sitúe en el 7,3% a cierre de 2021 y en el 7,2% en 2022**.

En resumen, la Eurozona presenta un escenario moderadamente positivo con una progresiva recuperación en la parte final del año 2021 y en 2022. El ritmo de avance en las vacunaciones y el alcance de las medidas de estímulo serán los que determinarán el ritmo de dicha recuperación. **Nuestro escenario central apunta a un crecimiento del PIB en la Eurozona de +5,0% en 2021 y +4,3% en 2022 (vs -6,7% en 2020)**.

El BCE, en su última reunión mantuvo los tipos sin cambios, anunció el final del PEPP en marzo '22 y un aumento temporal del APP.

*Previsiones macro BCE:
PIB: +5,1% en 2021 y +4,2% en 2022. IPC (media del año): +2,6% en 2021 y +3,2% en 2022.*

El BCE cree que la inflación aún podría seguir aumentando durante una parte de 2022.

A lo largo del 2021 se ha visto una clara mejora del mercado laboral.

La Eurozona presenta un escenario de progresiva recuperación de cara a 2022.

Estrategia de Inversión 1T 2022

Suiza: "Los tipos negativos van para largo"

*Suiza crece por encima del potencial estimado y vuelve a **niveles CV19** con unos **fundamentales** sólidos, gracias al dinamismo del Sector Exterior y la resiliencia del Consumo Privado. El SNB puede mantener una política monetaria laxa (tipos nominales negativos) mucho tiempo ¿2023? porque: (i) la **Inflación** no es un problema (+1,5% vs +4,9% en la UEM vs +6,8% en EE.UU.) y (ii) el SNB insiste en debilitar el Franco para impulsar aún más el sector exterior. Estimamos una **política monetaria** continuista y un tipo de cambio para el Franco relativamente estable en 2022/2023.*

Diagnóstico: El PIB crece por encima del potencial estimado (+4,1% en 3T 2021 vs +2,0% de media en 2017/2019) y recupera el terreno perdido por el CV19, gracias al dinamismo del sector exterior (+9,7% en Exportaciones) y la resiliencia del Consumo Privado (+2,8% en 3T 2021).

Los fundamentales, son sólidos: La Balanza por Cuenta Corriente arroja un Superávit del 3,0%/PIB, el Déficit Fiscal post-CV19 es de apenas ~2,6%/PIB (vs -7,0% en la UEM) y las condiciones de financiación son atractivas (tipos nominales negativos).

Perspectivas: Los indicadores adelantados de actividad (KOF y PMIs) anticipan una pérdida de tracción en 4T 2021, que consideramos lógica y se explica por la reactivación macro en 9M 2021, los cuellos de botella en la cadena de suministros y las restricciones a la movilidad en Europa (Alemania, Reino Unido, Austria ...).

Lo más importante es: (i) el ritmo de actividad actual todavía es elevado con una Tasa de Paro de las más bajas del mundo (2,5% en nov.) y (iii) el banco central/SNB aboga por mantener una **política monetaria laxa**. En este entorno, ajustamos nuestras previsiones de PIB hasta +3,3% en 2021 (vs +3,5% ant.), +2,9% en 2022 (vs +2,8% ant.) y mantenemos sin cambios nuestra estimación en +1,9% para 2023.

Política Monetaria e Inflación: El SNB puede mantener la política actual durante mucho tiempo ¿2023? (i) El precio de las materias primas y los cuellos de botella presionan al alza los costes de producción, pero la Inflación es de apenas +1,5% en nov. (vs +4,9% en la UEM), con una Tasa Subyacente de +0,7% sin presiones salariales, (ii) el SNB insiste en debilitar el Franco para dinamizar aún más el sector exterior.

El riesgo ahora está en el inmobiliario, porque el precio medio de la vivienda sube +7,1% y el indicador que mide el riesgo de burbuja en el sector (*UBS Real Estate Bubble Index*) está en niveles no vistos desde los años 90.

La buena noticia es que: (i) el índice de riesgo inmobiliario parece haber tocado techo (1,34 puntos en 3T 2021 vs 1,87 en 2T 2021) y (ii) el SNB es partidario de gestionar la estabilidad financiera con medidas **ad-hoc** ¿exigencias de capital a la banca?

En definitiva, estimamos una **política monetaria continuista** del SNB - tipos de interés sin cambios hasta 2023 - y un tipo de cambio para el franco relativamente estable: 1,04/1,08 en 2021 (vs 1,08/1,13 ant.), 1,08/1,12 en 2022 (vs 1,09/1,14 ant.) y 1,12/1,15 en 2023 (vs 1,10/1,15 ant.).

Suiza crece por encima del potencial estimado gracias al dinamismo del Sector Exterior y la resiliencia del Consumo

Es normal que la actividad pierda tracción en 4T 2021

Lo más importante es que el ritmo de actividad es elevado y la política monetaria laxa.

La Inflación, no es un problema en Suiza, por eso el SNB puede mantener la política de tipos negativos mucho tiempo.

Estimamos una política monetaria continuista y un tipo de cambio relativamente estable.

Estrategia de Inversión 1T 2022

Reino Unido: "El BoE subió tipos, esperamos dos subidas adicionales en 2022"

Tras crecer el PIB +6,6% a/a en 3T 2021 y, después del mal dato de octubre, somos más cautelosos y esperamos que el crecimiento se modere en 4T 2021 a +3,1% y que en 2021 aumente +6,9% vs nuestra estimación anterior de +7,0%. La Tasa de Inflación sigue aumentando (+5,1% a/a en noviembre) y se aleja del objetivo del Banco de Inglaterra (+2%) mientras que apenas hay desempleo (Tasa de Paro octubre 4,2%). Esta situación ha impulsado al Banco de Inglaterra a subir los tipos de interés en diciembre y, esperamos dos nuevas subidas de tipos en 2022 como medida para combatir el aumento de la inflación. Recortamos nuestra estimación PIB 2022 al +4,8% desde +5,5% anterior, mientras que la elevamos para 2023 a +2,2% vs +2,0% anterior. Un endurecimiento de la política monetaria podría llevar el Tipo Director al +0,50% (estimación anterior +0,30%) en 2022 y +0,70% en 2023 (anterior +0,40%). Respecto a la libra, esperamos que se aprecie pero más moderadamente que en nuestras previsiones anteriores y que se mueva en un rango de 0,82/0,84 €/GBP en 2022 (anterior 0,80/0,84 €/GBP) y 0,80/0,83 €/GBP en 2023 (anterior 0,78/0,83 €/GBP).

El BoE subió el tipo director al +0,25% desde +0,10% en su última reunión de diciembre. **No modifica el volumen del programa de compra de activos que está en 895.000MGBP** (875.000M GBP soberanos y 20.000M GBP corporativos) desde noviembre de 2020. Considera que su política monetaria es adecuada para alcanzar el **objetivo de inflación de +2% en un plazo de dos años**, apoyar el crecimiento económico (supera con creces a la UEM) y fomentar el empleo. En noviembre rebaja su **previsión para el PIB 2021 a +7,0%** (+7,3% anterior), +5,0% en 2022 (+6,0% anterior) y, mantiene la de 2023 en +1,5%. En diciembre señala que el crecimiento en 4T 2021 será inferior a lo que esperaba al anunciar estas previsiones. Un PIB de octubre débil (+0,1% m/m vs +0,4% esperado) nos hace esperar un crecimiento inferior a la previsión del BoE. Los factores negativos para el crecimiento económico son las dificultades en el suministro de materiales que afectan al sector industrial, el incremento en los precios de la energía, la dificultad para cubrir las vacantes de empleo y, las implicaciones de una política monetaria más restrictiva ante una inflación elevada. Una reactivación en el Consumo de los Hogares suaviza estos efectos.

Las **relaciones con la UE** siguen tensas a causa del **Bréxit**. Las discusiones gravitan en torno a la frontera con Irlanda del Norte y la obligación de imponer declaraciones y controles aduaneros desde enero de 2022. La UE avisa de posibles represalias si este plazo vuelve a alargarse. A los problemas de abastecimiento en empresas industriales, se suman las faltas de suministros en productos básicos de consumo y alimentación. **El proceso de salida de la UE se alarga, los mercados han dado poca importancia a estas noticias que son negativas para el contexto macro y que podrían tomar una mayor relevancia ante la problemática con Irlanda del Norte.**

Entorno macro: Recortamos nuestra estimación para el PIB ante un **entorno de menor crecimiento y tipos al alza:** prevemos que en 2021 aumente +6,9% (+7,0% anterior), en 2022 +4,8% (+5,5% anterior) y en 2023 +2,2% (+2,0% anterior). Las **presiones inflacionistas aumentan** y elevamos nuestras estimaciones para el IPC a +4,9% en 2021 (+3,8% anterior), +3,0% en 2022 (+2,5% anterior) y las mantenemos en 2023 en +2,0%. Esperamos que el BoE utilice el **Tipo Director** como medida para doblegar la inflación y que lo suba a lo largo de 2022 en dos ocasiones hasta +0,50% (anterior +0,30%) y a +0,70% en 2023 (anterior +0,40%).

Divisa: Se cumplen nuestras expectativas. Tras apreciarse a niveles de 0,85 €/GBP en 2021 (+5%), seguimos esperando que la libra **se aprecie, pero más moderadamente que en nuestra estimación anterior, hacia 0,82/0,84 €/GBP en 2022** y a niveles de **0,80/0,83 €/GBP en 2023**, aunque el factor determinante será la evolución de los tipos de interés en la UEM y el tiempo que tarde el BCE en endurecer el sesgo de su política monetaria.

Ante la subida del IPC en un entorno de pleno empleo, el BoE se adelanta a otros bancos centrales y sube tipos en diciembre a +0,25% (+15p.b.). Esperamos dos subidas adicionales en 2022. No se ha modificado el programa de compra de activos (895.000MGBP).

Bréxit: las relaciones entre el Reino Unido y la UE se deterioran ante la problemática con Irlanda del Norte y podría recrudecerse este conflicto que tiene connotaciones negativas para la macro.

Recortamos nuestra estimaciones del PIB 2022 a +4,8% desde +5,5% y +2,2% para 2023 (+2,0% anterior). El IPC puede repuntar al +4,9% en 2021 (anterior +3,8%), +3,0% en 2022 y +2,0% en 2023.

Esperamos una apreciación moderada de la libra a 0,82/0,84 €/GBP en 2022 y 0,80/0,83 €/GBP en 2023 desde 0,85 €/GBP en 2021.

Estrategia de Inversión 1T 2022

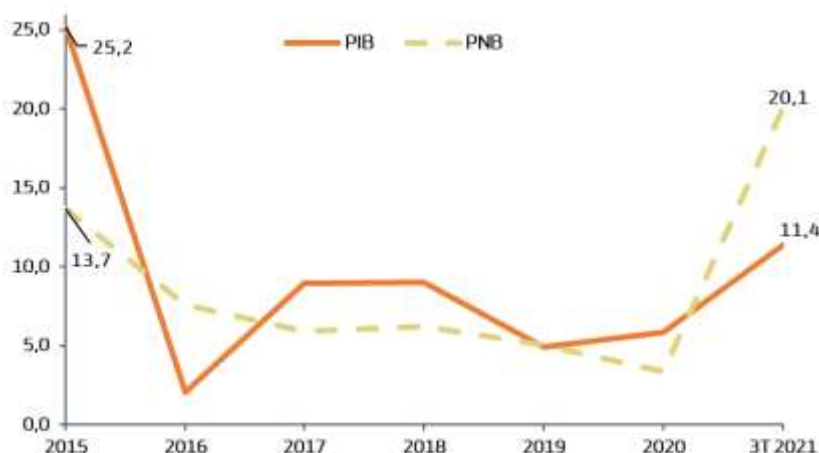
Irlanda: "Lidera el crecimiento económico entre los países desarrollados. Dependencia de las multinacionales y deuda privada como principales desafíos".

Irlanda vuelve a crecer con más ímpetu que los países de su entorno. Se ve favorecida por el buen ritmo de vacunación (92% de la población), las ayudas fiscales introducidas y la presencia de multinacionales. Estimamos que la economía crecerá este año +14,1%, +6,5% en 2022 y +5,5% en 2023, en un entorno de reactivación económica global. Dicho esto, conviene monitorizar la alta incidencia del virus, que ha obligado a introducir nuevas restricciones, la dependencia de las multinacionales y la deuda privada.

El PIB irlandés vuelve a crecer con fuerza en 3T 2021: +11,4%. Se ve favorecido por la vacunación masiva, - en torno al 92% de la población - y las fuertes ayudas fiscales introducidas - en torno al 10% del PIB -. Ello, unido a la mejora de la Confianza de los Consumidores ha permitido un repunte del Consumo Privado (+7,7%) y de las Importaciones (+22%), buen reflejo de la recuperación de la Demanda Interna. Como referencia, en el mes de octubre las Ventas Minoristas fueron +9,0% vs oct. 2019. También las Exportaciones vuelven a repuntar (+18%) por la contribución de las multinacionales asentadas en el país, fundamentalmente tecnológicas, farmacéuticas y financieras. Dicha contribución explica el fuerte crecimiento económico registrado en los últimos años y, como se puede ver en el siguiente gráfico (1.6), la divergencia existente entre PIB y PNB. No obstante, en 3T 2021 se aprecia un fuerte crecimiento también del PNB, superior al PIB, lo que es una buena noticia porque responde al fuerte crecimiento interno del país, sin incluir el efecto de las multinacionales.

Irlanda lidera el crecimiento económico europeo. Crecerá +14,1% en 2021, +6,5% en 2022 y +5,5% en 2023.

Gráfico 1.6: Irlanda. PIB vs PNB 3T 2021



Fuente: Central Statistics office (CSO), Irlanda.

Según nuestra estimación, **el crecimiento económico seguirá siendo sólido en los próximos años**, aunque a ritmos más normalizados. La mejora de la economía, del empleo y el ecosistema empresarial creado en el país nos lleva a revisar al alza nuestra estimación: **el PIB crecerá en 2021 +14,1%** (vs +10,2% previo), **en 2022 +6,5%** (desde +6,0% anterior) **y en 2023 +5,5%** (igual que la estimación anterior).

La mejora del empleo también es evidente. La Tasa de Paro cerró noviembre en 5,2%, vs 6,2% del mismo mes de 2020. El empleo fue uno de los grandes perjudicados por el COVID-19. Para minimizar el impacto de la pandemia introdujeron los ERTes ("Pandemic Unemployment Payment, PUP"). La buena noticia procede de que los trabajadores acogidos a estas ayudas se han reincorporado a sus empleos. Así, la Tasa de Paro incluyendo ERTes se

El PIB se ve impulsado por la vacunación masiva, las ayudas fiscales y la presencia de multinacionales.

Estrategia de Inversión 1T 2022

sitúa en 6,9% en noviembre, vs 20,4% del mismo mes de 2020. La Tasa de Paro irá mejorando progresivamente, en coherencia con la reactivación de la economía. **Estimamos 5,0% en 2021** (vs 6,4% anterior), **4,8% en 2022** (vs 6,0% anterior) y **4,6% en 2023** (vs 5,5% anterior).

Al igual que el resto de países de su entorno, Irlanda tienen que hacer frente a un incremento de la **Inflación** (+5,3% en noviembre) motivado por el aumento de los precios de la energía y los cuellos de botella en las cadenas de suministro, alza que probablemente se prolongará todavía un tiempo. **Estimamos que la Inflación cerrará 2021 en +5,5%** (vs +3,0% anterior), **+3,0% en 2022** (vs +2,2% anterior) y **+2,0% en 2023** (igual que el anterior). También se ha producido un incremento de los **Precios Inmobiliarios**. Como referencia, aumentan en octubre +13,5%. En nuestra opinión, el Sector Inmobiliario tiene recorrido en un contexto de fuerte crecimiento económico, mejora de la confianza, elevado nivel de ahorro y creación de empleo. Además, los precios son todavía un -7,4% vs 2007.

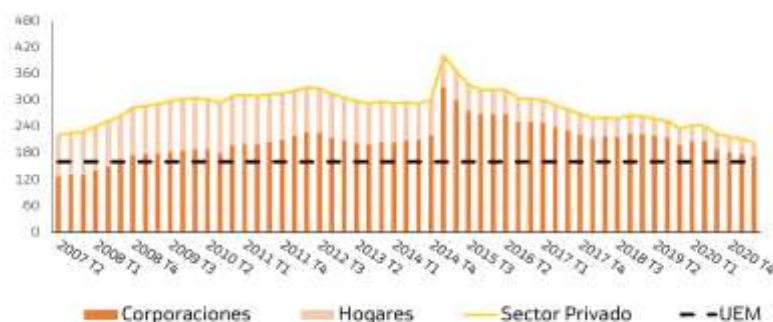
Por tanto, la economía irlandesa evoluciona mejor que el resto de países de su entorno. No obstante, conviene monitorizar:

(i) **COVID-19 y variante Ómicron:** tiene una de las tasas de vacunación más elevadas de la Unión Europea, 92%, pero a pesar de ello sufre una elevada incidencia del virus y acaba de anunciar nuevas restricciones. Entre ellas cierre de locales nocturnos o limitaciones de aforo en hostelería. Esto puede suponer una limitación al crecimiento en los próximos meses.

(ii) **Dependencia de las multinacionales:** Muchas empresas situaron su sede fiscal en Irlanda por las ventajas fiscales que ofrecía. Ventajas que se reducen al haber adoptado recientemente el 15% mínimo propuesto por la OCDE. Todavía es temprano para evaluar el impacto real de esta medida, pero la realidad es que sí ofrece un entorno favorable para las empresas: marco jurídico estable, fuerte crecimiento económico, habla inglesa y mano de obra altamente cualificada.

(iii) **Endeudamiento:** El Déficit cierra 2T 2021 en -2,5% (vs -6,3% en 1T 2021) y la Deuda Pública en 59,1%. Por tanto, las cuentas públicas se ven debilitadas por COVID-19, pero en niveles razonables. Además, emite deuda con tipos bajos y a corto plazo las amortizaciones son reducidas. Sin embargo, la Deuda Privada sí es uno de sus grandes desafíos: Cierra 2T 2021 en 203% sobre el PIB vs 160% promedio europeo, impactada por la deuda de las empresas y no de los hogares.

Gráfico 1.7: Evolución Deuda Privada sobre PIB



Fuente: Banco Central de Irlanda. Elaboración Análisis Bankinter.

En definitiva, Irlanda vuelve a sorprender positivamente y volverá a liderar el crecimiento económico entre los países desarrollados. Dicho esto, conviene monitorizar su fuerte dependencia de las multinacionales, la evolución del COVID-19 y el elevado volumen de Deuda Privada (203% PIB).

Fuerte incremento de la Inflación, en línea con el resto de países. Cerrará 2021 en +5,5% y +3,0% en 2022 y +2,0% en 2023.

A pesar del elevado porcentaje de población vacunada, el alza de la incidencia ha obligado a introducir medidas restrictivas.

Es necesario monitorizar también su dependencia de las multinacionales y el elevado endeudamiento privado.

Estrategia de Inversión 1T 2022

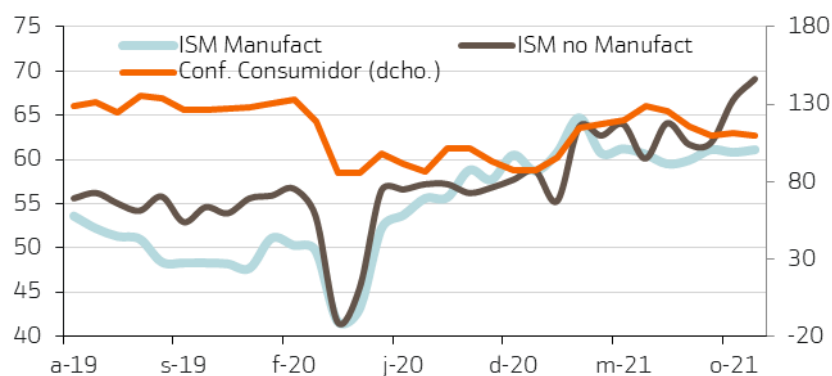
EE.UU: "El repunte de inflación supera expectativas en duración e intensidad. La Fed acelera el *tapering* y comienza la subida de tipos en 2022"

La actividad económica se desacelera en la última parte del año debido a los problemas en las cadenas de suministro, los rebotes de las nuevas variantes del Covid y el repunte de la inflación. **Las estimaciones de crecimiento se revisan ligeramente a la baja, pero se mantienen en niveles sólidos** (+5,5% en 2021 y +3,8% en 2022). El mercado laboral progresa hacia el pleno empleo. La tasa de paro se sitúa en 4,2% y las perspectivas son positivas. El ratio de empleos disponibles sobre número de desempleados se encuentra en máximos históricos. Sin embargo, **el repunte de la inflación supera en intensidad y duración las expectativas del mercado**. La Fed considera que el término "transitorio" no se ajusta al proceso que está experimentando la economía americana y adelanta la retirada de estímulos. **El *tapering* se acelera y la compra de activos quedará finalizada en marzo, lo que abre la puerta a la subida de tipos. Esperamos dos subidas de tipos en 2022, lo que supone situar el tipo director en el rango 0,50%/0,75% y otras tres en 2023 hasta 1,25%/1,50%**. Podríamos ver subidas adicionales si las presiones inflacionistas no terminan de suavizarse, el mercado laboral sigue mejorando y los mercados aguantan bien el endurecimiento de las condiciones financieras. En ese contexto, **el dólar seguirá fortaleciéndose, con una estimación EURUSD de 1,09/1,14 para diciembre 2022**.

Los cuellos de botella en las cadenas de suministro (semiconductores, containers,...) junto con rebotes de nuevas variantes del Covid-19 (Ómicron, Delta,..) y el repunte de la inflación (+6,8% en noviembre) lleva a una **desaceleración del ritmo de crecimiento en la última parte del año**. Los últimos registros desindicadores adelantados e intermedios (Confianza Consumidor, PMI ISM,...) muestran esta ralentización. Como resultado, **las estimaciones de crecimiento para el 2021 se revisan a la baja**. En nuestro caso, esperamos ahora un PIB de +5,5% vs +6,4% anterior.

Ralentización de la actividad en la última parte de 2021 debido a los cuellos de botella en las cadenas de suministro y nuevos rebotes del Covid.

Gráfico 1.8: EE.UU., Evolución reciente de Confianza Consumidor e ISM



Fuente: Institute for Supply Management y Conference Board.

La economía seguirá creciendo a buen ritmo en 2022 y 2023.

Las farmacéuticas confían que con una tercera dosis de las vacunas, las nuevas variantes quedarían neutralizadas. Una vez controlada su expansión y suavizados los cuellos de botella, **la economía seguirá creciendo a buen ritmo en 2022** (+3,8% est). El exceso de ahorro de las familias, -aumentado durante la pandemia y estimado en 2,6 billones de dólares (superando el 10% del PIB)- los avances en empleo, la necesidad de reponer inventarios, la inversión en capital postpuesta por las empresas que se centraron en gestionar la crisis y nuevos estímulos fiscales impulsarán la demanda agregada.

La demanda permanece sólida soportada por el alto nivel de ahorro de los hogares, la necesidad de reponer inventarios y nuevos estímulos fiscales.

En esta línea, el Congreso aprueba un Plan de Infraestructuras de 1,2 billones de dólares para los próximos 5 años para modernizar la red de carreteras, ferrocarriles, suministro de agua...

Estrategia de Inversión 1T 2022

Queda pendiente de aprobación el paquete de 1,75 billones para reforzar la red de seguridad social y luchar contra el cambio climático. Los fondos para ejecutar ese macro-proyecto contemplan una subida de los impuestos, lo que puede complicar su aprobación.

El mercado laboral progresa adecuadamente hacia el máximo empleo. El dato de creación de empleo de noviembre fue algo por debajo de estimaciones (210.000 vs 469.000 de media en los 3 meses previos), pero el resto de indicadores muestran robustez. La Tasa de Participación avanza (61,8% vs 61,3% ant.) y la Tasa de Desempleo mejora hasta 4,2% (vs 4,6% ant.). El Paro de Larga Duración se sitúa por debajo de 2M por primera vez desde el comienzo de la pandemia y los despidos caen al nivel más bajo de los últimos treinta años.

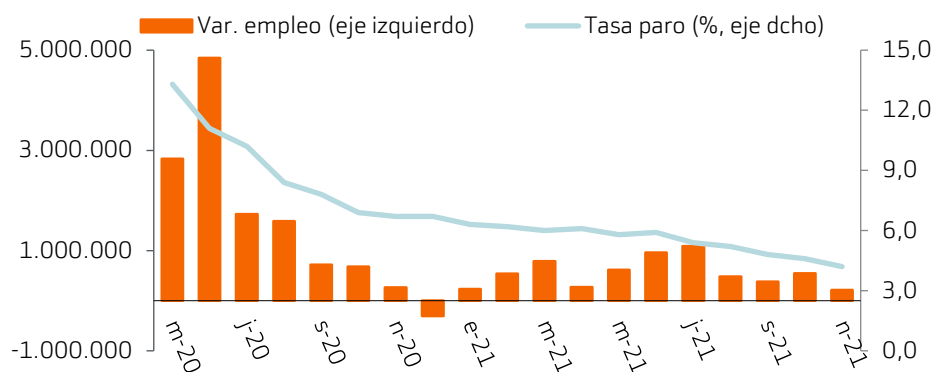
El mercado laboral progresa hacia el pleno empleo.

La disponibilidad de empleo supera ampliamente el nivel de desempleados.

Los salarios suben a buen ritmo y la tasa de paro va camino de colocarse por debajo del 4%

Las perspectivas a futuro siguen siendo positivas. El ratio de disponibilidad de empleo (11,0mn) sobre desempleados (6,9mn) se encuentra en el nivel histórico más alto. Los salarios suben a un buen ritmo (+4,3% a/a), lo que evidencia la dificultad de encontrar personal cualificado. La Encuesta de la Asociación Nacional de Empresas Independientes muestra que los salarios y la intención de subirlos se encuentran en el nivel más alto desde que existen registros. Esperamos que la tasa de paro siga reduciéndose en los próximos meses llegando a 3,6% en 2022 y a 3,5% en 2023.

Gráfico 1.9: EEUU., Creación de Empleo y Tasa de Paro



Fuente: US Department of Labor

Por el lado de la **Inflación, el repunte supera en intensidad y duración las expectativas del mercado y de la Fed.** Los problemas de las cadenas de suministro han dificultado que los productores satisfagan la fuerte demanda, especialmente de bienes. Los aumentos de los precios de la energía y los alquileres también están impulsando la inflación al alza, que se acerca al 7% (+6,8% en noviembre), la tasa más alta desde 1982.

El repunte de la inflación supera en intensidad y duración las expectativas del mercado y de la Fed

Es difícil predecir la persistencia y los efectos de las restricciones de la oferta, pero parece que los factores que empujan la inflación al alza se mantendrán hasta bien entrado 2022. Además, los salarios aumentan a un ritmo rápido y la expansión del Ómicron podría dar lugar a nuevos confinamientos y más presión sobre la inflación.

El registro de noviembre se acerca al 7%, la tasa más alta de los últimos 40 años

Powell reconoce que el término "transitorio" no se ajusta al proceso de inflación que está experimentando la economía americana. Nuestras estimaciones apuntan a un IPC del 7% en 2021, desacelerando hasta +3,5% en 2022 y +2,6% en 2023.

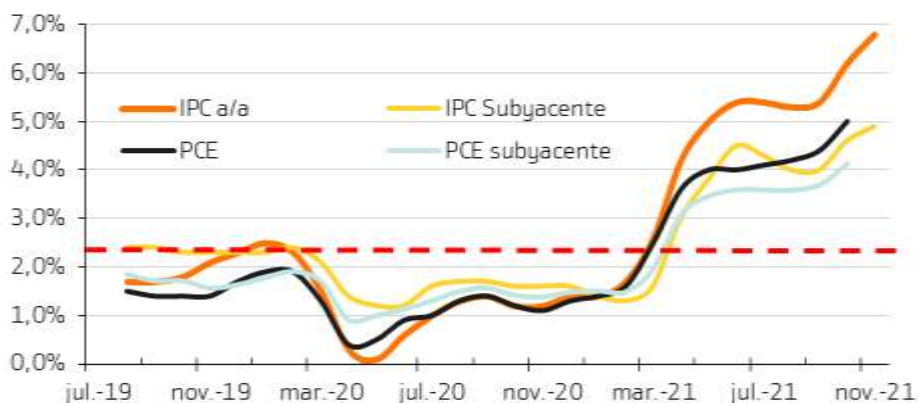
Powell reconoce que el término transitorio no se ajusta al proceso de inflación que está experimentando la economía americana.

Estrategia de Inversión 1T 2022

Las expectativas de inflación a medio plazo, tanto de las encuestas a consumidores como de las descontadas por el mercado, se encuentran por encima del objetivo de la Fed, aunque se han reducido un poco en las últimas semanas, desde que el banco central apuntó a la posibilidad de adelantar la retirada de estímulos para luchar contra la inflación. El *breakeven* de inflación a 2 años se sitúa en +3,1%, a 5 años en +2,70% y a +2,4% en 10 años.

Las expectativas de inflación superan el objetivo de la Fed, aunque se encuentran en niveles aceptables.

Gráfico 1.10: EE.UU., Evolución IPC y PCE



Fuente: Bureau of Labor Statistics

En este contexto, la Fed ha decidido **acelerar el proceso de reducción de compra de activos (*tapering*) hasta 30.000M\$ desde 15.000M\$ anterior**. Con ello terminaría el proceso en marzo/abril adelantándolo desde junio/julio. Los beneficios de acelerar el *tapering* exceden los riesgos. La posibilidad de un *taper tantrum* es baja, ya que los mercados han descontado ya subidas de tipos para el año que viene sin que ello haya resultado en un desajuste desordenado en los precios de los activos. El fin del *tapering* es condición necesaria, aunque no suficiente, para subir tipos. **Acelerar el *tapering* proporciona flexibilidad y crea opcionalidad** a la Fed para combatir las presiones inflacionistas.

La Fed acelera el tapering, que quedará finalizado en marzo

En cuanto a la evolución de los tipos, esperamos al menos dos subidas de tipos en 2022, lo que supone situar el tipo director en 0,75%/1,00%. **Para 2023 esperamos otras 3 subidas hasta 1,50%/ 1,75%**. Podríamos ver subidas adicionales si las presiones inflacionistas no terminan de suavizarse, el mercado laboral sigue mejorando y los mercados aguantan bien el endurecimiento de las condiciones financieras.

Esperamos, al menos, dos subidas de tipos en 2022 y otras tres en 2023.

Podríamos ver subidas adicionales si las presiones inflacionistas no terminan de suavizarse.

En este contexto, la TIR del T-Note repuntará gradualmente: rango 1,70%/2,0% para finales de 2022 y 1,90%/2,10% para 2023.

TIR del T-Note hacia el rango 1,7%/2,0% para finales 2022

En cuanto al dólar anticipamos un mantenimiento de la reciente tendencia apreciatoria. La Fed se adelanta a otros bancos centrales en el comienzo de la normalización de su política monetaria. La reducción de las compras de activos significa un menor volumen de dólares en circulación, lo que incrementa el valor de la moneda. Además, la rentabilidad real del dólar mejorará de cara a 2022 con tipos de interés nominales más altos y dejando atrás los registros más altos de inflación en 2021. **Estimamos un rango EURUSD de 1,09 /1,14 para finales de 2022 y 1,11/1,16 para 2022**. En nuestra opinión, el riesgo de que se encuentre fuera de este rango sería hacia un dólar más apreciado.

Tendencia apreciatoria en el dólar

Estrategia de Inversión 1T 2022

Japón: "La ausencia de tensiones inflacionistas y los nuevos estímulos fiscales serán un viento a favor en próximos meses"

Las medidas de contención contra la variante Delta penalizaron más de lo estimado el Consumo y redujeron el crecimiento previsto para el tercer trimestre. La principal duda a futuro es la evolución de Ómicron. Sin embargo, una campaña de vacunación que ha acelerado con fuerza, una disminución profunda en las tasas de contagio, los efectos leves de esta nueva variante en la salud y los esfuerzos de las farmas para desarrollar fármacos/vacunas deberían suavizar el impacto de este nuevo brote. Nuestras estimaciones apuntan a un desplazamiento del crecimiento previsto inicialmente para este ejercicio hacia 2022 y no una "desaparición" del mismo. La ausencia de presiones inflacionistas, a diferencia de otras economías desarrolladas, es un viento a favor que permitirá mantener la política monetaria ultra laxa. Además, otro catalizador vendrá de la mano del nuevo paquete de ayudas a la economía recién anunciado, que incorpora estímulos fiscales por un importe equivalente al 10% del PIB. En cuanto al yen, su tendencia estructural de depreciación se mantiene intacta, aunque Ómicron supone un paréntesis momentáneo en esta evolución en el corto plazo. El rol como divisa refugio de la divisa nipona implica que se aprecia en momentos de mayor incertidumbre y volatilidad. Por todo ello, y por la fortaleza de los beneficios empresariales, mantenemos nuestra recomendación sobre el Nikkei en Comprar.

Las medidas de contención contra la variante Delta fueron más severas y prolongadas a lo anticipado en el tercer trimestre y provocaron una importante caída del Consumo y, en consecuencia, del PIB. Se acentúa la dicotomía entre el Sector Exterior e Industrial, que aguantan mucho mejor el envite del virus, y los Servicios, principales perjudicados del nuevo estado de emergencia impuesto en los últimos meses en el país.

El avance de la vacunación, que acelera con fuerza y permite llegar a tasas superiores al 75%, la caída de las tasas de contagio y la gradual normalización de la actividad a partir de octubre permitirán una aceleración de la economía en próximos meses. De hecho, los indicadores intermedios y adelantados (PMI de Servicios y Manufacturero, Índice Tankan, Indicador Adelantado, Confianza del Consumidor, etc.) apuntan en esta dirección. Sin embargo, Ómicron genera dudas y hace temer una reactivación más lenta de lo inicialmente estimado. Por ello, reducimos nuestras estimaciones para el PIB de 2021 hasta +2,0% (desde +2,4% anterior) y desplazamos parte del crecimiento previsto para este ejercicio a 2022, cuando mejoramos nuestra previsión hasta +2,4% (desde +1,9% anterior). Será en dicho ejercicio cuando el PIB superará los niveles de 2019. En 2023 mantenemos nuestra estimación inalterada en +1,0%.

Un viento a favor, a diferencia de otros países desarrollados, será la ausencia de presiones inflacionistas. El IPC general avanza muy lentamente. En su último registro (+0,1% a/a en octubre) permanece en terreno positivo por escaso margen y se mantiene muy lejos del objetivo del +2,0% vigilado por el banco central. Ni siquiera la aceleración de los Precios de Producción (+8,0% a/a en noviembre), derivada de las disrupciones en la cadena de suministro, consigue permear a los precios finales. La falta de presiones salariales, el recorte de tarifas de telefonía a principios de año (que tuvieron un impacto a la baja de 1,1% aprox. en el IPC) y la propensión al ahorro de una población envejecida son factores que explican en gran medida este comportamiento. Mantenemos nuestras estimaciones para el IPC sin cambios: +0,1% en 2021, +0,5% en 2022 y +0,4% en 2023.

Las medidas de contención contra la variante Delta pesan sobre el Consumo y, por tanto, sobre el PIB del 3T

A futuro Ómicron supone la principal duda. El avance de la campaña de vacunación, los esfuerzos de las farmas y la baja severidad de esta variante deberían favorecer un impacto moderado

Un viento a favor será la ausencia de tensiones inflacionistas porque permite mantener una política monetaria ultra laxa

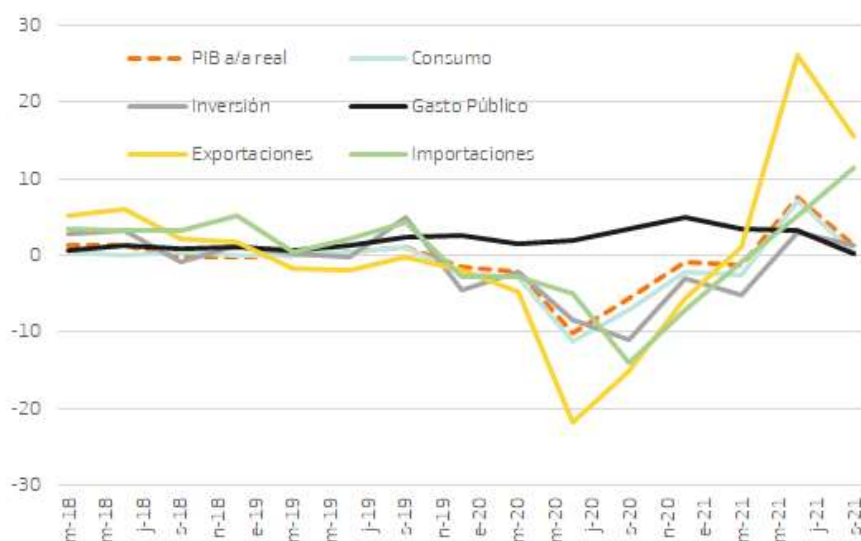
Estrategia de Inversión 1T 2022

Con estos niveles de precios el Banco de Japón no tendrá problemas para mantener su política monetaria ultra laxa inalterada. El tipo director continuará en -0,1% y el programa de compra de activos seguirá siendo ilimitado con el objetivo de mantener el tipo del 10 años alrededor de 0%.

Otro catalizador llegará de la mano del nuevo paquete de ayuda a la economía por 79 billones de yenes (690.000M\$). Este paquete de estímulos incluye ayudas fiscales de 56 billones de yenes (489.000M\$), un 10% del PIB. Conviene recordar que desde que comenzó la pandemia en marzo 2020 Japón ha introducido estímulos por un total de aproximadamente 3Bn\$, casi 2/3 de su PIB.

Otro catalizador relevante será el paquete de ayuda a la economía que incluye ayudas fiscales por el equivalente al 10% del PIB

Gráfico 1.11: Evolución del PIB y sus principales componentes (a/a)



Fuente: Economic and Social Research Institute Japan y Análisis Bankinter

El yen mantendrá su tendencia estructural de depreciación frente al euro, aunque Ómicron supone un freno a esa evolución en el corto plazo. El rol como divisa refugio de la divisa nipona implica un aumento de su atractivo en momentos de mayor incertidumbre y volatilidad. Mantenemos nuestras estimaciones para el cruce euroyen en 130/135 en 2022 y 2023.

La tendencia a largo plazo del yen es depreciatoria, pero Ómicron supone una pausa en esa senda

En resumen, el crecimiento irá ganando inercia gracias a un impacto moderado de Ómicron y una normalización progresiva de la economía. La inflación no será un problema para que la política monetaria siga siendo extremadamente acomodaticia. Los estímulos fiscales servirán de revulsivo al Consumo. El yen recuperará su senda de debilitamiento en próximos meses y los beneficios por acción siguen revisándose al alza. Todo ello, nos lleva a **mantener nuestra recomendación sobre el Nikkei en Comprar.**

Nuestra recomendación sobre el Nikkei permanece en Comprar

Estrategia de Inversión 1T 2022

Emergentes/China: "Cambiamos nuestra recomendación hasta Vender. El intervencionismo irracional, la tensión geopolítica y sectores clave en riesgo aumentan mucho el riesgo de tener exposición en el país."

Revisamos nuestra recomendación sobre China: Vender desde Comprar. Los riesgos de corto/medio plazo han aumentado: más presión regulatoria, tensión geopolítica y sectores clave en riesgo son las 3 piezas clave de su desaceleración económica.

*Durante 2022 pensamos que veremos cómo el Gobierno chino **prohibirá la cotización o salidas a bolsa de compañías chinas en EE.UU.** Esto implica que la información financiera sea muy opaca y, en términos prácticos, desincentivará la inversión extranjera sobre estas firmas. Además, hay **frentes geopolíticos abiertos**: las negociaciones comerciales con EE.UU. y la tensión militar entre Rusia y Ucrania (donde China se posicionaría a favor de Rusia). También estará en el foco su **S. Inmobiliario con la quiebra de Evergrande** y sus efectos colaterales: **implosión en China, pero en ningún caso un riesgo global.***

*Todavía hay una **oportunidad de inversión pero de forma muy selectiva: su Consumo Privado (Lujo)** a través de compañías europeas y americanas (LVMH, Volkswagen, ...). Las ventas en China representan en torno a un 40% de las ventas totales en estas compañías y son una forma de tener exposición a la demanda asiática pero evitando el riesgo intervencionista.*

Revisamos a la baja nuestras perspectivas sobre China y cambiamos nuestra recomendación a **Vender desde Comprar**: en el corto/medio plazo detectamos **más riesgos que oportunidades**.

Cambiamos nuestra recomendación sobre China: Vender desde Comprar

Las claves más importantes de este cambio de recomendación son 3:

1. Aumento de incertidumbre regulatoria (intervencionismo)
2. Tensión geopolítica
3. Sectores clave en riesgo (S. Inmobiliario, inversión china en el exterior, ...)

Dentro de estas tres claves, es necesario hacer *zoom* en cada una de ellas para conocer los detalles y magnitud:

1. Aumento de incertidumbre regulatoria:

- **Más presión intervencionista.** Ahora es el turno de las **salidas a bolsa**. El Gobierno chino está **limitando** (en la práctica prohibiendo) que las **compañías chinas coticen en mercados internacionales** (sobre todo en EE.UU.): **Didi**, que salió a cotizar en EE.UU. hace solo 5 meses, anunció el 3 de diciembre que dejaría de cotizar en la bolsa americana y lastró su cotización un -22% ese mismo día.

El intervencionismo irracional continuará durante 2022 y pone en riesgo las cotizaciones de las principales cotizadas chinas.

Esto no es, ni será, un hecho aislado, sino que **pone en riesgo a otras compañías de referencia ya cotizadas en EE.UU.** y sobre las que muchos fondos de inversión tienen exposición: **Pinduoduo** (e-Commerce; -8% el 3 de diciembre y -64% en el año), **JD.Com** (e-Commerce; -7% ese mismo día y -9% en el año) o **Baidu** (buscador web; -8% y -31% respectivamente).

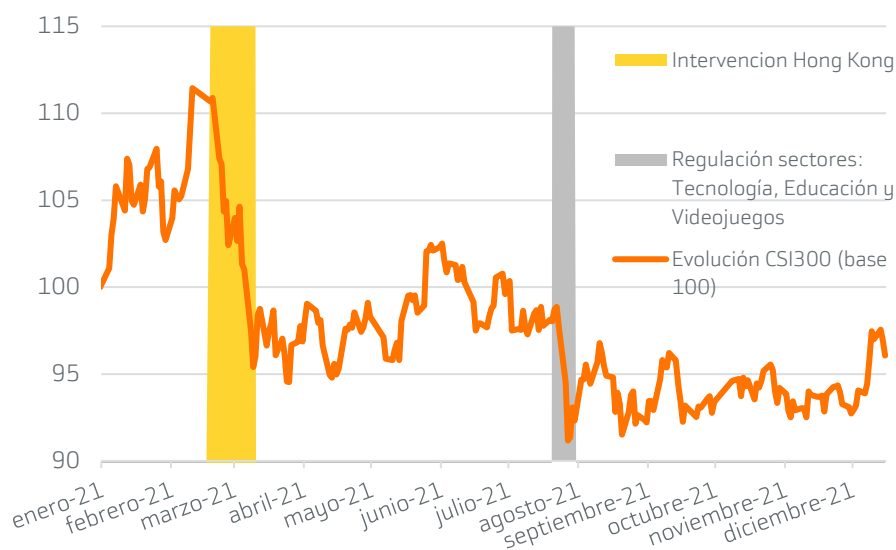
En términos prácticos, China convertirá a sus compañías en cotizadas con información financiera opaca.

Todas estas compañías seguirían cotizando, pero en la bolsa de Hong Kong. Y esto implicará la **pérdida de confianza de inversores internacionales** por la falta de transparencia financiera en los mercados locales chinos.

Estrategia de Inversión 1T 2022

Recordamos que, durante algo más de la primera mitad de año, el Gobierno (i) **"tumbó" de forma inesperada el Sector Educación** (TAL Education -93% acumulado año) prohibiendo la obtención de beneficios, (ii) **aplicó sanciones antimonopolio** a compañías del Sector Tecnológico (p. ej. Alibaba 2.759M€ y -46% acumulado año) y (iii) **limitó el consumo del Sector Videojuegos** (Tencent -17% acumulado año).

Gráfico 1.12: Evolución CSI300 y eventos más importantes de 2021.



Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter

- Además, el Partido Comunista Chino (Xi Jinping) está afianzando un Gobierno casi vitalicio y más autoritario. A principios de noviembre el Gobierno celebró el 19º Congreso Nacional (quizás la reunión política más importante del país), donde presentó y aprobó un nuevo plan político: (i) centralización de todas las decisiones económicas/sociales, (ii) intento de rejuvenecer la demografía china y (iii) afianzar la autoridad de Xi Jinping.

El Gobierno actual (Partido Comunista) está centralizando el poder nacional. Esto es un riesgo adicional porque aumenta el autoritarismo y capacidad de regulación.

Estrategia de Inversión 1T 2022

2. Tensión geopolítica:

- **Relaciones con EE.UU.** en dos frentes: comercial y militar.

En el plano comercial, una vez superada la crisis del CV-19 ambos gobiernos están retomando las negociaciones iniciadas por Trump y Xi Jinping en 2019. Lo más razonable sería la eliminación (o al menos reducción) de los aranceles aplicados durante estos dos años. De hecho muchos *lobbies* empresariales lo llevan reclamando desde hace mucho tiempo porque encarecen sus costes de producción. Pero **el proteccionismo económico chino podría empezar a complicar las negociaciones.**

En el plano militar, el **conflicto latente entre Rusia y Ucrania** (posible invasión de las fronteras ucranianas) es otra piedra en el camino. La UEM y EE.UU. ya se han posicionado del lado de Ucrania amenazando al Gobierno de Putin con sanciones. Y es posible que China (conocido aliado de Rusia por compartir ideales políticos comunistas) se posicione del lado ruso. Es decir, existe la posibilidad de que **un conflicto local (Rusia-Ucrania) termine siendo una negociación Occidente-Oriente.**

La geopolítica vuelve a tomar relevancia: por un lado vuelven a retomar las relaciones comerciales con EE.UU.

Por el lado militar, China podría posicionarse en el conflicto Rusia-Ucrania.

En ambos casos, tensión (riesgo) geopolítica.

3. Sectores clave en riesgo:

- **Sector Inmobiliario: la quiebra de Evergrande ya es un hecho.** El 10 de diciembre impagó dos de sus vencimientos (incluyendo el periodo de gracia). Meses antes, la Compañía había podido hacer frente a sus obligaciones financieras consiguiendo liquidez a través de la venta de filiales o por la venta de acciones por parte de su mayor accionista. Esto confirma la desaceleración del sector y pone en alerta a otras inmobiliarias chinas.

Además, **el PBOC ha reducido inesperadamente su Tipo de Referencia a c/p.** Movimiento que consideramos **negativo** porque: (i) **es contrario al resto de bancos centrales** que sí están retirando estímulos tras el CV19 y (ii) **es incoherente con una supuesta solidez económica** y, específicamente, solidez del S. Inmobiliario.

Bajo nuestro punto de vista, este movimiento **refleja la debilidad de este sector en China y tiene como único objetivo facilitar las condiciones de financiación** de constructoras/promotoras y población hipotecada. Movimiento que, además, va acompañado de inyecciones de liquidez "encubiertas" a través de la reducción del coeficiente de reservas exigido a los bancos (aplicado en julio'21).

No obstante, insistimos en que, bajo nuestro punto de vista, esta crisis inmobiliaria china **no tendría impacto en el resto del mundo** porque **solo el 6% de los acreedores de Evergrande son bancos no chinos.**

Algunos de sus sectores clave están en riesgo: Inmobiliario, Industrial e Inversión en el extranjero.

Uno de los motivos más importantes de la desaceleración en China.

El PBOC ha bajado su Tipo de Referencia a c/p inesperadamente y esto confirma nuestras perspectivas de desaceleración sobre China.

Pensamos que en ningún caso será un problema global, pero sí para China.

Estrategia de Inversión 1T 2022

- **Elevada exposición crediticia en África:** China está llevando a cabo una política de inversión muy agresiva en África ($\approx 2\%$ PIB China) con dos objetivos.
 - (i) **Control de las mayores fuentes de materias primas del mundo:** representa el 25% del territorio cultivable y casi un 40% de la reserva global de minerales. Y, en concreto, posee más del 80% del coltán existente (metal más utilizado para la producción de semiconductores).
 - (ii) **Construcción y explotación de fuentes energéticas naturales:** desde hace varios años el Gobierno chino también está impulsando la inversión internacional (pública y privada) en infraestructuras energéticas. En concreto, se centran en la construcción/explotación de fuentes energéticas. Como, por ejemplo, el proyecto Inga III: un salto hidrográfico en la República Democrática del Congo pendiente de aprobación.

En ambos casos esta estrategia de inversión podría ser positiva para China en el largo plazo. Pero consideramos que no en el corto/medio plazo: **África es uno de los continentes más afectados por el CV19** y que más dificultades está encontrando para controlar la pandemia, y esto afecta a la capacidad de maniobra de sus gobiernos y empresas. En la práctica esto implica **retrasos en los proyectos y más riesgo de impago sobre sus concesiones de crédito.**

- **Control "excesivo" de las emisiones de CO2:** China es el mayor emisor de gases del mundo ($\approx 30\%$ del total) y su Gobierno está endureciendo el objetivo de emisiones para conseguir crédito extranjero (cada vez más enfocado en inversiones sostenibles). Este factor hace que la producción industrial esté penalizada/limitada y repercute directamente en su PIB y mercado laboral.

Estrategia de Inversión 1T 2022

Estos tres puntos, con sus respectivos desarrollos, son los riesgos más importantes por los que no recomendamos invertir actualmente en compañías chinas.

Sin embargo, sí que seguimos detectando un **punto fuerte del país y sobre el que se puede invertir de forma muy selectiva**: el **Consumo Privado** (especialmente lujo). Está impulsado por las rentas medias y altas, y sigue representando el 30%/40% de las ventas de muchas de las compañías de Consumo y Autos en EE.UU. y Europa (p. ej. LVMH o Volkswagen). Pensamos que estas compañías siguen siendo una oportunidad de inversión porque son sectores con potencial de crecimiento, beneficiados por la mayor fortaleza de china pero evitando cualquier riesgo regulatorio del país.

Además, el Gobierno chino ha abierto la puerta a nuevos estímulos fiscales durante 2022 con el objetivo de estabilizar y mantener el crecimiento económico (desacelerado en los últimos trimestres). Un punto a favor adicional para el Consumo asiático.

En definitiva, **revisamos a la baja nuestras perspectivas** sobre China por riesgos regulatorios, geopolíticos y sectoriales; y reducimos nuestras estimaciones de PIB: +8,7% a/a en 2021 (vs +9,2% anterior), +4,9% en 2022 (vs 5,2% anterior) y +5,5% en 2023 (igual que anterior). **Los riesgos superan a las oportunidades** y no es momento de invertir en el país. Pero sí para aprovechar la fortaleza de su **consumo de forma muy selectiva**.

Pero sí detectamos una oportunidad de inversión en China: su Consumo Privado (lujo).

Sigue siendo excepcionalmente fuerte y las compañías europeas y americanas son la mejor forma para tener exposición (LVMH; Volkswagen, ...).

Son compañías sin riesgo regulatorio chino, con buenos resultados y exposición de ventas en China de un 40% aprox.

Estrategia de Inversión 1T 2022

Emergentes-India:" La economía se acerca a niveles pre-pandemia. Con la vista puesta en la variante Ómicron y la alta dependencia energética en el corto/medio plazo. El relevo generacional, un problema en el futuro."

La variante Delta parece cosa del pasado. Con un 38% de la población ya vacunada con la pauta completa, el número de casos diarios ha disminuido. El Consumo mejora, aunque todavía no recupera los niveles del 1T 2021, y el Paro sigue reduciéndose hasta el entorno del 7%. De cara a 2022 y 2023 la economía liderará el crecimiento mundial con el apoyo del Banco Central y la Inflación controlada en el rango objetivo (+2%/+6%, pero +4% en el medio plazo). Sin embargo, la nueva variante Ómicron y la alta dependencia energética suponen riesgos a corto plazo que podrían frenar el crecimiento del país. En el largo plazo, surge el problema del relevo generacional, que podría suponer una pérdida de competitividad. Por ello, decidimos mantenernos neutrales en el país en el corto plazo, a la espera de ver cómo evolucionan estos dos factores de riesgo.

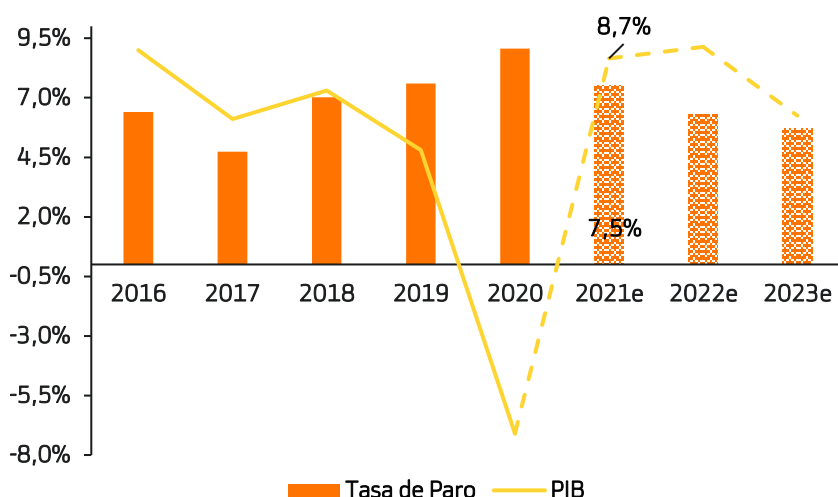
Como el ave fénix, India vuelve a resurgir de sus cenizas. La recuperación de la senda del crecimiento en el 3T 2021 se explica por la **aceleración en el ritmo de vacunación** hasta alcanzar un **38% de la población inmunizada por completo** y un **60% con al menos una dosis suministrada**. Gracias a esto, la presión hospitalaria se estabiliza y la incidencia acumulada se suaviza.

La **economía crece +10,4% frente al trimestre anterior y +8,4% en términos interanuales**, liderando estas subidas el **Consumo (+9,2% t/t y +8,65 a/a)** y la **Inversión (+11,8% t/t y +11,0% a/a)**. Ante la mejora sanitaria y la retirada de las restricciones de movilidad, las familias vuelven a destinar una mayor parte de su presupuesto a actividades y bienes discretivos. Además, mejora la confianza en el país y permite que las inversiones de capital vuelvan a la India.

India vuelve a resurgir de sus cenizas gracias a la aceleración en el ritmo de vacunación

Crecimiento 3T 2021: +10,4% t/t y +8,4% a/a. Impulsado por el Consumo y la Inversión.

Gráfico 1.13: India. Evolución Anual PIB y Tasa de Paro.



Fuente: MOSPI (Ministry of Statistics and Programme Implementation) y estimaciones Análisis Bankinter. Elaboración: Análisis Bankinter.

Por tanto, a medida que siga aumentando el ritmo de vacunación en los próximos meses, la **economía superará los niveles pre-pandemia en el corto plazo (1T 2022)**. De cara al conjunto del año, **hemos revisado ligeramente a la baja el crecimiento en 2021 (+8,7% a/a vs +8,8% ant.)** ante el posible impacto de la nueva variante Ómicron en el país. En cambio, en **2022 mejoramos nuestras estimaciones hasta +9,1% a/a vs +8,5% ant.** Por último, en **2023 rebajamos el margen de crecimiento hasta +6,3% a/a vs +6,7% ant.** India volvería a liderar el crecimiento mundial entre 2022 y 2023.

El PIB superaría el nivel pre-pandemia en el 1T 2022. Revisión a la baja 2021 y 2023. Revisión al alza 2022.

Estrategia de Inversión 1T 2022

El mercado laboral tiene una doble lectura. La Tasa de Paro se encuentra en niveles óptimos (7,0% en noviembre 2021 vs 7,4% media 2019). Esperamos una mejora progresiva del desempleo mayor a lo estimado a medida que mejore la economía y, por ello, **revisamos a la baja la Tasa de Paro en 2021 (7,5% vs 8,5% ant.), en 2022 (6,3% vs 7,5% ant.) y en 2023 (5,7% vs 7,2% ant.)**. Sin embargo, lo que más preocupa es la **Tasa de Participación, que se mantiene todavía muy débil (40,2% vs 43,8% marzo 2020)**. Especialmente importante es este caso, ya que en India el 50% de la población es menor de 25 años. Uno de los principales problemas que tiene el país es el relevo generacional, con una Tasa de Fecundidad decreciendo hasta niveles inferiores a 2,1% (el llamado nivel de reemplazo), el deterioro del acceso a la educación y la vuelta de los problemas de malnutrición en parte de la población.

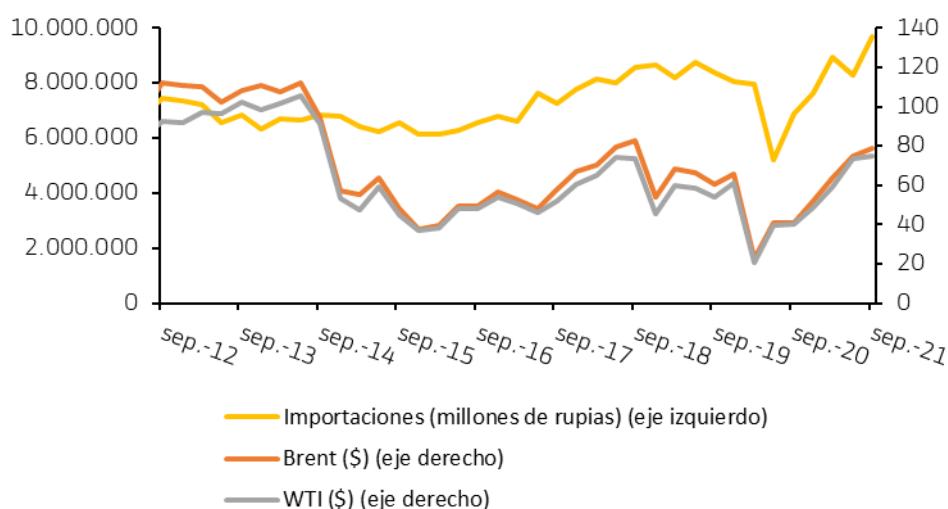
El comercio recupera ampliamente niveles pre-pandemia con las **Exportaciones** sumando un nuevo máximo histórico (+19,6% a/a y +17,7% vs 4T 2019). Sin embargo, el **fuerte repunte de las Importaciones** (+40,6% a/a y +20,8% vs 4T 2019) ahondan más el **déficit comercial crónico a raíz de la alta dependencia energética** (es el tercer mayor consumidor de petróleo a nivel mundial). Este es otro de los problemas que tiene el país en un contexto de transición energética y disminución del uso del petróleo. Por ello, el entorno actual de repuntes del precio del petróleo menoscaba el crecimiento del PIB.

El Paro mejora progresivamente, pero la Tasa de Participación todavía se mantiene débil.

Problema con el relevo generacional.

El comercio recupera ampliamente niveles pre-pandemia. Hay que prestar atención a la alta dependencia energética en el entorno actual.

Gráfico 1.14: Evolución Brent (\$), WTI (\$) e Importaciones (M rupias).



Fuente: Bloomberg y MOSPI (Ministry of Statistics and Programme Implementation).
Elaboración: Análisis Bankinter.

La inflación se mantiene en +4,9% en noviembre. Pese a estar controlada dentro del rango objetivo del banco central (+2%/+6%, pero +4% en el medio plazo), esperamos que repunte en los próximos meses. **Cuatro factores nos hacen revisar nuestras estimaciones al alza para 2021 (+5,2% vs +4,7% ant.) y 2022 (+5,1% vs +4,8% ant.):**

- **El alza del precio de la energía, especialmente el petróleo.** El déficit energético que sufre y ser el segundo país poblado del mundo con 1.400M de habitantes convierte a la India en el tercer mayor consumidor de crudo del mundo. En el IPC tiene un peso de 6,8%, con un crecimiento en noviembre +13,4% a/a.

Inflación controlada dentro del rango objetivo, pero esperamos que repunte en los próximos meses por: (i) alza del precio de la energía; (ii) repunte del coste del transporte; (iii) incremento del precio de materias primas agrícolas y (iv) efecto base.

Estrategia de Inversión 1T 2022

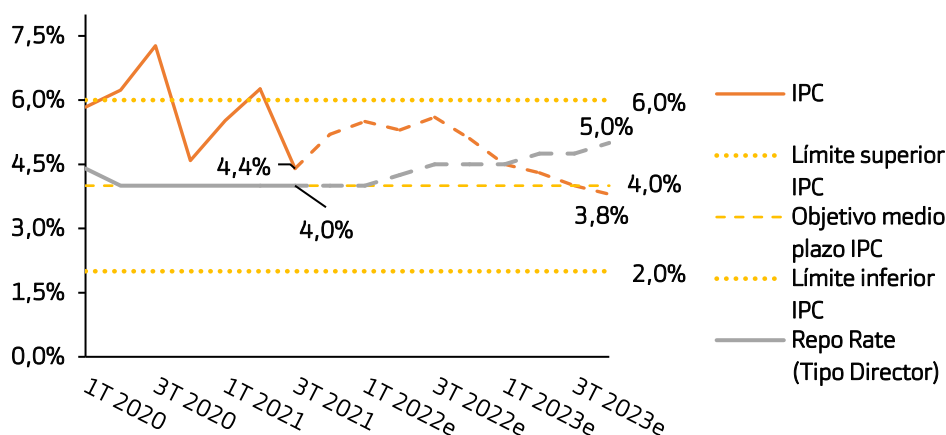
- **El repunte del coste del transporte**, como consecuencia de lo anterior y por las disrupciones en la cadena de suministro. Estos cuellos de botella continuarán, previsiblemente, durante la primera mitad del año y seguirán encareciendo el transporte. En el IPC tiene un peso de 8,6%, con un crecimiento en noviembre +10,0% a/a.
- **El incremento del precio de las materias primas agrícolas**, que suponen un 40% aprox. del total del IPC. Dentro de este grupo destacan los aceites vegetales, que se sitúan en niveles históricamente altos a pesar de las medidas del gobierno para frenar el alza. En noviembre crecen +29,7% a/a. En lado opuesto, destaca el descenso del precio de las verduras (-13,6% a/a) y el suave ascenso de los cereales (+1,5% a/a).
- **El efecto base**. Una menor base con la que comparar (+4%/+5% durante la primera parte de 2021) trae consigo que se vean mayores repuntes de precios durante los primeros meses de 2022.

Sin embargo, **de cara a 2023 mantenemos la previsión de una relajación de las presiones inflacionistas hasta alcanzar +3,8%**. Sería situarse en torno al objetivo a medio del banco central (+4,0%).

Por último, la **política monetaria acomodaticia** en la que lleva instalado el banco central desde principios de 2020 se espera que **empiece a cambiar en el 2T 2022**. En esta fecha, la economía alcanzará niveles pre-pandemia, el mercado laboral seguirá fortaleciéndose y la inflación volverá a repuntar por encima del +5,0%. **Esperamos dos subidas de tipos en 2022 y otras dos en 2023 hasta alcanzar +5,0% a finales de ese año.**

Esperamos dos subidas de tipos en 2022 y otras dos en 2023 hasta alcanzar +5,0%.

Gráfico 1.15: India. Evolución IPC Trimestral y Repo Rate (Tipo Director).






Fuente: MOSPI (Ministry of Statistics and Programme Implementation), RBI (Reserve Bank of India) y estimaciones Análisis Bankinter. Elaboración: Análisis Bankinter.

En definitiva, **esperamos que India lidere el crecimiento mundial en 2022 y 2023**. La aceleración en el ritmo de vacunación en los próximos meses debería minimizar el impacto de la nueva variante Ómicron y permitir que el Consumo siga recuperándose. **El marco jurídico y fiscal es estable**, por lo que la Inversión debería seguir incrementándose a medida que se modere el riesgo sanitario. Sin embargo, su **alta dependencia energética** en el entorno actual de transición energética y el alza del precio del petróleo; unido al **historial de mala gestión de la pandemia** nos hace mantener la cautela sobre la inversión en India. De cara a futuro, el **problema del relevo generacional** podría suponer una pérdida de competitividad del país. A **corto plazo y a la espera de ver cómo evolucionan estos tres factores de riesgo**, decidimos mantener la recomendación de neutral en el país.

India liderará el crecimiento mundial en 2022 y 2023. Consumo e Inversión al alza. Riesgos en el corto/medio plazo: (i) alta dependencia energética; (ii) gestión de la variante Ómicron. Riesgo a largo plazo: el relevo generacional. Recomendación Neutral.

Perspectivas para las principales divisas

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2022)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,09/1,14	Esperamos que se mantenga la tendencia apreciatoria del dólar respecto al Euro. La Fed se adelanta al BCE en el comienzo de la normalización de su política monetaria. Las presiones inflacionistas son mayores en EEUU que en Europa y la capacidad ociosa en el mercado laboral mucho menor. El <i>tapering</i> de la Fed finalizará en marzo 2022. Esperamos dos subidas de tipos en 2022, lo que supone situar el tipo director en 0,50%/0,75% y otras tres en 2023 hasta el rango 1,25%/1,50%. Podríamos ver subidas adicionales si las presiones inflacionistas no terminan de suavizarse, el mercado laboral sigue mejorando y los mercados aguantan bien el endurecimiento de las condiciones financieras. La apreciación del dólar será moderada ya que existen otros argumentos en su contra (mayor déficit comercial, mayor gasto presupuestario, menor atractivo como activo refugio en un entorno de menores incertidumbres, ...)	Apreciatoria 
Yen	130/135	El yen mantendrá su tendencia estructural de depreciación frente al euro, aunque Ómicron supone un freno a esa evolución en el corto plazo. El rol como divisa refugio del yen implica un aumento de su atractivo en momentos de mayor incertidumbre y volatilidad. Pese a ello, nuestra previsión para el cruce permanece inalterada en 130/135 en 2022 y 2023. La ausencia de tensiones inflacionistas, a diferencia de otros países desarrollados, permitirá el mantenimiento de una política monetaria ultra laxa. La propensión al ahorro de una población envejecida, la ausencia de presiones salariales y la escasa permeabilidad de las subidas de los precios de producción a los finales son los principales causantes de esta situación.	Depreciatoria 
Franco Suizo	1,08/1,12	El SNB puede mantener la política actual durante mucho tiempo ¿2023? (i) El precio de las materias primas y los cuellos de botella presionan al alza los costes de producción, pero la Inflación es de apenas +1,5% en nov. (vs +4,9% en la UEM), con una Tasa Subyacente de +0,7% sin presiones salariales, (ii) el SNB insiste en debilitar el Franco para dinamizar aún más el sector exterior.	Lateral =
Libra	0,82/0,84	La libra se ha apreciado en el cuarto trimestre de 2021 al entorno de 0,85 €/GBP y +5% en el año. Estimamos que en 2022, la divisa se apreciará más gradualmente de nuestra estimación anterior, pero dependerá de la evolución de los tipos de interés en la UEM y el tiempo que tarde el BCE en endurecer el sesgo de su política monetaria. Nuestras estimaciones son 0,82/0,84 €/GBP en 2022 y 0,80/0,83 €/GBP en 2023.	Apreciatoria 

Estrategia de Inversión 1T 2022

2. España y Portugal.

2.1.- España: "Recuperación más gradual de la anticipada. La moderación de la inflación y los fondos del NGEU claves del 2022."

Revisamos a la baja nuestras proyecciones de crecimiento del PIB para 2021 al **+4,8% (-1,2pp)** y en menor medida para 2022e **+5,8% (-0,2pp)**, en nuestro escenario central, ante: (1) un comportamiento inferior al esperado de los últimos dos trimestres; (2) la persistencia de las tensiones en precios, especialmente los energéticos, que seguirán al inicio de 2022; (3) los cuellos de botella en el sector manufacturero; y (4) en Servicios, las nuevas restricciones en muchos países europeos por la nueva variante del Covid-19. **Finalmente, revisamos al alza la estimación de 2023e hasta +2,9% (+0,9pp)**, favorecido por el avance de los fondos europeos y la normalización en varios frentes (especialmente Precios y Sector Exterior). La recuperación de los niveles previos a la pandemia se alcanzaría hacia 2023e.

Las claves para 2022 serán: (1) la rotación del liderazgo en la recuperación de la Demanda Interna, desde el Consumo Privado hacia la Inversión, ante el mayor impacto en este segundo año de los fondos europeos (NGEU); (2) la aceleración de la contribución del S. Exterior, gracias a la recuperación del Turismo Internacional; y (3) la moderación de las tensiones inflacionistas, especialmente a partir del 2T 2022.

Dos aspectos están evolucionando mejor de lo esperado; el mercado laboral (Tasa de Paro del 14,57% al 3T 2021 y un número de ocupados >20M) y el Déficit Público (en datos hasta sept). Sin embargo, siguen siendo aspectos a monitorizar a medio plazo. La Tasa de Paro superior a la media europea y el nivel de Deuda Pública / PIB sigue superando el 95,5% de 2019 a final de nuestro período de proyección, lo que supone un elemento de vulnerabilidad para nuestra economía.

La volatilidad de las revisiones trimestrales sigue siendo elevada, al igual que las incertidumbres (nuevas cepas, la inflación, la ejecución del NGEU o geopolíticas), por lo que mantenemos la elaboración de escenarios alternativos: Escenario Pesimista apunta un PIB +4,5% a/a para 2021e, +4,3% en 2022e y 2,0% en 2023e, en el Positivo un PIB del +5,1% para 2021e, +6,9% 2022e y +3,8% en 2023e.

El ritmo de recuperación del 3T 2021 fue más moderado de lo inicialmente esperado, lastrado especialmente por la escalada de los precios de la energía y los cuellos de botella en las cadenas de suministro.

La Demanda Interna sufrió la desaceleración en el Consumo Privado (+1,1% a/a, -0,45% t/t), aunque sigue siendo el motor de la recuperación. En conjunto, el PIB mantiene la tendencia de recuperación trimestral, tras la revisión a la baja de la cifra preliminar del 2T 2021 (al +1,06% t/t vs +2,8% inicialmente anunciado), el 3T 2021 aumentó un +2,01% t/t.

Revisamos a la baja nuestras proyecciones del PIB para 2021 (al **+4,8%; -1,2pp**) y en menor medida para 2022e (**+5,8%; -0,2pp**). Esto se debe al comportamiento inferior al esperado de los últimos trimestres, junto a la persistencia de las tensiones en precios, especialmente los energéticos que podrían mantenerse elevados durante el inicio de 2022 (lo que afecta al Consumo y el aumento del coste de la Importaciones energéticas). Además, la aparición de una nueva variante del Covid-19 (Ómicron), ha generado nuevas restricciones en algunos países europeos retardando la recuperación del Turismo.

En cambio, revisamos al alza el crecimiento esperado para 2023e (al **+2,9% +0,9pp**) favorecido por el efecto en la Inversión de los fondos europeos, la recuperación del empleo y un Sector Exterior normalizado.

La recuperación de los niveles previos a la pandemia se dilata en el tiempo, hasta 2023e.

Ritmo de Recuperación más moderado del esperado, ante el aumento de costes y los problemas de suministro

Revisamos a la baja el 2021e (al +4,8%, -1,2pp) y en menor medida 2022e (al +5,8%, -0,2pp), pero al alza 2023e (al +2,9%, +0,9pp).

Estrategia de Inversión 1T 2022

Gráfico 2.1.1: Evolución PIB por componentes, 2008r/23e



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

De cara al 2022 el motor de la Demanda Interna **rota hacia la Inversión (ante el mayor impacto esperado de los fondos europeos)**, desde el Consumo Privado. El Sector Exterior vuelve a contribuir positivamente en 2021 +0,2pp (-2,2pp del 2020) y **se acelera en 2022e +1,0pp**, gracias a la recuperación del Turismo internacional.

Nuestras proyecciones se basan en:

- El Consumo Privado seguirá siendo el principal contribuidor al crecimiento en 2021, si bien, se modera ante el aumento de las presiones inflacionistas (al reducir su capacidad de consumo en términos reales). Por otra parte, la Tasa de Ahorro ha comenzado a reducirse, pero se mantienen algunos factores de "precaución" ante las nuevas variantes, el incremento del coste de la energía o el impacto de las reformas. Nuestras estimaciones apuntaban a un descenso más moderado hacia 13% en 2022e (vs 10,7% esperado anteriormente) desde 14,9% en 2020 y volviendo hacia su media histórica (c.8,5% en 20 años).
- La Inversión pasará a ser el motor del crecimiento en 2022e, donde esperamos el **mayor impacto de los fondos europeos**. Sin embargo, para 2021 hemos minorado ligeramente el impacto esperado, ya que, tras el desembolso de la prefinanciación, 9.000M€ en agosto (13% del total de las subvenciones), el primer tramo (10.000M€) podría recibirse ya hacia final de año/principio de 2022. La solicitud cuenta actualmente con la valoración preliminar positiva de la Comisión y se encuentra pendiente del dictamen del Comité Económico y Financiero del Consejo para su posterior aprobación.

La Demanda Interna sigue siendo el motor de la recuperación, liderada por la Inversión en 2022.

NGEU: el primer desembolso, por 9.000M€, se produjo en agosto 2021.

Mayor impacto esperado sobre el PIB en 2022e

Los siguientes desembolsos deberían producirse de forma semestral hasta 2026, vinculados al cumplimiento de hitos y revisiones bianuales. El calendario de desembolsos por tanto contempla en 2021 los 19.000M€ (prefinanciación en agosto y primer desembolso diciembre esperado), 18.000M€ en 2022 (12.000M€ y 6.000M€) y 17.000M€ en 2023 (10.000 y 7.000M€).

Estrategia de Inversión 1T 2022

TABLA 2.1.1: España, NGEU – Calendario.

	M€	AÑO DE SOLICITUD DE PAGO	IMPORTE TOTAL POR AÑO M€
Prefinanciación	9.037	2021	19.037
1er desembolso	10.000		
2º desembolso	12.000	2022	18.000
3er desembolso	6.000		
4º desembolso	10.000	2023	17.000
5º desembolso	7.000		
6º desembolso	8.000	2024	8.000
7º desembolso	3.476	2025	3.476
8º desembolso	4.000	2026	4.000
TOTAL	69.513		

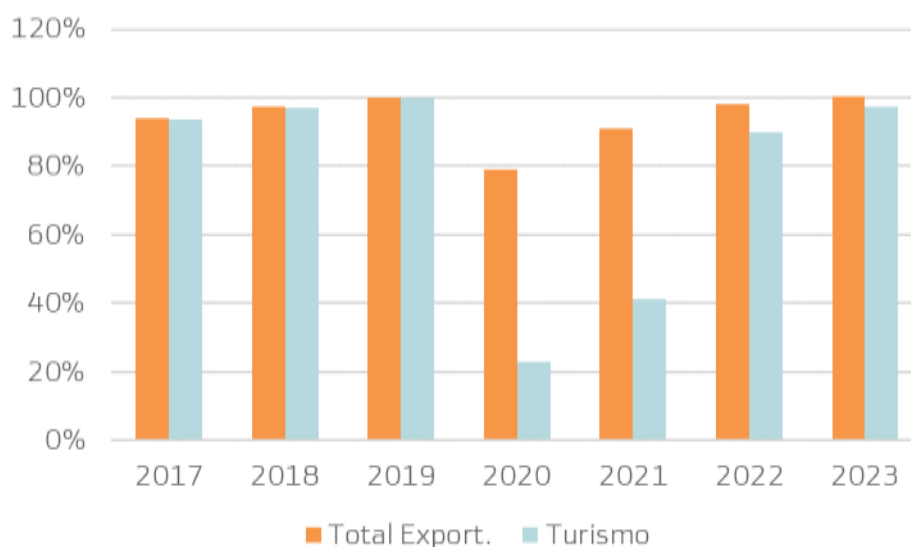
Fuente: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital

Entre los principales hitos del 4T 2021 están la Reforma de Pensiones (ya aprobada por el Consejo de Ministros) y la Reforma Laboral que debería ser aprobada por el Consejo de Ministros antes de final de año. Para el primer semestre del 2022 destacaríamos las reformas vinculadas a la Fiscalidad (de hecho, se espera que las propuestas del Comité de Expertos para la reforma del sistema tributario se presenten a finales de febrero 2022) y de nuevo sobre otros aspectos de Pensiones.

Nuestras estimaciones contemplan, por tanto, un impacto en crecimiento algo inferior en 2021e **+0,6pp del PIB** (vs +0,7pp anterior, unos 7.200M€ de impacto en el ejercicio), pero algo superior en años posteriores, **+1,6pp en 2022e** (vs +1,4pp ant., unos 20.230M€) que sigue siendo el año que concentra el mayor impacto, y **+1,1pp en 2023e** (vs +1,0pp ant., unos 14.700M€).

Mayor impacto esperado sobre el PIB en 2022e

Gráfico 2.1.2: Evolución de las Exportaciones y el Turismo (2019=100)



Fuente: Banco de España y estimaciones Análisis y Mercados Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2022

- El Sector Exterior mantendrá una contribución positiva en 2021e (+0,2%, tras el -2,2% en 2020) y esperamos una mejora en 2022e a 1,0pp (vs +0,8pp ant.) ante la progresiva recuperación del Turismo Internacional. La menor contribución en 2021 se debe también al aumento de las Importaciones (por el aumento del precio de la energía).

El Sector Exterior, contribuye ligeramente en 2021 (0,2% s/PIB) y claramente más (1,0%) 2022e.

La inflación podría mantenerse tensionada hasta inicio de 2022

La escalada de los precios se intensificó a partir de agosto (+0,8% m/m, +1,8% m/m y +0,3% m/m en sept, oct y noviembre respectivamente) elevando la tasa interanual hasta el +5,5% a/a en noviembre (desde +3,3% a/a en agosto). En el indicador subyacente más estable, que excluye productos energéticos y alimentos no elaborados, ha comenzado a mostrar cierta traslación en últimos meses.

La Inflación, clave para el 2022: Esperamos moderación a partir del 2T 2022

El impacto está siendo más prolongado de lo inicialmente esperado, ante (i) la subida, mayor de la esperada, de los precios de la energía/electricidad; y (ii) los problemas en las cadenas de suministro; que se han sumado al efecto más previsible de la recuperación de la demanda, especialmente en algunos servicios. Consideramos que la evolución debe moderarse especialmente a partir del 2T 2022 ante la moderación de las tensiones por el lado de la oferta y el final del invierno, así como la reducción de los efectos base (derivados de la escasez de demanda durante el ejercicio anterior).

La reciente evolución nos ha llevado a elevar nuestras proyecciones a un +5,7% a/a para final de 2021e (vs el +3,1% ant), lo que supondría una media anual del +3% (vs +2,4% ant). Para final de 2022e proyectamos que la moderación lleve al +2,0% a/a y +1,5% a/a para final de 2023e.

El mercado laboral mejora vs crecimiento PIB algo inferior al esperado

El mercado laboral ha continuado mejorando, a pesar de un crecimiento del PIB a un ritmo inferior al esperado. La Tasa de Paro al cierre del 3T 2021 se situó en 14,57%, que incorporando los empleados en ERTE se habría situado en 15,6% (con 231,7 mil empleados en ERTE al cierre del trimestre, que ha mejorado hasta 125 mil al cierre de noviembre o 0,5% de la población activa al cierre del trimestre).

El mercado laboral continúa mejorando, a pesar de un crecimiento del PIB algo inferior al esperado...

La buena evolución vs un comportamiento más moderado del esperado en el PIB podría explicarse en parte por la recuperación de las actividades de Servicios, con el proceso de reapertura tras el final del estado de alarma, el 9 de mayo de 2021.

El número de Ocupados se sitúa en 20,03M de personas en el 3T 2021 (+4,45% a/a), que supera el nivel de cierre de 2019 (en 19,97M). El empleo público ha mantenido el crecimiento durante la pandemia (+4,4% a/a al 3T); mientras que el empleo privado creció +4,46% a/a al 3T, volviendo a tasas de variación interanuales positivas en el 2T 2021 tras cuatro trimestres de descensos.

La Productividad al cierre del 3T 2021 bajaba un -0,6% a/a en número de horas efectivamente trabajadas, con un incremento de los Costes Laborales Unitarios del 3% a/a.

... con un descenso del 0,6% a/a de la Productividad por hora trabajada

Hemos revisado nuestras proyecciones de Tasa de Paro a niveles de 14,5% a finales de 2021e (vs 15,9% ant. y 15,1% en media anual); 14,2% para 2022e (vs 14,6% ant.) y 14,0% en 2023e (vs 14,4% ant.). Esto supondría aproximarse a los niveles pre-pandemia en 2023, si bien, todavía alejado de los mínimos alcanzados por la economía española en 2007 (7,9%).

Estrategia de Inversión 1T 2022

A medio plazo, el apalancamiento del sector público sigue elevado

Hemos revisado ligeramente a la baja nuestras estimaciones de **déficit público para 2021 al -8,5%** (vs -9% anterior) y **mantenemos nuestras proyecciones de -5,5% para 2022e y -4,0% para 2023e** (hasta el año 2022 se mantiene la flexibilidad de los criterios de la UE).

Hasta sept-2021, el **déficit agregado de las Administraciones Públicas** (ex Ad. Local) era del -4,23% del PIB (-51.198M€), lo que supone una **mejora del 2,69% respecto al mismo período del año anterior**. Esta mejora se debe en parte al crecimiento de los ingresos +16,3% a/a (+17,7% a/a en impuestos), mientras que los gastos consolidados asociados al Covid-19 eran de unos -22.293M€ (-30% a/a vs este período del 2020).

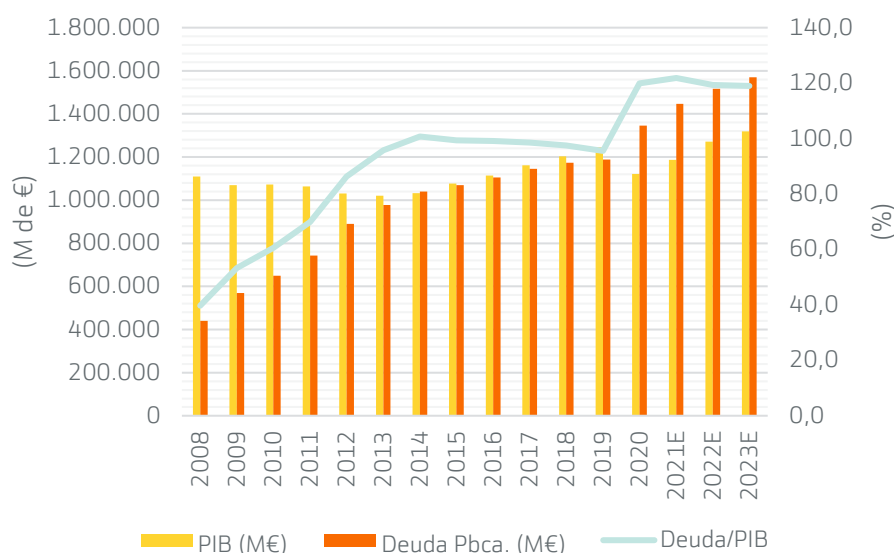
Tras estas revisiones (mejora de déficit, pero moderación del PIBe), nuestra proyección de **Deuda Pública/PIB** para 2021e se mantiene en torno al 121,7% 2021e (vs 121,2% est. ant); para 2022e proyectamos 119,3% 2022e (vs 118,9% ant.) y una ligera mejora en 2023e al 118,8% (vs 119,5% ant.). Esto supone que se mantiene una tendencia de mejora desde el pico de 125,2% del 1T 2021, si bien, estos niveles siguen **sin mostrar una corrección significativa**, ya que siguen superando al final de nuestro período de proyección el 95,5% de Deuda Pública/PIB de 2019.

Por tanto, seguimos considerando que estas ratios suponen una **vulnerabilidad** ante futuros cambios en las condiciones de financiación (incrementos de costes o menores compras del BCE) o una menor capacidad de reacción ante situaciones futuras. Los niveles previos a la pandemia eran del 98% promedio 2018-19 (y del 42,4% promedio 2008-2009).

Revisamos el déficit público para 2021e hasta -8,5% (vs -9% ant.), pero la Deuda Pública/PIB sigue por encima del 95,5% de 2019 al final del período de proyección.

Vulnerabilidad ante posibles cambios de las condiciones de financiación en nuevas situaciones de crisis

Gráfico 2.1.3: Evolución de las Exportaciones y el Turismo (2019=100)



Fuente: INE, Banco de España y estimaciones análisis Bankinter

Los precios de vivienda seguirán subiendo, al menos al ritmo de la inflación.

Mantenemos nuestras previsiones de Precios de Vivienda en +4% para 2021e. Continuarán soportados en 2022 y 2023, con revalorizaciones próximas a la inflación +2% y +1% respectivamente. **Principales soportes:**

Estimamos precios de vivienda +4% en 2021, +2% en 2022 y +1% en 2023.

Estrategia de Inversión 1T 2022

- **Crecimiento de la renta disponible de los hogares.** Recupera ya en 2021 niveles previos al virus y crecerá a partir de 2022, apoyada por la recuperación económica (+4% RBDH vs +7% PIB nominal).
- **Bajos costes de financiación:** Las tasas de esfuerzo se sitúan por debajo de la media histórica (30% vs 34% de media histórica), a pesar de los mayores precios de vivienda. Además, hay que tener en cuenta que cerca del 60% de las nuevas hipotecas son ya a tipo fijo, cuyo coste se ha reducido en -30p.b. en 2020 y -2p.b. en lo que va de 2021. Esto permitirá mantener los precios de vivienda en niveles elevados con respecto a los salarios (7,5x 2021e vs 6,8x de media histórica).
- **Atractiva rentabilidad de la vivienda en alquiler.** La rentabilidad bruta se sitúa en 3,7% de media, que implica un diferencial de 3,3% sobre el bono español a 10 años (TIR del 0,4% a junio 2021). Está en niveles máximos históricos y muy por encima de su media histórica (0,7% de diferencial).

La **actividad inmobiliaria** también mejora con fuerza y ya alcanza niveles previos al virus (500.000 transacciones), apoyadas en una fuerte demanda nacional. Deberían estabilizarse en 2022, cambiando el mix hacia una mayor demanda extranjera. La composición debería ser de una 100k viviendas nuevas y 400k de segunda mano.

Las transacciones se estabilizarán en torno a 500.000 anuales.

Escenarios Alternativos (Optimista y Pesimista)

La **volatilidad de la evolución trimestral** sigue siendo elevada, al igual que las **incertidumbres** (fundamentalmente evolución de las nuevas cepas, contención de la inflación, la ejecución de los fondos del NGEU o geopolíticas), lo que nos conduce a mantener por el momento los escenarios alternativos (optimista y pesimista).

Escenarios Alternativos (Optimista y Pesimista) todavía necesarios ante la volatilidad trimestral e incertidumbres pendientes

El **Escenario Optimista** muestra un crecimiento estimado del PIB del **+5,1% a/a en 2021e, +6,9% a/a en 2022e y +3,8% a/a en 2023e** (nuestros escenarios para las ayudas europeas, de un impacto entorno al +0,8pp, +2,0pp y +1,4pp en 2021, 22 y 23 respectivamente).

El **Escenario Pesimista** supondría **+4,5% en 2021, +4,3% en 2022 y +2,0% en 2023e**. (impacto estimado de las ayudas europeas, entorno al +0,5pp, +1,4pp y +1,0pp en 2021e, 22e y 23e respectivamente).

Tabla 2.1.2: Resumen de estimaciones 2017r/23e

España, cifras clave (%)	2017r	2018r	2019r	2020r	Pesimista	2021e Central	Optimista	Pesimista	2022e Central	Optimista	Pesimista	2023e Central	Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,3	2,1	-10,8	4,5	4,8	5,1	4,3	5,8	6,9	2,0	2,9	3,8
Consumo Privado	3,0	1,7	1,0	-12,0	4,9	5,2	5,3	3,5	4,0	4,5	2,1	2,8	3,6
Gasto Público	1,0	2,3	2,0	3,3	3,1	3,1	3,2	-0,1	0,4	0,9	-0,2	0,3	0,8
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,3	4,6	-9,6	4,3	5,2	5,8	7,6	11,5	14,7	4,4	6,0	7,1
Demanda interna (aportación)	3,1	2,9	1,6	-8,6	4,3	4,6	4,8	3,5	4,7	5,7	2,1	2,9	3,7
Sector Exterior (aportación)	-0,2	-0,6	0,5	-2,2	0,4	0,2	0,5	0,9	1,0	1,2	-0,1	0,0	0,1
Déficit Público/PIB*	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-9,5	-8,5	-7,5	-7,0	-5,5	-4,0	-5,5	-4,0	-2,5
Deuda/PIB*	98,6	97,6	95,5	120,0	123,3	121,8	120,6	123,7	119,4	115,4	125,6	118,9	112,6
Tasa de paro (EPA)*	16,5	14,4	13,8	16,1	14,8	14,5	14,4	15,0	14,2	13,7	15,2	14,0	12,8
IPC*	1,1	1,2	0,8	-0,5	5,4	5,7	6,0	1,5	2,0	2,5	1,2	1,5	1,7

*Datos a final de ejercicio

Fuente: datos INE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter.

Perspectiva sobre España

Escenario Central

Contexto Macro

- × **El ritmo de recuperación se modera.**
PIB +4,8% en 2021e; +5,8% 2022e y +2,9% 2023e (revisamos a la baja 2021e -1,2pp y 2022e -0,2pp. Al alza 2023 +0,9pp 2023e)
- × **Inflación se acelera** (a los efectos base y cuellos de botella se une la escalada en precios de energía)

Factores directores

- ✓ **La Demanda Interna: en 2022 la Inversión debe tomar el liderazgo iniciado por el Consumo Privado**
- ✓ **Reactivación del Turismo Internacional**

Consecuencias prácticas

- **Motores del Crecimiento:**
 - El Consumo Privado lidera el 2021.
 - La Inversión, debe tomar el relevo en 2022 (mayor impacto de la llegada del NGEU).
 - El S. Exterior mejora progresiva de su contribución.
- **Incertidumbres:** nuevas cepas, la moderación de los factores inflacionistas, riesgos geopolíticos y el ritmo de impacto del NGEU
- **Retos:** recuperar niveles pre-pandemia (p.ej.: Déficit y Deuda Pública) y mejorar la productividad.

Reacción del mercado

En **Renta Variable principal alternativa** en un entorno de recuperación e inflación más elevada
Los bonos más volátiles ante la reducción de los programas de compras del BCE.

Estrategia recomendada

En Bolsa el principal catalizador será la recuperación de BPAs. Exposición a sectores vinculados a las inversiones (transformación energética y digital), así como a la recuperación del Turismo.
En Bonos prevemos rentabilidad moderadamente al alza.

Estrategia de Inversión 1T 2022

2.2. Portugal: "Se mantiene la tendencia de crecimiento en el 3T 2021. Mantenemos una perspectiva positiva para el 2022 aunque la reducimos ligeramente debido a medidas de contención de CV-19 en el 1T 2022."

*Tras un 2T 2021 de fuerte recuperación la economía sigue avanzando, aunque de forma más moderada, como esperado. Evoluciona positivamente, pero con algunas partidas, como las Exportaciones, avanzando de forma algo más lenta de lo que habíamos estimado. Asimismo, **revisamos ligeramente a la baja las previsiones para la economía portuguesa en 2021**. El mercado laboral sigue demostrando fortaleza, **la Tasa de Paro se reduce por cuarto trimestre consecutivo** acercándose a mínimos históricos. Tendencia inflacionista, menos acentuada que en el resto de Europa. Debemos monitorizar este aspecto, pero de momento no preocupa. La recuperación seguirá avanzando y **2022 será un año de consolidación de la actividad del país**, con el efecto de los Fondos Europeos, la mejora en los problemas de las cadenas de suministro y la retoma gradual del Turismo.*

Portugal sigue una trayectoria de recuperación, con un trimestre más de crecimiento tras un inicio de año complicado debido a las restricciones por CV-19. Se acerca a niveles de 2019 pero aún le queda recorrido (96,5% del PIB de 2019 a finales de 2021). Nuevas medidas de contención anunciadas para la primera semana del año y medidas adicionales en el control de pasajeros podrán impactar negativamente el crecimiento en el 1T 2022 con especial efecto en el sector del turismo, que aún se encuentra en valores bastante inferiores a los prepandemia. Sin embargo, estimamos que tendrán un impacto moderado y que 2022 seguirá siendo un año de crecimiento.

El PIB repunta +3,6% a/a (+1,7% t/t) en el 3T 2021, evidenciando la progresiva retirada de restricciones impuestas debido a la pandemia y la reapertura de la economía comparativamente al 3T 2020.

Un desglose de los principales componentes del PIB permite apreciar que:

- (i) **El Consumo Privado impacta positivamente en el PIB pero de forma menos intensa** que en el trimestre anterior: +4,1% a/a (+0,4% t/t). Tras la fuerte recuperación del trimestre anterior, un menor crecimiento del **Consumo Privado está en línea con lo esperado**.
- (ii) **El Consumo Público sube**, con un alza de +5,1% a/a por la extensión de los apoyos por parte del Gobierno tras la situación pandémica del primer trimestre del año, +2,7% t/t. **No obstante, mejoramos nuestra previsión de Déficit hasta -4,7%** debido a la mejora de la evolución de las cuentas públicas en el 2S 2021. Eso sí, **la estimación de Deuda Pública en % del PIB se incrementa, debido a un menor crecimiento del PIB**, hasta 130,5%. Mantenemos las previsiones de Déficit en -3,0% y -2,5% en 2022 y 2023, pero el menor crecimiento del PIB en 2022 nos hace empeorar las estimaciones de Deuda Pública en % del PIB también en estos años: 126,8% y 124,9%, en 2022 y 2023, respectivamente.
- (iii) **La Inversión avanza de forma moderada**, sube +1,1% a/a.

En nuestra opinión, **la Inversión seguirá creciendo en 2022 apoyada por la llegada de más Fondos Europeos**. Están previstos para Portugal 13.900M€ en subvenciones y 2.700M€ en préstamos a ejecutar entre 2021-2026, como parte del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. En 2021 llegaron 2.100M€, entre 2022 y 2026 el valor anual será cercano a 2.900M€ (~1,4% del PIB 2019). El valor total asciende a un 8,2% del PIB 2019 y el acceso a los fondos está sujeto al cumplimiento de los objetivos acordados con la Unión Europea. Las principales

En el 3T 2021 el PIB avanza un +3,6% a/a siguiendo una trayectoria de recuperación esperada, pero de forma algo más lenta.

El Consumo Privado recupera, aunque de forma más suave tras un 2T 2021 marcado por un fuerte repunte

En 2022 se hará sentir el efecto de los Fondos NGEU siempre y cuando se cumplan los objetivos definidos por la Unión Europea.

Estrategia de Inversión 1T 2022

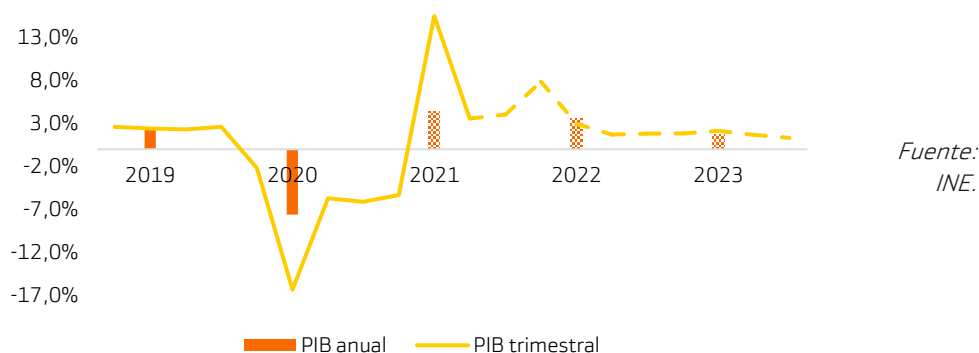
líneas del plan centran la inversión en tres áreas clave: resiliencia, transición climática y transición digital.

- (iv) **La Demanda Externa se incrementa en el 3T 2021.** Las Exportaciones (+9,6% t/t) avanzan a un ritmo superior al de las Importaciones (4,4% t/t). **El Turismo sigue recuperando, aunque de forma algo lenta** y todavía se sitúa en niveles claramente inferiores a los de 2019. Con la significativa mejora de la situación pandémica, **estimamos un repunte de las Exportaciones en el 1S 2022**, de forma que la demanda externa ascenderá +0,5% t/t (+11,2% a/a) en el 1T 2022.

Con una recuperación que siguió evolucionando positivamente en el 3T 2021, pero con un ligero retraso frente a lo previamente estimado, debido, en parte, a una recuperación más lenta del Turismo, **reducimos ligeramente nuestra estimación de crecimiento desde +4,5% hasta +4,4%**. Considerando las nuevas restricciones debido a la nueva variante Ómicron que tendrán impacto en el 1T 2022 y la persistencia de factores de riesgo como las disrupciones en las cadenas de suministro, **reducimos nuestra previsión para 2022, desde +4,7% hasta +3,6%**. Además, el resultado de las elecciones puede generar un compás de espera en términos de aprobación de los presupuestos, aunque consideramos que por fin se llegará a un acuerdo. En 2023, tras los repuntes de 2021 y 2022, **estimamos una estabilización de la economía con un crecimiento más moderado (+1,7%)**.

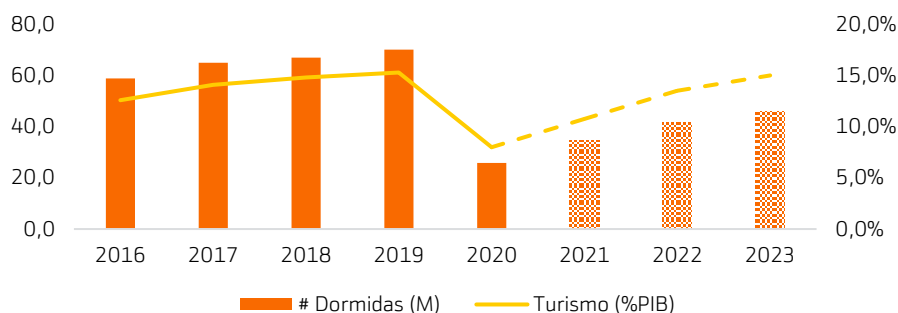
La recuperación se mantiene en el 3T 2021, a un ritmo más moderado. Revisamos ligeramente a la baja nuestras previsiones de crecimiento para el conjunto del año.

Gráfico 2.2.1: Portugal, PIB anual y trimestral



Elaboración: Análisis Bankinter

Gráfico 2.2.2: Portugal, Evolución del Turismo



Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2022

Hasta octubre, Portugal ha registrado tasas de inflación interanuales por debajo de +2% y muy alejadas de los valores de otros de sus socios europeos. No obstante, los últimos datos disponibles (que corresponden a noviembre) muestran un fuerte incremento del nivel de precios, hasta +2,6% a/a. De esta forma, **revisamos nuestras estimaciones de inflación al alza, para +3,1% a/a (vs +2,1% anterior) en 2021 y +2,1% (vs +1,9%) en 2022.**

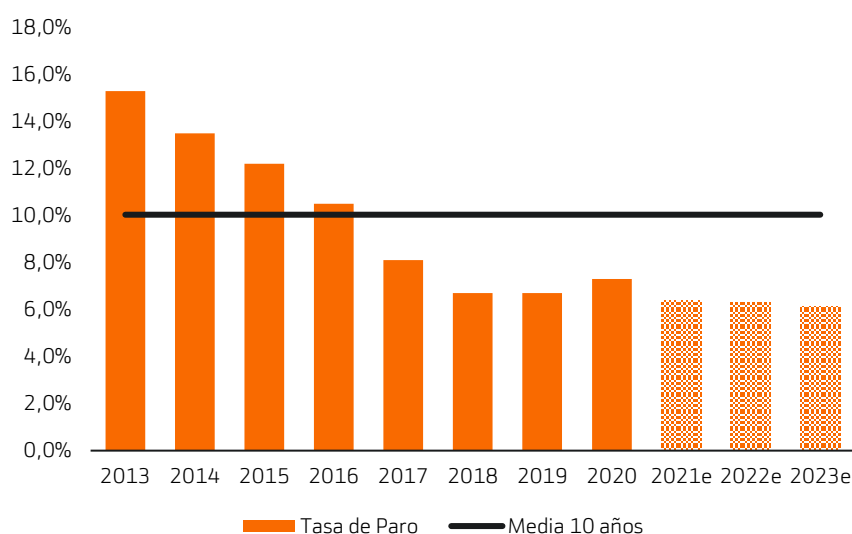
Este repunte de la inflación, al que ya hemos empezado a asistir y que creemos que se mantendrá durante la primera mitad de 2022, se debe a varios factores. Los más relevantes son de orden internacional y afectan a otros países de su entorno: los **elevados niveles de los precios de la energía** y las **disrupciones en las cadenas de suministros**. Otros, de orden nacional, tienen también impacto, pero de forma mucho más moderada: **la mejora del empleo (6,4% en 3T 2021)** y **la tasa de ahorro de los hogares por encima de la media de los últimos años**. Seguimos sosteniendo que **Portugal no tiene un problema de inflación**, porque los niveles registrados siguen siendo moderados, los factores que la causan son en gran parte de naturaleza temporal y de oferta (no se observan efectos de segunda ronda) y por eso deberán disiparse parte de las presiones inflacionista en la segunda mitad de 2022.

Se agravan las presiones inflacionistas a raíz de las subidas del precio de la energía. Seguimos sosteniendo que Portugal no se enfrentará a un problema de inflación.

El mercado laboral evoluciona de forma muy positiva, la Tasa de Paro se reduce por cuarto trimestre consecutivo acercándose a mínimos históricos. Asimismo, mejoramos nuestras previsiones de Desempleo: **estimamos una mejora hasta 6,4% en 2021, desde 7,3% a finales de 2020**. Con la consolidación de la economía, el indicador seguirá bajando progresivamente hasta 6,3% en 2022 y 6,1% en 2023. La buena utilización de los Fondos Europeos es crucial para mejorar el empleo y su calidad, especialmente en las áreas de resiliencia y transición digital. Representan una oportunidad y un riesgo en términos de competitividad. Portugal podrá convergir con sus socios europeos o alejarse todavía más en términos de productividad, lo que afectaría la sostenibilidad de la economía en el largo plazo.

El mercado laboral demuestra fortaleza y recupera los niveles prepandemia. Mejoramos las previsiones relativas a la Tasa de Paro.

Gráfico 2.2.3: Portugal, Tasa de Paro



Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2022

En definitiva, revisamos ligeramente a la baja las estimaciones para la economía portuguesa en 2021. Para 2022, la revisión es más acentuada. Portugal muestra una mayor propensión a aplicar restricciones de control de la pandemia, lo que influye directamente en la recuperación económica. Las elecciones y su resultado no suponen un riesgo político elevado pero la posibilidad de que se retrase la aprobación de un presupuesto anual puede también afectar negativamente, aunque de forma moderada, el crecimiento de la actividad económica. No obstante, Portugal sigue la senda de la recuperación y deberá alcanzar niveles de PIB prepandemia a finales de 2022. Se mantiene la necesidad de monitorizar factores clave para la recuperación: (i) **evolución de las disrupciones de las cadenas de suministros**, si se prolongan la actividad económica se puede resentir en Portugal y en sus principales socios comerciales. (ii) **evolución de la pandemia y de las restricciones**, que impactan principalmente el Consumo Privado y las Exportaciones. El **Turismo** (que en 2019 representaba cerca de un 15% del PIB) todavía tiene un largo camino hasta recuperarse. (iii) **Fondos Europeos**. En el medio/largo plazo, la utilización eficiente y eficaz de estos fondos será crucial para mejorar la productividad en Portugal. Una mala gestión de los fondos puede agravar las diferencias competitivas entre el país y sus socios europeos, perjudicando el crecimiento económico futuro.

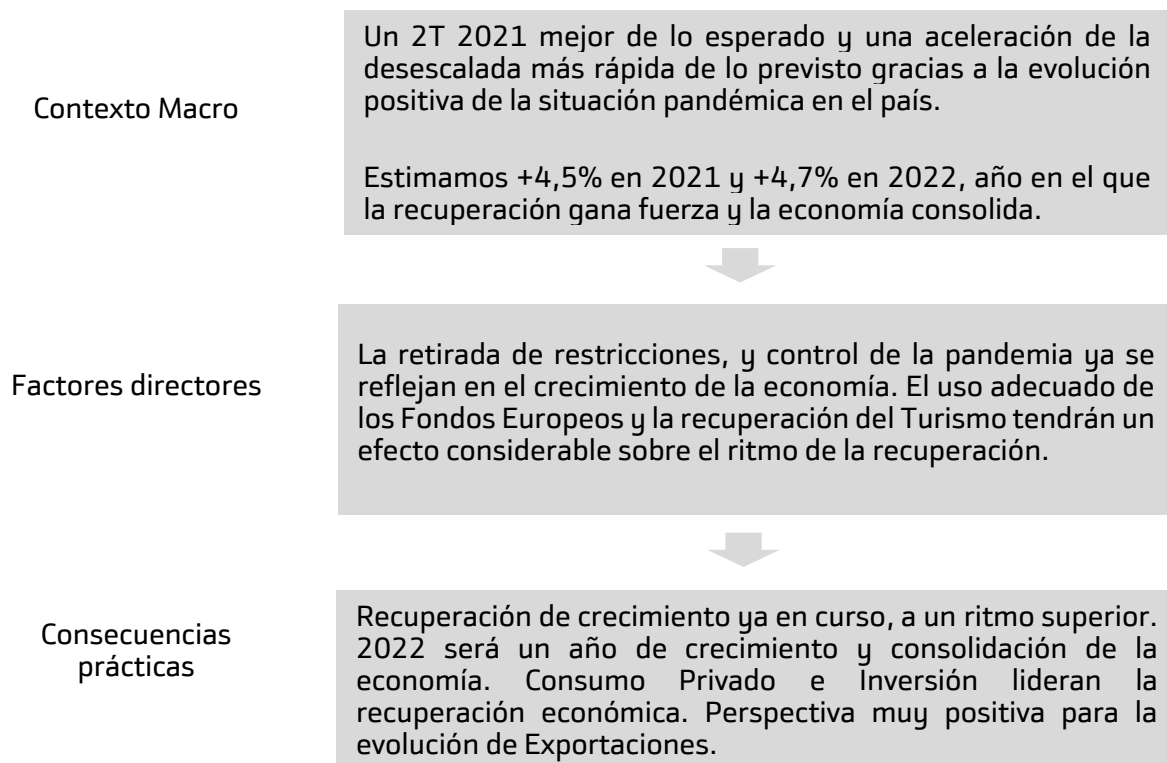
Tabla 2.2.1: Economía Portuguesa, evolución 2020r/2023e*

Portugal, cifras clave (%)	2020r	2021e			2022e			2023e		
		Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (YoY)	-7,6	4,3	4,4	4,8	3,5	3,6	4,1	1,6	1,7	2,2
Déficit Público / PIB	-7,3	-4,9	-4,7	-4,5	-3,4	-3,0	-2,6	-3,0	-2,5	-2,0
Deuda Pública / PIB	133	130,7	130,5	130,3	127,2	126,8	126,4	125,4	124,9	124,4
Tasa de Paro	7,1	6,5	6,4	6,3	6,5	6,3	6,2	6,4	6,1	6,0
IPC	-0,1	3,3	3,1	2,9	2,6	2,1	1,7	2,1	1,6	1,4
PIB / PIB 2019	92,4	96,4	96,5	96,9	99,8	100,0	100,8	101,4	101,7	103,1

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

Perspectiva sobre Portugal

Escenario Central



Estrategia de Inversión 1T 2022

3. Ideas de inversión: Asignación de activos

La reactivación económica se ralentiza, pero no se frustra, por el virus. Éste pierde capacidad de hacer daño en un entorno de creciente inmunización/vacunación y **los crecimientos previstos de PIB se mantienen por encima de los niveles tendenciales**. Los bancos centrales retiran estímulos, incluso suben tipos, pero se mantienen tolerantes con una inflación que se asentará en niveles superiores a los previos a la crisis. Aunque las TIR de los bonos se ajustan, **los tipos de interés reales permanecen en niveles históricamente bajos**. Todo ello sigue conformando un **entorno favorable para bolsas**, que seguirán soportadas por el crecimiento de los resultados empresariales, (+7%/+8% 2022e tanto en EE.UU. como en Europa), bajos costes de financiación y escasez de alternativas de inversión. Si bien, las valoraciones de bolsas apuntan a **potenciales de revalorización más moderados** (+14% S&P500; +17% Eurostoxx50), en un entorno de desaceleración del crecimiento y TIR de los bonos al alza. Los **riesgos** a los que damos una mayor probabilidad son la aceleración de la retirada de estímulos monetarios y riesgos geopolíticos. **Mantenemos los niveles de exposición a Renta Variable** (desde 25% en el perfil Defensivo hasta 80% en el Agresivo) y toma especial relevancia la selección de sectores y compañías. Favorecemos los de mayor crecimiento, ya sea por recuperación de ciclo o por crecimiento estructural. Nuestras preferencias son (en orden de prioridad): Tecnología, Consumo/lujo, Semiconductores, Financieras, Ciberseguridad, Turismo, Logística, Transición Energética e Industriales.

Tras una recuperación explosiva en 2021, **el crecimiento económico global se moderará en 2022**, aunque seguirá por encima de sus niveles tendenciales. El consumo continuará liderando el crecimiento económico:

- Los **cuellos de botella en las cadenas de suministro** deberían ir solucionándose progresivamente a lo largo de 2022 y no debemos olvidar que son consecuencia de una fortísima demanda embalsada, que tardará todavía algunos trimestres en ser satisfecha. La solidez financiera de las familias, con tasas de ahorro y efecto riqueza elevados, tras las revalorizaciones bursátiles y de los precios inmobiliarios, es diferencial en esta salida de la crisis.
- Los **estímulos fiscales** disminuyen, pero los Gobiernos no asumen todavía modo de austeridad. Siguen implementando programas plurianuales de infraestructuras en las principales economías desarrolladas.
- **Las empresas son proclives a invertir** en digitalización, nuevas tecnologías, reposición de inventarios y aumentos de productividad.
- Deberíamos asistir a la recuperación definitiva del **sector servicios** (turismo). Aunque aparecen nuevas variantes del virus, aumenta la población inmunizada y las vacunas mantienen niveles razonables de efectividad. Además, es probable que tengamos flujo de noticias positivo con respecto a los medicamentos frente a COVID-19, que ya están en fase de aprobación con eficacias aparentemente elevadas.

Las tensiones inflacionistas tenderán a moderarse, sobre todo en la segunda mitad de 2022, aunque sólo sea por efecto comparable tras el fuerte repunte de los precios del petróleo y materias primas en 2021. Aunque **los bancos centrales retirarán sus estímulos monetarios** (tapering) y veremos algunas subidas de tipos, mantendrán políticas monetarias acomodaticias con tipos de interés reales negativos.

Prevedemos un **entorno favorable para las bolsas en 2022**, con **los resultados empresariales como pilar fundamental**. Los BPAs se siguen revisando al alza y superan ya niveles previos al virus, a excepción de España, y en todos los casos rebasan la revalorización de las bolsas (ver Gráfico 3.1). En 2022e se prevé un crecimiento de BPAs de +7%/+8% en EE.UU. y Europa. Se mantiene además la escasez de alternativas de inversión. En renta fija, las rentabilidades son todavía bajas (incluso negativas) y prevemos caídas en precios (TIRes al alza).

El Crecimiento económico seguirá por encima de sus niveles tendenciales.

La inflación moderará. Los bancos centrales retirarán estímulos, pero mantendrán política monetaria laxa.

El entorno es favorable para bolsas...

Estrategia de Inversión 1T 2022

Las valoraciones de bolsas apuntan a **potenciales de revalorización más moderados** que en años anteriores: +14% para el S&P500 y +17% para el Eurostoxx50 a diciembre de 2022. Se verán lastradas por el repunte de la TIR de los bonos, situando nuestra asunción base en 2,15% el T-Note (vs 1,50% actual y 1,92% previa al virus), +0,10% el Bund (vs -0,35% actual y -0,19% pre-virus) y +0,80% en España y Portugal.

...aunque con potenciales de revalorización moderados.

GRÁFICO 3.1: Evolución índices y BPAs vs 2019 (previo al virus).



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de Bloomberg

Los **principales riesgos** que presentan las bolsas son: 1) Aceleración del ritmo de retirada de estímulos monetarios ante una inflación que se torna más persistente; 2) Riesgos geopolíticos, provenientes sobre todo de Rusia y China; 3) Subidas de Impuestos; y 4) mayor desaceleración económica. A los 2 primeros les damos una probabilidad más elevada, aunque tan sólo acarrearían ajustes puntuales. Los dos últimos podrían afectar a los fundamentales de las bolsas, aunque les damos una probabilidad más baja. Las subidas de impuestos parecen complicadas, al menos en EE.UU., donde habrá elecciones *mid-term* a finales de año y la aprobación del paquete *"Build Back Better"* se complica.

Los riesgos más probables, podrían suponer ajustes puntuales, pero no cambiarán el fondo de mercado.

Mantenemos los niveles de exposición a Renta Variable

Mantenemos la **estrategia pro-bolsas** y por tanto niveles de exposición elevados a renta variable, que van desde el 25% en la cartera defensiva hasta el 80% en la agresiva. Las bolsas ofrecen potenciales de revalorización del +14% en el caso del S&P500, +17% en Eurostoxx50 y +12% Nikkei a diciembre 2022.

Mantenemos los niveles de exposición a renta variable.

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 y Mercados Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2022

Toma especial relevancia la estrategia sectorial y por compañías.

En un entorno de potenciales de revalorización más moderados, toma especial relevancia la selección de sectores y compañías. Centramos la estrategia en sectores con previsión de fuerte crecimiento de resultados empresariales, que permita compensar el repunte de TIR de los bonos, ya sea por recuperación del ciclo económico o por tratarse de negocios de crecimiento estructural.

Nuestras **preferencias por sectores** son (ver tabla 3.3):

1. **TECNOLOGÍA:** La revalorización del sector está justificada por el fuerte crecimiento de los BPAs, que sigue siendo claramente superior al del resto de sectores tradicionales. Esta tendencia continuará en 2022, permitiendo compensar el impacto del repunte en TIR de los bonos.
2. **COSUMO/LUJO:** Elevadas tasas de ahorro y riqueza de las familias en las economías desarrolladas y sostenido crecimiento de la clase media en las emergentes apoyan la demanda. En un entorno inflacionista, el sector tiene poder de fijación de precios y es más inmune a las disrupciones de las cadenas de suministro. Capacidad de crecimiento adicional vía adquisiciones.
3. **SEMICONDUCTORES:** Pese a que las subidas acumuladas (SOX +36% YTD) hacen que las valoraciones sean más ajustadas, el sector seguirá beneficiándose de una fortísima demanda, que en muchas ocasiones supera a la capacidad de producción. El desarrollo de nuevas tecnologías genera nuevas fuentes de negocio en el sector (5G, electrificación, la nube, coche eléctrico/autónomo, robótica, E-commerce, etc.).
4. **FINANCIERAS:** Los principales catalizadores son: (i) Mejora de la política de remuneración a los accionistas vía dividendos y/o recompra de acciones, (ii) ciclo macro expansivo con morosidad controlada; y (iii) el repunte en la rentabilidad/TIR de los bonos es un soplo de aire fresco para la principal fuente de ingresos del sector (Margen de Intereses).
5. **CIBERSEGURIDAD:** La transformación digital va aparejada al aumento de los ciberataques. Diversos estudios estiman que el ~70%/75% de las compañías incrementarán el presupuesto en ciberseguridad en los próximos 3 años.
6. **TURISMO:** Estimamos una normalización del sector en 2022. Su recuperación se ha visto retrasada por las sucesivas variantes y Ómicron está suponiendo un punto de inflexión. La población está más inmunizada, las vacunas mantienen un nivel de eficacia razonable y se podrían aprobar medicamentos para tratar el COVID en el corto plazo.
7. **LOGÍSTICA:** Las disrupciones en las cadenas de suministro han puesto de manifiesto la necesidad cada vez mayor de infraestructuras logísticas. La demanda seguirá creciendo de forma estructural por el auge del comercio electrónico.
8. **TRANSICIÓN ENERGÉTICA:** La demanda de electricidad se duplicará en el periodo 2020-50. Al mismo tiempo, los objetivos de descarbonización de la economía son cada vez más ambiciosos. Las renovables son cada vez más competitivas y el hidrógeno verde emerge como alternativa cuando la electrificación no es posible. El proceso de transición energética demandará fuertes inversiones.
9. **INDUSTRIAL:** Los principales catalizadores son: (i) recuperación económica, que se afianzará en próximos meses; (ii) el desembolso y aplicación de los fondos europeos (NGEU) y (iii) la progresiva normalización de los cuellos de botella. Esperamos una recuperación gradual de márgenes a lo largo del ejercicio, a medida que se normalicen los cuellos de botella y los costes de energía. Preferimos compañías que tengan mayor capacidad de traslación de costes.

Toma especial relevancia la estrategia sectorial. Nuestras preferencias son:

1. Tecnología
2. Consumo/lujo
3. Semiconductores
4. Financieras
5. Ciberseguridad
6. Turismo
7. Logística
8. Transición Energética
9. Industriales

Estrategia de Inversión 1T 2022

Evitamos mercados emergentes, al menos en el corto plazo.

La desaceleración económica y la creciente incertidumbre regulatoria en **China** deterioran el equilibrio rentabilidad/riesgo del país. La caída del mayor promotor inmobiliario del país, Evergrande, aunque sin impacto sistémico si el Gobierno modula un proceso ordenado, eleva la prima de riesgo del país. Un menor crecimiento de beneficios reduce el atractivo de los múltiplos ajustados por crecimiento (el PEG 2022E se eleva desde 1,4x el trimestre pasado hasta 2,4x actualmente). Con respecto a **India**, aunque las previsiones macroeconómicas son favorables a medio y largo plazo, existe una elevada incertidumbre en el corto plazo. El nivel de vacunación es todavía bajo y la variante Ómicron podría suponer un riesgo más elevado que en otras geografías. La elevada dependencia energética podría frenar el proceso de recuperación de las manufacturas en los primeros trimestres del año.

TABLA 3.2: Ratios PER y PEG 2022e de las principales bolsas.

	Geografía	PEG 2022E ⁽¹⁾	PER 2022E	TAMI 19-22E ⁽²⁾
S&P500	EE.UU.	1,4	20,4	14,2%
Nasdaq100	EE.UU.	1,2	26,7	22,1%
SOX (semiconductores)	EE.UU.	0,5	19,8	40,8%
Dow Jones	EE.UU.	1,6	18,2	11,1%
EuroStoxx50	UEM	1,0	14,5	14,8%
Ibex 35 ^(*)	España	n.a.	12,2	-0,7%
PSI20	Portugal	2,1	14,2	6,9%
NIKKEI	Japón	1,0	15,6	16,4%
CSI300	China	2,4	14,5	6,0%
NIFTY50	India	0,9	19,0	22,3%

⁽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 y Mercados Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2022

TABLA 3.3: PREFERENCIAS SECTORIALES EN ORDEN DE PRIORIDAD.

SECTOR	COMPAÑÍAS SELECCIONADAS	FONDOS SELECCIONADOS
1. TECNOLOGÍA	Apple, Microsoft, Alphabet, Salesforce, Intuitive Surgical, Activision, Logitech, Adyen.	FRANKLIN TECHNOLOGY, JANUS HENDERSON HORIZON GLOBAL TECH
2. CONSUMO / LUJO	Inditex, L'Oreal, LVMH, Kering, Hermés, EssilorLuxottica, Estee Lauder, Nike, Hellofresh	ROBECO GLOBAL CONSUMER TRENDS, GAM LUXURY BRANDS
3. SEMICONDUCTORES	Nvidia, ASML, TSMC, Micron, ON Semic., LAM, Infineon	FIDELITY GLOBAL TECHNOLOGY
4. FINANCIERAS	Bancos: JP Morgan, Bank of America, ING, Intesa, Unicredit, BNP, Morgan Stanley, Deutsche Bank, SocGen y CaixaBank Seguros: Axa, Generali, Catalana Occidente, Mapfre	FIDELITY GLOBAL FINANCIAL SERVICES, BGF WORLD FINANCIALS
5. CIBERSEGURIDAD	Fortinet, CrowdStrike, Palo Alto Networks, Zscaler	Ningún fondo se adecúa al sector
6. TURISMO	IAG, Ryanair, Marriot, Meliá, Booking, Expedia, AirBnB	INVESCO GLOBAL CONSUMER TENDS. Consumo con 30% de turismo.
7. LOGÍSTICA	Maersk, Deutsche Post, DSV	Ningún fondo se adecúa al sector.
8. TRANSICIÓN ENERGÉTICA	Acciona Energía, RWE, NextEra Energy, E.on, Linde, Plug Power	BGF SUSTAINABLE ENERGY, NORDEA CLIMATE AND ENVIRONMENTAL EQUITY
9. INDUSTRIALES	Volkswagen, Daimler, BMW, CIE Automotive, AutoZone, Advance Auto Parts, Schneider Electric, ArcelorMittal, Fluidra	BNY Mellon Mobility. Invierten en la temática CASE (conectividad, autonomía, movilidad compartida y electrificación)

Estrategia de Inversión 1T 2022

VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

Tras una pausa en 3T21, las bolsas vuelven a ganar tracción en 4T21, con la excepción del Ibex35 (Eurostoxx50 +2,8%, S&P500 +7,3%, Ibex35 -5,5% acumulado desde el 30 de septiembre). Ómicron genera episodios de volatilidad, pero los principales índices alcanzan nuevos máximos históricos en el trimestre y acumulan revalorizaciones abultadas en el año (Eurostoxx50 +17,1%, S&P500 +23,0%). El Ibex 35 (+3,4%) se queda descolgado, penalizado por el aumento de riesgo regulatorio en el sector eléctrico, el retraso en la recuperación del turismo y la corrección las de las renovables tras la fuerte subida en 2020. Los beneficios empresariales se siguen revisando al alza y la retirada gradual de estímulos que inician los bancos centrales responde a un ciclo económico que gana solidez y requiere menor asistencia monetaria.

Las bolsas recuperan tracción en el 4T21, con la excepción del Ibex35.

GRÁFICO 3.2: Evolución Índices principales en 2021



Fuente: Bloomberg

Ajustamos nuestras valoraciones de bolsas para diciembre 2022 sin cambios significativos. La revisión al alza de los resultados empresariales se compensa con un ligero aumento de las primas de riesgo empleadas. No modificamos las rentabilidades previstas de los bonos soberanos a 10A, que ya elevamos en anteriores trimestres, y que se encuentran en la parte alta del rango de nuestras estimaciones.

Sin variaciones significativas en las valoraciones de los índices...

Nuestro escenario central apunta a potenciales de revalorización de entre +14% del S&P500 y +17% del Eurostoxx50. Asumimos que (i) las nuevas variantes del virus pueden retrasar la recuperación, pero no frustrarla: pierden capacidad de hacer daño en un entorno de creciente inmunización/vacunación. **Los crecimientos previstos de PIB se mantienen sustancialmente por encima de los niveles tendenciales.** (ii) Los bancos centrales se mantienen complacientes con la inflación y los tipos de interés reales se mantienen en niveles históricamente bajos soportando unas valoraciones bursátiles ajustadas pero razonables (vs crecimiento y niveles de tipos).

... que apuntan a potenciales de revalorización de +14% / +17% hasta diciembre 2022.

Estrategia de Inversión 1T 2022

TABLA 3.4: Potenciales de bolsas a diciembre 2022

	Objetivo	Potencial vs. Actual	Bono 10A	% inc. BPA (a/a)	Revisión BPA ² %	Rent. Dividendo
S&P500	5.266	+14,0%	2,15%	+7,4%	+2,6%	1,3%
Eurostoxx	4.875	+17,2%	0,30% ¹	+8,0%	+4,9%	2,8%
Nikkei	31.875	+11,7%	0,10%	+7,8%	+0,4%	1,8%
Ibex35	9.664	+16,3%	0,80%	+6,0%	+4,1%	3,7%
PSI20	5.865	+7,8%	0,80%	+18,6%	n.d.	3,7%

¹Bono sintético calculado por Análisis y Mercados Bankinter, considerando la distribución por países del Eurostoxx 50. Implica Bund en 0,10%.

²Revisión de BPAs en el último trimestre

³Cierres a 17/12/2021

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter; Bloomberg

Se desacoplan las variaciones de las primas de riesgo a favor de EE.UU. En esta región se mantiene sin apenas cambios mientras que en Europa aumenta ligeramente por (i) su mayor dependencia energética, que impactaría a la industria, con mayor representación en los índices bursátiles, (ii) un posible mayor impacto del virus que retrasaría la normalización de los servicios, y (iii) su mayor dependencia del comercio con China en un contexto de desaceleración de este país. Adicionalmente, las primas de España y Portugal reflejan el riesgo de retraso o no percepción de la totalidad de los fondos de recuperación europeos NGEU.

Se desacoplan las primas de riesgo a favor de EE.UU.

Para establecer los objetivos, empleamos el **método Top Down de PER objetivo**. Adicionalmente, en el caso del Ibex35 y PSI20 incluimos un enfoque *Bottom Up* basado en los precios objetivos de cada uno de los valores de los índices estimados por Análisis y Mercados Bankinter o el consenso. Las principales hipótesis consideradas son:

- **BPAs:** Tomamos como referencia la estimación del consenso para 2022E. La revisión de estimaciones ha sido positiva en todas las geografías en el último trimestre para los beneficios de 2022E y 2023E.
- **Las tasas de descuento** aumentan ligeramente para todos los índices, con excepción de EE.UU., por la elevación de las **primas de riesgo**. Mantenemos la rentabilidad de los bonos soberanos a 10A que estimamos el trimestre pasado para diciembre 2022: 2,15% para el T-Note, +0,10% para el Bund, +0,8% para el Bono español y el portugués. En consecuencia, las tasas de descuento se sitúan en 5,95% para el EuroStoxx-50 (+41 p.b.), 4,98% para el S&P 500 (-0,04 p.b.), 5,65% para el Nikkei (+35 p.b.), 7,47% para el Ibex-35 (+65 p.b.), y 7,37% para el PSI20.

Tomamos como referencia el consenso de estimaciones de BPA 2022.

Las tasas de descuento aumentan ligeramente por el aumento de las primas de riesgo.

Establecemos tres escenarios: central, favorable y desfavorable. Las principales diferencias entre los escenarios son:

Mantenemos tres escenarios: Central, Favorable y Desfavorable

1. **Rangos de BPA.** No aplicamos ningún ajuste sobre el BPA 2022E de consenso en el escenario central, +5% en el favorable y -5% en el desfavorable.
2. **Bono a 10 años.** Ajustamos la rentabilidad prevista en diciembre 2022 para los bonos a 10A en -25 p.b./+25 p.b. en los escenarios favorable y desfavorable en el caso del Eurostoxx-50, S&P 500, Ibex-35 y PSI20; en -15 p.b./+15 p.b. en el Nikkei.

Estrategia de Inversión 1T 2022

S&P 500: Nuestra previsión es de **5.266 puntos para diciembre de 2022** (anterior 5.078; +3,7%), con un **potencial de revalorización de +14,0%**. El consenso espera un aumento de BPA 2022E de +7,4% y de +9,6% en 2023E, tras revisiones en el trimestre de +2,6% y +2,4% respectivamente. La tasa de descuento que aplicamos se mantiene sin variaciones significativas en 4,98% (-4 p.b.) en línea con la variación de la prima de riesgo (2,83%; -4 p.b.). El factor de calidad de las bolsas americanas y el hecho de que los BPAs reales batan consistentemente a las previsiones, las hace más resilientes en escenarios adversos. Mantenemos una rentabilidad esperada del T-Note de 2,15% a final de año. Nuestra valoración implica un **PER de 23,3x** sobre el BPA 2022.

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **5.900 y 4.707 puntos**, que implican revalorizaciones potenciales de +27,7% y +1,9%.

TABLA 3.5: Análisis de sensibilidad S&P 500

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		2,65%	2,40%	2,15%	1,90%	1,65%
BPA vs Consenso	-10%	4.211	4.459	4.740	5.058	5.421
	-5%	4.444	4.707	5.003	5.339	5.722
	0%	4.678	4.955	5.266	5.620	6.023
	5%	4.912	5.203	5.530	5.900	6.325
	10%	5.146	5.450	5.793	6.181	6.626

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

EuroStoxx-50: Estimamos un nivel de **4.875 puntos a diciembre 2022** (anterior 5.023; -2,9%), que implica un **potencial de revalorización de +17,2%**. El consenso estima un aumento del BPA 2022E de +8,0%, tras una revisión de los beneficios 2022E y 2023E de +4,9% y +3,9% respectivamente en el último trimestre. La tasa de descuento aumenta hasta 5,95% (+41 p.b.) en línea con la mayor Prima de Riesgo que aplicamos (5,65%, +41 p.b.). Mantenemos la rentabilidad esperada del bono de referencia en +0,30%. Nuestra estimación supone un PER 2022E implícito de 17,2x.

En los **escenarios favorable y desfavorable** nuestra valoración es **5.365 y 4.429 puntos** respectivamente con potenciales de +28,9% y +6,4% desde los niveles actuales.

TABLA 3.6: Análisis de sensibilidad EuroStoxx-50

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		0,80%	0,55%	0,30%	0,05%	-0,20%
BPA vs Consenso	###	4.019	4.196	4.388	4.599	4.831
	-5%	4.243	4.429	4.632	4.854	5.099
	0%	4.466	4.662	4.875	5.110	5.368
	5%	4.689	4.895	5.119	5.365	5.636
	10%	4.913	5.128	5.363	5.621	5.904

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

S&P500: 5.266 puntos, en el escenario central

Potencial de +14,0% hasta dic-22.

EuroStoxx50: 4.875 puntos, en el escenario central

Potencial de +17,2% hasta dic-22.

Estrategia de Inversión 1T 2022

NIKKEI: Estimamos un precio objetivo de **31.875 puntos a diciembre 2022** (anterior 33.926; -6,0%), que implica un **potencial de revalorización de +11,7%**. El consenso estima que el BPA 2022E aumentará +7,8% y +5,6% en 2023E. La tasa de descuento aumenta hasta 5,65% (+35 p.b.). Mantenemos la previsión de rentabilidad del bono soberano de 0,10%. Nuestra valoración implica un **PER 2022 de 17,9x**.

NIKKEI: 31.875 puntos, en el escenario central

Potencial de +11,7% hasta dic-22.

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntan a **34.426 y 29.462 puntos** respectivamente, **+20,6% y +3,2%** desde el nivel actual.

TABLA 3.7: Análisis de sensibilidad Nikkei 225

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		0,40%	0,25%	0,10%	-0,05%	-0,20%
BPA vs Consenso	-10%	27.176	27.911	28.687	29.508	30.376
	-5%	28.686	29.462	30.281	31.147	32.064
	0%	30.196	31.013	31.875	32.786	33.751
	5%	31.706	32.563	33.469	34.426	35.439
	10%	33.216	34.114	35.062	36.065	37.126

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

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. En el primero, el consenso estima un crecimiento para el BPA 2022E de +6,0% (todavía un -1,8% inferior al de 2019). Durante el trimestre las estimaciones se vuelven a revisar al alza: +4,1% el BPA 2022E, +2,6% el de 2023E. Aumentamos la tasa de descuento a 7,47% (+65 p.b.) en línea con el aumento de la Prima de riesgo (6,67%; +65 p.b.). Mantenemos la rentabilidad esperada del Bono en diciembre 2022 en 0,80%. En consecuencia, nuestro escenario central arroja una estimación de **9.664 puntos** (anterior 9.933, -2,7%) **para diciembre de 2022**, con un **potencial de +16,3%**. Este nivel supone un PER 2022 implícito de 14,4x.

IBEX35: escenario central 9.664 puntos

Potencial de +16,3% hasta dic-22.

Los **escenarios favorable y desfavorable** resultan en **10.325 y 9.031 puntos** respectivamente, lo que supondrían potenciales de +24,2% y +8,7% respectivamente.

TABLA 3.8: Análisis de sensibilidad Ibex 35

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		1,30%	1,05%	0,80%	0,55%	0,30%
BPA vs Consenso	-10%	8.423	8.556	8.698	8.850	9.014
	-5%	8.891	9.031	9.181	9.342	9.515
	0%	9.359	9.506	9.664	9.833	10.016
	5%	9.827	9.982	10.147	10.325	10.517
	10%	10.295	10.457	10.630	10.817	11.018

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2022

PSI20: Al igual que para el Ibex 35, combinamos el método *Top Down* de PER objetivo y el *Bottom Up* basado en los precios objetivos estimados por el consenso. Este estima un aumento de +18,6% en el BPA para 2022E y +12,0% en 2023E. Asumimos una tasa de descuento de 7,37% muy similar a la española (7,47%) y una rentabilidad esperada del Bono en diciembre 2022 de 0,80%. En consecuencia, nuestro escenario central arroja una estimación de **5.865 puntos para diciembre de 2022**, con un **potencial de +7,8%**. Este nivel supone un PER 2022 implícito de 15,6x.

PSI20: 5.865 puntos, en el escenario central.

Potencial de +7,8% hasta dic-22.

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntan a **6.261 puntos y 5.485 puntos** respectivamente, lo que supondrían potenciales de +15,1% y +0,8% respectivamente.

TABLA 3.9: Análisis de sensibilidad PSI20

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		1,30%	1,05%	0,80%	0,55%	0,30%
BPA vs Consenso	-10%	5.120	5.196	5.278	5.366	5.462
	-5%	5.404	5.485	5.571	5.665	5.765
	0%	5.688	5.773	5.865	5.963	6.069
	5%	5.973	6.062	6.158	6.261	6.372
	10%	6.257	6.351	6.451	6.559	6.675

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2022

TABLA 3.10: Tabla detallada de nuestras valoraciones para bolsas de cara a diciembre 2022.

S&P 500	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	1,90%	2,15%	2,40%
2.- Inc. BPA 2022e	12,7%	7,4%	2,0%
Precio Objetivo (1)	5.900	5.266	4.707
Precio Objetivo Anterior (2)		5.078	
Cotización 17/12/2021		4.621	
Potencial (%)	27,7%	14,0%	1,9%
PER Implícito (4)	24,9x	23,3x	22,0x

EUROSTOXX-50	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A (3)	0,05%	0,30%	0,55%
2.- Inc. BPA 2022e	13,4%	8,0%	2,6%
Precio Objetivo (1)	5.365	4.875	4.429
Precio Objetivo Anterior (2)		5.023	
Cotización 17/12/2021		4.161	
Potencial (%)	28,9%	17,2%	6,4%
PER Implícito (4)	18,1x	17,2x	16,5x

NIKKEI	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	-0,05%	0,10%	0,25%
2.- Inc. BPA 2022e	13,2%	7,8%	2,4%
Precio Objetivo (1)	34.426	31.875	29.462
Precio Objetivo Anterior (2)		33.926	
Cotización 17/12/2021		28.546	
Potencial (%)	20,6%	11,7%	3,2%
PER Implícito (4)	18,5x	18,0x	17,5x

IBEX-35	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	0,55%	0,80%	1,05%
2.- Inc. BPA 2022e	11,3%	6,0%	0,7%
Precio Objetivo (1)	10.325	9.664	9.031
Precio Objetivo Anterior (2)		9.933	
Cotización 17/12/2021		8.312	
Potencial (%)	24,2%	16,3%	8,7%
PER Implícito (4)	14,7x	14,4x	14,2x

PSI-20	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	0,55%	0,80%	1,05%
2.- Inc. BPA 2022e	24,6%	18,6%	12,7%
Precio Objetivo (1)	6.261	5.865	5.485
Precio Objetivo Anterior (2)		n.a.	
Cotización 17/12/2021		5.440	
Potencial (%)	15,1%	7,8%	0,8%
PER Implícito (4)	15,9x	15,6x	15,4x

(1) Cálculos con cierre 17 diciembre de 2021. Precio objetivo a dic-2022. Calculado según método PER Objetivo.

(2) Cálculos a 22 de septiembre de 2021.

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

(4) Per Implícito respecto BPA 2022 estimado actualmente por consenso de mercado

Estrategia de Inversión 1T 2022

TABLA 3.11: Detalle de los beneficios empresariales y PER entre 2012r/2023e

S&P 500	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
PER(x)	13,6x	15,3x	17,2x	19,0x	19,2x	19,9x	18,2x	19,2x	26,1x	22,0x	20,5x	18,7x
BPA (\$)	101	107	112	109	109	123	151	152	123	210	226	247
% var	n.d	6,0%	4,8%	-3,4%	0,4%	12,9%	22,5%	0,9%	-19,0%	70,7%	7,4%	9,6%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾										4,0%	2,6%	2,4%
EUROSTOXX-50	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r ⁽²⁾	2020r ⁽²⁾	2021e	2022e	2023e
PER(x)	14,9x	19,0x	18,9x	22,7x	17,4x	15,7x	16,8x	14,8x	26,5x	15,9x	14,7x	13,6x
BPA (€)	162	147	166	152	173	222	201	233	124	262	283	305
% var	n.d	-9,2%	13,0%	-8,7%	14,1%	28,3%	-9,4%	15,8%	-46,9%	111,7%	8,0%	7,8%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾										5,3%	4,9%	3,9%
NIKKEI	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
PER(x)	18,3x	18,5x	17,6x	21,4x	19,9x	14,8x	16,4x	19,1x	25,9x	17,3x	16,1x	15,2x
BPA (JPY)	498	734	879	897	851	1.365	1.357	1.134	876	1.647	1.776	1.876
% var	n.d.	47,4%	19,7%	2,1%	-5,2%	60,5%	-0,6%	-16,5%	-22,7%	88,1%	7,8%	5,6%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾										-1,5%	0,4%	1,5%
IBEX-35	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r ⁽²⁾	2020r ⁽²⁾	2021e	2022e	2023e
PER(x)	20,1x	14,5x	19,1x	22,4x	16,3x	15,1x	13,8x	13,4x	735,9x	13,1x	12,4x	11,1x
BPA (€)	378	600	546	476	535	681	697	683	10	633	671	747
% var	n.d.	58,5%	-8,9%	-12,9%	12,4%	27,3%	2,3%	-1,9%	-98,5%	n.r.	6,0%	11,3%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾										10,1%	4,1%	2,6%
PSI-20	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
PER(x)	34,2x	-18,7x	94,7x	33,6x	25,9x	25,7x	14,0x	16,6x	22,1x	17,2x	14,5x	12,9x
BPA (€)	152	-322	67	164	183	198	385	308	202	317	376	421
% var	n.d.	n.r.	n.r.	144,5%	11,2%	8,4%	94,2%	-20,0%	-34,3%	56,7%	18,6%	12,0%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾										n.d.	n.d.	n.d.

(1) Variación del consenso de Bloomberg respecto a septiembre 2021

(2) BPA de Ibex y Eurostoxx-50 ajustado por extraordinarios

PER 2012/2020 con cotización media de los índices

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg

Datos a 17/12/2021

Estrategia de Inversión 1T 2022

4. Estrategia en Bonos: La Inflación no da tregua y los bancos centrales reducen las compras de bonos. Lo importante ahora es preservar el capital.

*El viento sopla en contra de los bonos - Inflación, tipos reales negativos y menos compras de los bancos centrales -. Las valoraciones están ajustadas y la volatilidad tiende a subir. La buena noticia es que hay demasiada liquidez y la banca aguarda el momento de ver TIREES más altas para incrementar el volumen de las carteras de bonos/ALCO. Lo normal en un ciclo macro expansivo como el actual, es que repunten las TIREES de los bonos, por eso nuestra estrategia de inversión persigue **proteger el capital**. ¿Cómo? Reduciendo exposición a bonos soberanos, manteniendo el riesgo de duración bajo y centrándose en **bonos corporativos** con riesgo de default/impago bajo y fundamentales sólidos. Reiteramos nuestra apuesta estratégica por **financieras** y la inversión táctica en sectores **cíclicos** con un binomio rentabilidad/riesgo atractivo.*

Visión de Mercado: Ómicron/CV19, la Geopolítica (Rusia/Ucrania, China/Taiwán, Irán...) y el exceso de liquidez, mantienen la rentabilidad/TIR de los bonos en niveles demasiado bajos, pero **la clave está en el IPC**. La Inflación, es el principal enemigo de los bonos porque: (i) pesa como una losa sobre las valoraciones - reduce el valor real de los ingresos/cupones y el capital invertido - y (ii) complica la gestión a los bancos centrales, que deben elegir entre: **¿subir tipos y frenar la actividad?** o ¿tardar demasiado en reaccionar y asumir un riesgo de **estanflación** (bajo crecimiento con Inflación)?

La Inflación pesa como una losa sobre las valoraciones y complica la gestión a los bancos centrales

Inflación: Las presiones inflacionistas - *shock* de oferta/cuellos de botella por el CV19 y costes de la energía - van a durar aún **más tiempo** ¿techo en 1T 2022? La Inflación americana está en niveles no vistos desde los años 80 (+6,8% en nov.), el IPC de la UEM sube +4,9% y crece el riesgo de ver efectos de segunda ronda/presiones salariales (perduran más en el tiempo). Pensamos que la dispar evolución de los **Salarios** es crucial para anticipar el tono de los bancos centrales (*hawkish*/duro vs *dovish*/suave). Los Salarios medios/hora suben +5,9% en EE.UU. (nov.) y +4,9% en Reino Unido, pero apenas varían en la UEM (-0,1% en 2T 2021) y Japón (+0,2% en oct.).

La dispar evolución de los salarios es crucial para anticipar el tono de los bancos centrales

Bancos Centrales: El cambio en la **dirección de la política monetaria** está en marcha porque: (i) la economía crece por encima del potencial estimado a largo plazo - la OCDE estima un crecimiento de +5,6% (2021) y +4,5% (2022) en el PIB Global vs -3,4% en 2020 vs +3,3% en 2013/2019 -, (ii) el **mercado laboral** avanza en la buena dirección - JOLTS/Creación de Nuevos Puestos de Trabajo > N° de Parados en EE.UU. y Tasa de Paro de la UEM en niveles pre-CV19 (7,3% en oct.) - y (iii) el **flujo de noticias** en el plano sanitario es mejor de lo que parece (severidad de Ómicron reducida, efectividad de la tercera dosis/Pfizer-BioNtech y nuevos tratamientos/Glaxo en marcha).

El cambio en la dirección de la política monetaria está en marcha (menos compras de bonos y tipos al alza en EE.UU. y Reino Unido)

La **Fed** (EE.UU.) pisa el acelerador del *tapering*/reducción de compras hasta 30.000 M\$/mes (vs 15.000 M\$/mes en nov.) y mantiene un tono *hawkish* (¿3 subidas de tipos en 2022?). El BoE (R.U) sube tipos en dic. 2021 y anticipa más para 2022 ¿2 subidas?, aunque mantiene el balance estable.

El BCE va más despacio y no se atisban subidas de tipos en 2022, pero afloja el ritmo de compras de bonos

En la UEM, **el BCE va más despacio** - no se atisban subidas de tipos antes de 2023 - pero afloja el ritmo de compras porque el Programa de **Compras de Emergencia/PEPP** termina en marzo. El BoJ (Japón) prosigue con el control de la curva de tipos (referencia en -0,10% y 10A en 0,0%) y el PBOC chino relaja las exigencias de reservas a la banca (11,5% vs 12,0% ant.).

Los **Emergentes** (ex - China) afrontan presiones inflacionistas más pronunciadas (+21,3% en Turquía, +10,7% Brasil, +8,1% Rusia, +7,4% Hungría...) y la mayoría de los bancos centrales endurecen la política monetaria (Brasil: 7 subidas de tipos en 2021 hasta 9,25%; Rusia: 8,50% (7 subidas), México: 5,5% (5 subidas), Hungría: 2,4% (6 subidas...)).

Estrategia de Inversión 1T 2022

En este entorno, el índice de referencia global en bonos (*Bloomberg Barclays Global Aggregate*) acumula una caída nominal de -4,4% en 2021 (-6,0% en bonos soberanos) mientras que el *MSCI World Index* de bolsa sube +16,5%.

Estrategia: El viento sopla en contra de los bonos – **Inflación, tipos reales negativos y menos compras de los bancos centrales** -. Las valoraciones están ajustadas y la volatilidad tiende a subir. La buena noticia es que hay demasiada **liquidez** y la banca aguarda el momento de ver TIREs más altas para incrementar el volumen de las **carteras de bonos/ALCO**. Cabe destacar que el exceso de liquidez acumulado por la banca europea está en máximos históricos (4,44 Bills € en dic. vs 1,91 Bills € en mar.2020) mientras que el volumen de depósitos de la banca americana crece a un ritmo del 12,1% en dic. (vs +8,0% ant).

Lo normal en un ciclo macro expansivo como el actual, es que repunten las TIREs de los bonos, por eso nuestra estrategia de inversión persigue **proteger el capital**. ¿Cómo? Reduciendo exposición a bonos soberanos, manteniendo el riesgo de duración bajo y centrándose en **bonos corporativos** con riesgo de *default* impago bajo y fundamentales sólidos (colchón de liquidez, Cash Flow y ratios de cobertura al alza). Reiteramos nuestra apuesta estratégica por **financieras** y la inversión táctica en sectores **cíclicos** con un binomio rentabilidad/riesgo atractivo.

El índice de referencia global en bonos acumula una caída de -4,4% en 2021.

El viento sopla en contra de los bonos (Inflación, tipos reales negativos y menos compras de los bancos centrales)

Lo más importante ahora es preservar el capital: Es mejor reducir exposición a bonos soberanos y centrarse en corporativos con buenos fundamentales

Estrategia de Inversión 1T 2022

5.- Temática Trimestral

El Metaverso: ¿Qué es? ¿Se puede invertir en él?

*El Metaverso no existe. Es solo un concepto con su origen en la novela "Snow Crash" de 1992 (Neal Stephenson) y que Facebook (ahora conocido como Meta) ha rescatado. El objetivo de esta tecnología es crear un "mundo virtual" paralelo al real donde poner en común otros conceptos que sí existen: criptomonedas, software como videojuegos, accesorios de realidad virtual, entre otros. Invertir sobre algo que no existe imposibilita la inversión directa. Pero detectamos **compañías cotizadas** que sí permiten la **inversión indirecta**: aquellas que participarán en su desarrollo y que, al mismo tiempo, sus negocios principales no dependen del éxito/fracaso del Metaverso. ¿El plazo marcado por Meta (Facebook)? De 5 a 10 años.*

El resumen más breve y directo: **el Metaverso no existe, pero sí se puede invertir indirectamente si sabes cómo.** A continuación, explicamos lo más importante que debemos conocer.

El Metaverso es (a día de hoy) **solo un concepto**. Quizás el concepto tecnológico más reciente, pero que tiene su **origen en una novela de 1992** (Snow Crash; Neal Stephenson). Esta novela describía un mundo virtual, paralelo al real, donde todos sus usuarios podrían relacionarse de una forma muy parecida a la real. Y Facebook rescató este concepto.

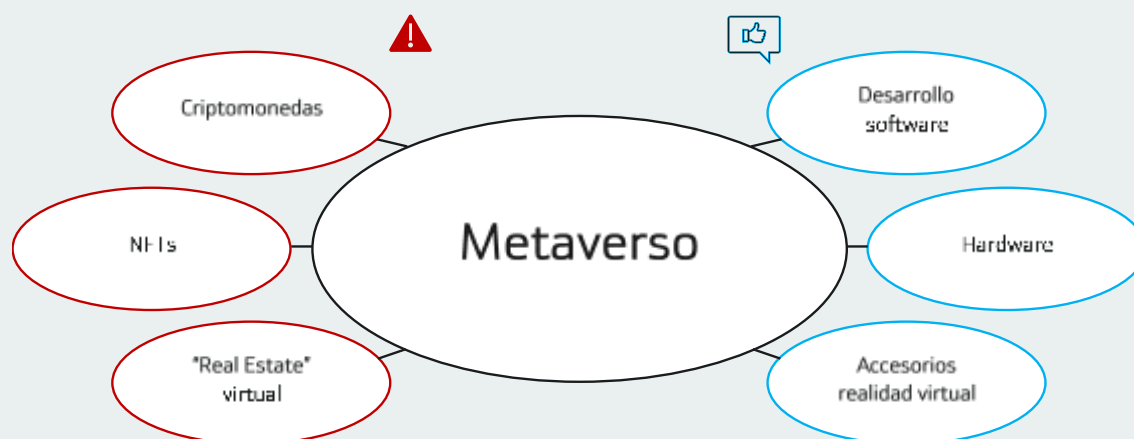
Pero, a día de hoy, el concepto Metaverso no ha cambiado: sigue siendo solo una idea sobre el papel sin ningún tipo de desarrollo tangible. Es decir, es una tecnología que (por ahora) no existe.

¿Qué es (o quiere ser) el Metaverso?

Un mundo virtual, paralelo al real, donde los usuarios pueden diseñar su propia vida y relaciones. Desde los conceptos más básicos (nombre y apariencia física) hasta habilidades y profesión del "personaje" en el Metaverso. En este mundo podrían tener lugar relaciones sociales, actividades profesionales (trabajo virtual) y transacciones comerciales (compras para esa vida virtual).

¿Y cuál es el objetivo del Metaverso?

Crear un **entorno común** para otro tipo de conceptos tecnológicos que ya existen, pero que su aplicación es muy compleja (o imposible) en el mundo real:



- Criptomonedas (Ethereum, Bitcoin, ...)
- NFTs (objetos virtuales: arte, moda, ...)
- "Real Estate" digital ("parcelas" o mundos virtuales en venta)

} Nos **abstenemos** de emitir recomendación

- Desarrollo de **software** (entornos virtuales)
- Componentes **hardware** (semiconductores, procesadores)
- Accesorios de realidad virtual (p. ej. gafas de visión 3D)

} Detectamos **posibilidades** de inversión

Estrategia de Inversión 1T 2022

De estas seis tecnologías **nos abstenemos de emitir recomendación en las tres primeras** porque una de nuestras normas básicas es **no emitir recomendación sobre aquello que no comprendemos bien y/o resulta innecesariamente complejo de entender para nuestros clientes.**

Además, las Criptomonedas o cualquier otro "activo" intangible digital como los mencionados anteriormente (NFTs, Real Estate digital, etc.). Consideramos que son pseudoactivos con factores de riesgo muy elevados:

- **Ausencia de regulación/supervisión**
- **Volatilidad** de sus precios extraordinariamente alta
- **Anonimato** de los emisores (pérdida de confianza)
- **Ausencia de fundamentales** financieros

Pero sí que consideramos **posible invertir en Metaverso de forma indirecta**: a través de compañías productoras del hardware o software previsiblemente necesario para la creación y uso del Metaverso.

El desarrollo del concepto está **liderado por Facebook**. De hecho, cambió recientemente el nombre del Grupo a Meta (abreviatura de "Metaverse") para dejar claras sus intenciones estratégicas. Como ejemplo de la visión del concepto que tiene Meta, están desarrollando guantes y otros accesorios que sean **capaces de transmitir las sensaciones virtuales en el cuerpo** de los usuarios.

Y, además de Facebook, hay otras muchas **compañías cotizadas "satélite"** que quieren participar en su desarrollo:

- **Microsoft** (*software y hardware*)
- **Nvidia** (tarjetas gráficas y procesadores)
- **Roblox** (videojuegos)
- **Apple** (*software y hardware*)
- **Autodesk** (diseño digital)
- **Activision** (videojuegos)
- **ASML** (semiconductores)
- **Qualcomm** (semiconductores)
- **Seagate** (almacenamiento físico y *cloud*)
- **Advanced Micro Devices** (semiconductores)
- **Shopify** (comercio *online*)
- **TSMC** (semiconductores)

Todas las compañías mencionadas tienen **negocios sólidos dentro del sector tecnológico** (producción de ordenadores, móviles, consolas, software profesional o doméstico, videojuegos, componentes informáticos, ...).

Y, al mismo tiempo, **querrán y serán necesarias para desarrollar por completo el concepto de Metaverso** por su posición dominante en sus respectivos sectores.

Es decir, son una opción de inversión indirecta en el Metaverso porque **(i) se verían beneficiadas** si el concepto tiene éxito pero **(ii) sin asumir el riesgo único y directo del Metaverso** porque el futuro de sus negocios principales es absolutamente independiente del éxito o fracaso concepto.

Meta (Facebook) ha marcado un plazo de **5 a 10 años para desarrollar el Metaverso**. Bajo nuestro punto de vista, **pensamos que el Metaverso llegará a existir como medio de relación social, un híbrido entre red social y videojuego**. Pero en ningún caso pensamos que sustituirá la vida cotidiana o profesional del mundo real. Todo está por hacer. Pero es posible invertir de forma indirecta, si sabes cómo.

Estrategia de Inversión 1T 2022

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

España, estimaciones de los principales indicadores y desglose del PIB. Escenarios Optimista, Central y Pesimista entre 2021 y 2023.

España, cifras clave (%)	2017r	2018r	2019r	2020r	Pesimista	2021e Central	Optimista	Pesimista	2022e Central	Optimista	Pesimista	2023e Central	Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,3	2,1	-10,8	4,5	4,8	5,1	4,3	5,8	6,9	2,0	2,9	3,8
Consumo Privado	3,0	1,7	1,0	-12,0	4,9	5,2	5,3	3,5	4,0	4,5	2,1	2,8	3,6
Gasto Público	1,0	2,3	2,0	3,3	3,1	3,1	3,2	-0,1	0,4	0,9	-0,2	0,3	0,8
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,3	4,6	-9,6	4,3	5,2	5,8	7,6	11,5	14,7	4,4	6,0	7,1
Demanda interna (aportación)	3,1	2,9	1,6	-8,6	4,3	4,6	4,8	3,5	4,7	5,7	2,1	2,9	3,7
Sector Exterior (aportación)	-0,2	-0,6	0,5	-2,2	0,4	0,2	0,5	0,9	1,0	1,2	-0,1	0,0	0,1
Déficit Público/PIB*	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-9,5	-8,5	-7,5	-7,0	-5,5	-4,0	-5,5	-4,0	-2,5
Deuda/PIB*	98,6	97,6	95,5	120,0	123,3	121,8	120,6	123,7	119,4	115,4	125,6	118,9	112,6
Tasa de paro (EPA)*	16,5	14,4	13,8	16,1	14,8	14,5	14,4	15,0	14,2	13,7	15,2	14,0	12,8
IPC*	1,1	1,2	0,8	-0,5	5,4	5,7	6,0	1,5	2,0	2,5	1,2	1,5	1,7

*Datos a final de ejercicio

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

Estrategia de Inversión 1T 2022

Portugal, estimaciones de los principales indicadores y desglose del PIB. Escenarios Optimista, Central y Pesimista en 2021, 2022 y 2023.

Portugal, cifras clave (%)	2020r	2021e			2022e			2023e		
		Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (YoY)	-7,6	4,3	4,5	4,8	4,4	4,7	5,1	1,7	1,8	2,5
Consumo Privado	-5,90	4,3	4,4	4,5	3,5	3,6	3,7	0,7	0,8	1,2
Consumo Público	0,50	2,1	2,1	2,5	0,0	0,0	0,7	0,7	0,8	0,8
Inversión	-4,90	4,0	4,4	4,6	0,5	1,1	1,5	3,4	3,5	3,7
Exportaciones	-18,70	9,0	9,1	9,2	9,9	10,0	10,3	2,8	2,8	3,9
Importaciones	-12,10	7,6	7,4	7,4	4,7	4,5	4,5	1,8	1,8	1,8
Déficit Público / PIB	-7,3	-5,6	-5,1	-4,9	-3,5	-3,0	-2,6	-2,8	-2,5	-2,1
Deuda Pública / PIB	133,0	131,0	130,3	129,8	126,7	125,3	124,0	125,1	123,4	121,0
Tasa de Paro	7,1	7,1	6,9	6,7	7,0	6,8	6,6	6,8	6,6	6,3
IPC	-0,1	2,0	2,1	2,2	1,7	1,9	2,0	1,7	1,8	2,2
PIB / PIB 2019	92,4	96,4	96,6	96,8	100,7	101,1	101,7	102,3	102,9	104,2

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

Carteras Modelo de Acciones Españolas



Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo de Acciones USA

Valores Propuestos	Evolución Cartera (del 31-jul-19 al 30-ago-19)	Modificaciones en la selección			
Nuevas Entradas		Salidas			
Alcoa	-10,88	11,12	1,61%	Campbell Soup	Alfalfa
Wal-Mart	110,40	110,38	-0,02%	Intuitive Surgical	Caixa
Netflix	39,50	42,18	+ 6,80%	PepsiCo	Del Monte
MasterCard	266,58	272,27	+ 2,10%		
Microsoft	175,86	176,23	+ 0,2%		
Alibab	94,19	87,01	- 7,6%		
Facebook	193,00	209,22	+ 8,4%		
Home Depot	207,97	212,03	+ 1,9%		
Procter & Gamble	319,85	328,04	+ 2,5%		
Coca-Cola	50,32	52,93	+ 5,2%		
Walt Disney	173,25	179,09	+ 3,4%		
Tesla	88,81	88,40	- 0,5%		
McDonald's	207,66	210,72	+ 1,5%		
Campbell Soup	80,30	82,93	+ 3,3%		
Walt Disney	139,60	143,01	+ 2,4%		
Intuitive Surgical	54,72	55,40	+ 1,2%		
Amazon	189,83	186,78	- 1,6%		
Google	190,80	191,00	+ 0,1%		
Apple	197,82	213,04	+ 7,7%		
Colgate Palmolive Co.	71,87	73,76	+ 2,6%		

Carteras Modelo de Acciones Dividendo

3.-Detalle de la evolución

La tabla siguiente ofrece con mayor detalle la evolución de la Cartera desde el 31 de junio de 2018 hasta el 5 de julio de 2019, así como los principales datos de las compañías que la integran.

Empresa	ISIN (SE)	Dividido	Div. (€)	Div. (%)	Div. (€)	Div. (%)	Div. (€)	Div. (%)	Div. (€)	Div. (%)	Div. (€)	Div. (%)	Div. (€)	Div. (%)	Div. (€)	Div. (%)
Alcoa	US0149660338	30	0,15	0,03%	0,14	0,03%	0,15	0,03%	0,14	0,03%	0,15	0,03%	0,14	0,03%	0,15	0,03%
Amazon	US0470801039	30	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%
Apple	US0378331005	30	0,73	0,03%	0,73	0,03%	0,73	0,03%	0,73	0,03%	0,73	0,03%	0,73	0,03%	0,73	0,03%
Bankinter	ES0330800520	30	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%
Caixa	ES0320710009	30	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%
Campbell Soup	US0018781010	30	0,49	0,06%	0,49	0,06%	0,49	0,06%	0,49	0,06%	0,49	0,06%	0,49	0,06%	0,49	0,06%
Caixa	ES0320710009	30	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%
Del Monte	US0187181010	30	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%
Del Monte	US0187181010	30	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%
Del Monte	US0187181010	30	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%
Del Monte	US0187181010	30	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%
Del Monte	US0187181010	30	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%
Del Monte	US0187181010	30	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%

Estrategia de Inversión 1T 2022

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

	17-dic	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2020r	PER 2021e	2022e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div21e	Media 2017/20	2021e	ROE 2022e	EV/EBITDA 2021e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/20	2021e	P/VC 2022e	Recomend.	P. Objetivo
Ibex-35	8.345,1	+3,4	557.908	Negativo	12,6 x	12,5 x	-7.841	44.261	n/r	44.746	n/r	3,1%	11,6%	15,0%	15,3%	16,1x	1,0 x	3,1 x	2,8 x	2,5 x		
Almirel	11,03	+1,1	1.985	26,2 x	-110,2 x	18,0 x	74	-18	-124%	110	-711%	1,8%	Negativo	-1,4%	7,9%	10,4x	0,2 x	1,7 x	1,5 x	1,4 x	Comprar	14,85
ACS	21,75	-19,0	6.703	14,7 x	9,6 x	8,8 x	574	701	22%	764	9%	7,9%	18,5%	16,2%	16,8%	5,0x	0,4 x	2,3 x	1,5 x	1,5 x	Comprar	30,70
Acerinox	10,90	+22,1	2.984	49,9 x	5,6 x	7,2 x	49	534	990%	415	-22%	4,6%	5,9%	30,1%	19,6%	3,7x	0,4 x	1,4 x	1,5 x	1,3 x	Comprar	14,00
AENA	132,85	-6,3	19.995	Negativo	Negativo	28,3 x	-127	-21	n/r	706	n/r	0,0%	22,1%	Negativo	10,4%	30,9x	1,1 x	3,8 x	3,3 x	2,9 x	Neutral	154,00
Amadeus	55,66	-6,8	25.012	Negativo	Negativo	35,2 x	-506	-44	-109%	710	-1714%	0,0%	33,3%	Negativo	16,9%	37,9x	0,9 x	8,5 x	6,8 x	6,0 x	Comprar	70,10
Acciona	158,60	+38,6	8.870	16,8 x	26,9 x	23,2 x	380	330	-13%	382	16%	2,5%	9,3%	8,2%	9,1%	10,1x	1,2 x	1,4 x	2,2 x	2,1 x	Comprar	168,40
BBVA	5,00	+26,4	33.573	20,6 x	7,4 x	7,4 x	1.305	4.549	249%	4.561	0%	3,2%	7,4%	11,0%	10,7%	n.a.	0,7 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Neutral	7,10
Bankinter	4,32	+33,3	3.897	12,5 x	7,8 x	9,2 x	317	502	58%	423	-16%	3,5%	10,6%	10,7%	8,7%	n.a.	n.a.	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Restringido	
CaixaBank	2,28	+8,4	18.362	7,8 x	3,7 x	7,4 x	1.611	5.030	212%	2.491	-50%	3,9%	7,2%	21,1%	10,1%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,5 x	0,5 x	Comprar	3,18
Cie Automotive	25,80	+18,7	3.208	14,6 x	13,3 x	11,0 x	185	241	30%	293	22%	2,5%	23,9%	18,4%	18,3%	8,5x	1,2 x	2,4 x	2,4 x	2,0 x	Comprar	31,70
Cellnex	48,80	+6,0	32.744	Negativo	Negativo	Negativo	-132	-230	n/r	-249	n/r	0,1%	0,7%	Negativo	Negativo	23,1x	0,6 x	5,8 x	2,3 x	2,4 x	Comprar	60,00
Colonial	8,03	+2,4	4.328	37,4 x	36,6 x	27,3 x	109	118	9%	158	34%	2,7%	2,1%	2,1%	2,9%	35,8x	0,9 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Neutral	8,55
Endesa	19,67	-10,4	21.196	17,0 x	12,3 x	12,3 x	1.394	1.728	24%	1.729	0%	6,6%	13,0%	22,9%	22,1%	8,1x	0,9 x	2,7 x	2,8 x	2,7 x	Neutral	22,40
Enagas	19,88	+16,6	5.215	10,6 x	13,2 x	13,9 x	444	395	-11%	374	-5%	8,6%	15,7%	13,4%	13,0%	10,6x	1,4 x	1,9 x	1,8 x	1,8 x	Comprar	21,10
Ferrovial	25,69	+14,4	18.971	Negativo	116,4 x	178,8 x	-410	163	n/r	106	-35%	1,6%	1,3%	3,8%	2,7%	38,4x	0,7 x	2,9 x	4,4 x	4,8 x	Comprar	30,10
Fluidra	32,50	+55,8	6.387	42,5 x	28,4 x	23,5 x	96	225	133%	272	21%	2,6%	6,2%	15,0%	16,9%	14,7x	0,8 x	2,3 x	4,3 x	4,0 x	Comprar	42,70
Grifols	16,50	-31,8	18.975	23,0 x	15,5 x	31,0 x	617	1.221	98%	612	-50%	0,0%	14,4%	20,6%	9,4%	19,7x	1,4 x	4,0 x	1,9 x	1,7 x	Neutral	17,00
IAG	1,55	-12,1	7.815	Negativo	Negativo	14,3 x	-6.923	-2.980	n/r	545	n/r	0,0%	Negativo	Negativo	60,2%	-14,9x	n.a.	2,4 x	9,3 x	7,8 x	Comprar	2,50
Iberdrola	9,75	-15,7	62.808	20,6 x	18,6 x	15,6 x	3.611	3.372	-7%	4.039	20%	4,5%	8,7%	9,4%	10,9%	9,3x	1,0 x	1,5 x	1,7 x	1,6 x	Comprar	11,90
Indra	9,07	+30,9	1.614	Negativo	12,5 x	10,3 x	-65	129	98%	156	21%	1,3%	17,5%	16,3%	17,3%	6,3x	0,7 x	2,3 x	2,0 x	1,7 x	Vender	9,90
Inditex	27,81	+8,3	86.549	73,4 x	27,6 x	23,6 x	1.106	3.134	183%	3.672	17%	3,2%	20,1%	21,5%	24,7%	11,2x	Caja Neta	5,8 x	5,5 x	5,1 x	Comprar	34,00
Mapfre	1,76	+10,6	5.426	9,3 x	7,1 x	7,9 x	527	764	45%	683	-11%	8,3%	6,9%	8,6%	7,5%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	2,10
Meliá	5,54	-2,1	1.235	Negativo	Negativo	80,9 x	-596	-165	n/r	15	n/r	0,0%	9,3%	Negativo	4,7%	15,1x	2,6 x	1,8 x	3,9 x	3,8 x	Comprar	8,15
Merlin Properties	9,56	+22,8	4.342	25,9 x	17,6 x	15,9 x	141	246	75%	273	11%	4,1%	3,2%	3,6%	3,9%	27,7x	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x	Vender	10,00
ArcelorMittal(3)	28,64	+51,3	28.329	Negativo	3,3 x	5,4 x	-733	9.768	n/r	5.947	-39%	0,9%	Negativo	23,9%	13,1%	2,3x	0,1 x	0,6 x	0,8 x	0,8 x	Comprar	33,40
Naturgy	26,85	+41,6	26.024	Negativo	22,0 x	21,2 x	-347	1.181	240%	1.229	4%	4,5%	11,3%	14,6%	15,0%	9,8x	1,7 x	1,9 x	3,2 x	3,1 x	Vender	23,80
PharmaMar	54,56	-22,4	1.011	9,3 x	12,6 x	7,7 x	140	80	-43%	131	64%	1,2%	Negativo	46,9%	45,5%	10,0x	Caja Neta	28,3 x	5,9 x	3,5 x	Neutral	89,20
Red Eléctrica	18,75	+12,2	10.186	14,6 x	14,2 x	14,8 x	621	717	15%	689	-4%	5,3%	20,3%	19,9%	18,3%	10,4x	1,8 x	3,0 x	2,8 x	2,7 x	Neutral	19,20
Repsol	9,94	+21,3	15.280	Negativo	6,6x	6,7 x	-3.289	2.557	-22%	2.526	-1%	5,4%	Negativo	11,7%	11,1%	3,2x	0,4 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	12,60
Rovi	69,10	+86,5	3.964	34,8 x	30,8 x	25,8 x	61	129	111%	153	19%	1,2%	10,9%	26,7%	33,1%	21,1x	Caja neta	4,4 x	8,1 x	8,1 x	Comprar	73,80
Sabadell	0,56	+57,7	3.142	1.571,0x	7,9 x	5,4 x	2	400	n/r	583	46%	1,6%	3,7%	3,9%	5,6%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,2 x	0,2 x	Neutral	0,80
Santander	2,78	+10,8	48.354	Negativo	6,3 x	6,1 x	-8.771	7.617	-13%	7.975	5%	5,4%	7,2%	11,2%	10,9%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,4 x	0,4 x	Comprar	4,10
Siemens Gamesa (4)	20,75	-35,9	14.440	Negativo	Negativo	Negativo	-918	-626	n/r	-130	-79%	0,0%	Negativo	Negativo	Negativo	62,3x	0,04 x	2,2 x	3,2 x	3,3 x	Vender	19,20
Solaria	16,13	-29,3	2.087	97,1 x	52,2 x	36,6 x	30	40	32%	57	43%	0,0%	16,4%	15,2%	17,9%	31,8x	1,8 x	5,9 x	7,7 x	6,3 x	Neutral	17,00
Telefónica	3,86	+19,7	21.901	11,5 x	8,9 x	9,3 x	1.582	2.474	56%	2.344	-5%	7,8%	10,5%	10,5%	9,8%	3,8x	1,7 x	1,3 x	0,9 x	0,9 x	Neutral	4,50

Estrategia de Inversión 1T 2022

Compañías Españolas No Ibex-35

	17-dic	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2020r	PER 2021e	2022e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div21e	Media 2017/20	2021e	ROE 2022e	EV/EBITDA 2021e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/20	2021e	P/VC 2022e	Recomend.	P. Objetivo
No Ibex:																						
Unicaja	0,80	+12,6	2.137	14,5 x	13,8 x	11,9 x	78	155	99%	180	16%	3,8%	3,6%	3,8%	4,3%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Neutral	n/d
Mediaset	3,83	-8,6	1.219	7,8 x	7,5 x	7,0 x	179	163	-9%	174	7%	7,0%	20,8%	13,7%	13,6%	4,9x	Caja Neta	2,2 x	1,0 x	0,9 x	Neutral	5,40
Catalana Occidente	28,15	-3,4	3.378	13,3 x	8,0 x	8,6 x	262	424	62%	393	-7%	3,3%	10,6%	11,0%	9,6%	n.a.	n.a.	1,0 x	0,9 x	0,8 x	Comprar	38,20
Faes Farma	3,23	-7,0	1.015	14,4 x	12,8 x	12,2 x	73	79	10%	83	4%	6,4%	14,5%	14,8%	13,7%	8,3x	Caja neta	2,6 x	1,8 x	1,6 x	Neutral	3,90
Audax	1,24	-37,1	538	32,4 x	-119,1 x	56,0 x	26	-5	-117%	10	-312%	1,8%	14,7%	Negativo	7,5%	22,4x	2,5 x	5,0 x	4,3 x	4,3 x	Neutral	1,60
Reig Jofre	3,32	-25,1	255	59,4 x	34,4 x	33,2 x	6	7	30%	8	4%	0,0%	4,6%	3,9%	3,8%	11,8x	0,4 x	1,2 x	1,3 x	1,3 x	Neutral	4,75
Viscofán	54,70	-4,8	2.569	21,9 x	19,2 x	18,4 x	123	134	9%	140	4%	3,3%	15,8%	16,9%	16,5%	10,7x	0,0 x	3,2 x	3,2 x	3,0 x	Comprar	73,60
Ence	2,12	-38,1	518	Negativo	14,7 x	10,2 x	-26	35	-233%	51	44%	3,4%	1,2%	4,4%	6,1%	3,9x	0,3 x	1,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	3,66
FCC	10,24	+18,6	4.439	13,7 x	11,3 x	11,4 x	262	394	50%	388	-2%	4,1%	11,3%	12,1%	10,7%	6,6x	0,9 x	2,2 x	1,3 x	1,2 x	Comprar	13,47
SACYR	2,11	+4,9	1.332	34,9 x	9,3 x	8,2 x	35	143	309%	163	14%	4,7%	-1,2%	11,8%	12,4%	9,2x	5,4 x	0,9 x	1,1 x	1,0 x	Comprar	3,27
OHL	0,88	+62,8	528	Negativo	Negativo	Negativo	-151	25	n/r	-11	-144%	0,0%	Negativo	4,4%	Negativo	9,1x	0,3 x	0,4 x	0,9 x	0,9 x	Vender	0,70
Ebro Foods	17,26	-8,9	2.566	15,2 x	9,8 x	16,9 x	192	262	36%	152	-42%	8,5%	8,2%	13,1%	7,4%	11,0x	0,5 x	1,4 x	1,3 x	1,3 x	Neutral	19,20
CAF	33,75	-11,2	1.195	149,5 x	14,1 x	12,3 x	9	85	844%	97	14%	2,6%	4,0%	12,9%	13,4%	5,8x	0,4 x	1,8 x	1,6 x	1,5 x	Comprar	45,10
Talgo	4,99	+21,6	621	Negativo	32,0 x	17,4 x	-17	19	-211%	36	84%	0,0%	9,7%	7,3%	12,1%	13,4x	0,4 x	2,3 x	2,2 x	2,0 x	Neutral	4,90
Técnicas Reunidas	7,24	-32,1	411	Negativo	Negativo	32,8 x	-46	-127	-376%	13	-110%	0,0%	Negativo	Negativo	3,9%	-7,5x	6,3 x	3,2 x	1,3 x	1,3 x	Vender	8,30
Gestamp	4,16	+5,8	2.402	Negativo	20,0 x	8,7 x	-151	120	n/r	275	129%	1,4%	10,9%	5,9%	12,2%	5,5x	1,2 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	5,30
Lar España	5,03	+7,1	429	8,7 x	11,9 x	11,9 x	47	36	-23%	36	0%	6,4%	4,0%	4,2%	4,1%	16,9x	0,7 x	0,7 x	0,5 x	0,5 x	Neutral	5,38
Neinor Homes	10,20	+0,3	833	15,9 x	10,2 x	9,3 x	54	82	51%	90	10%	5,1%	5,2%	9,5%	9,3%	11,3x	0,5 x	1,4 x	0,9 x	0,8 x	Comprar	13,46
Aedas Homes	23,30	+11,2	1.077	18,8 x	19,5 x	16,0 x	54	55	2%	67	22%	4,0%	1,2%	5,5%	6,6%	18,5x	0,2 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x	Comprar	29,20
Metrovacesa	7,09	+25,6	1.036	37,5 x	45,4 x	24,5 x	24	23	-6%	42	85%	0,0%	Negativo	1,0%	1,7%	38,8x	0,1 x	0,6 x	0,5 x	0,4 x	Neutral	8,39
Lingotes Especiales	12,00	-0,8	120	20,2 x	20,0 x	15,0 x	6	6	0%	8	33%	4,2%	18,3%	12,2%	15,7%	7,9x	0,3 x	3,0 x	2,4 x	2,4 x	Comprar	14,30
Prosegur	2,18	-9,0	1.217	4,0 x	15,2 x	10,1 x	331	80	-76%	120	50%	5,1%	22,1%	10,2%	14,7%	4,8x	1,3 x	2,7 x	1,7 x	1,6 x	Neutral	2,20
Prosegur Cash	0,56	-29,4	860	77,2 x	8,3 x	6,9 x	16	104	550%	125	20%	7,1%	78,1%	38,7%	36,8%	4,80	8,6 x	12,9 x	3,3 x	2,8 x	Neutral	0,81

Estrategia de Inversión 1T 2022

Compañías del EuroStoxx-50

	17-dic	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2020r	PER 2021e	2022e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div21e	ROE			EV/EBITDA 2021e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/20	P/V		Recomend
				2020r	2021e	2022e	2020r	2021e	Var. %	2022e	Var. %		2017/20	2021e	2022e	2021e		2017/20	2021e	2022e	
EuroStoxx-50	4.162,4	+17,2	3.984.566	42,4x	17,6x	16,0x	93,974	226.719	141%	248.343	10%	3,3%	13,3%	14,9%	15,2%		0,6x	3,3x	4,2x	3,6x	
Adidas	251,35	-16,8	47.612	81,3x	28,4x	23,9x	734	1.677	128%	1.992	19%	1,6%	21,3%	22,5%	22,7%	14,01	0,1x	7,0x	6,3x	5,6x	Neutral
Ahold Delhaize	30,01	+31,4	31.753	18,2x	16,4x	15,3x	1.397	1.937	39%	2.072	7%	3,6%	12,2%	15,9%	15,9%	2,46	0,8x	1,7x	2,6x	2,5x	Vender
Air Liquide	152,80	+11,7	71.064	26,1x	27,9x	25,7x	2.435	2.543	4%	2.769	9%	2,0%	12,3%	12,5%	12,7%	13,60	0,6x	2,9x	3,5x	3,3x	Comprar
Airbus	104,14	+15,8	81.737	Negativo	30,8x	23,2x	-1.133	2.655	n/r	3.524	33%	1,4%	3,3%	29,2%	30,6%	12,83	Caja Neta	10,2x	9,0x	7,1x	Neutral
Allianz	204,70	+1,4	83.142	12,2x	10,2x	10,0x	6.807	8.190	20%	8.288	1%	5,0%	10,6%	10,2%	10,3%	n.a.	n.a.	1,2x	1,1x	1,1x	Neutral
AB InBev	53,16	-8,3	105.586	30,2x	17,2x	14,7x	3.807	6.121	61%	7.183	17%	1,8%	8,9%	8,2%	9,0%	4,15	1,2x	1,9x	1,4x	1,3x	Vender
Adgen	2.175,00	+13,9	67.147	221,2x	145,6x	99,6x	261	461	77%	674	46%	0,0%	25,7%	27,5%	30,8%	128,15	Caja Neta	32,3x	39,4x	28,1x	Neutral
ASML	662,00	+72,2	282.883	46,9x	51,1x	42,2x	3.554	5.541	56%	6.708	21%	0,5%	22,1%	35,1%	35,6%	48,99	Caja Neta	7,9x	17,5x	14,6x	Comprar
AXA	25,38	+29,9	61.315	14,0x	9,4x	9,3x	3.385	6.491	92%	6.587	1%	5,8%	5,6%	8,6%	8,6%	n.a.	n.a.	0,8x	0,8x	0,8x	Comprar
B. Santander	2,78	+10,9	48.380	Negativo	6,4x	6,1x	-8.771	7.617	n/r	7.975	5%	5,4%	2,0%	11,2%	10,9%	n.a.	n.a.	0,7x	0,6x	0,6x	Comprar
Basf	60,19	-7,5	54.971	Negativo	8,3x	10,3x	-1.060	6.588	n/r	5.347	-19%	2,5%	12,8%	16,4%	14,1%	6,07	0,4x	1,8x	1,4x	1,5x	Comprar
Bayer	46,53	-4,4	45.226	Negativo	23,8x	8,4x	-10.495	1.897	n/r	5.390	184%	4,3%	Negativo	6,2%	15,9%	4,51	1,1x	1,6x	1,5x	1,3x	Neutral
BBVA	5,00	+26,5	33.599	20,6x	7,4x	7,4x	1.305	4.549	249%	4.561	0%	3,2%	7,4%	11,0%	10,7%	n.a.	n.a.	0,7x	0,7x	0,7x	Neutral
BMW	86,92	+19,2	55.838	12,3x	4,5x	6,3x	3.775	12.413	229%	8.854	-29%	7,2%	10,4%	17,8%	11,7%	1,62	Caja Neta	0,9x	0,8x	0,8x	Comprar
BNP Paribas	56,17	+35,0	72.713	7,6x	10,2x	9,1x	7.067	7.150	1%	7.950	11%	5,3%	7,9%	7,7%	8,4%	n.a.	n.a.	0,6x	0,7x	0,6x	Comprar
CRH	44,76	+31,4	34.476	27,1x	19,4x	17,7x	984	1.775	80%	1.953	10%	2,2%	10,0%	10,1%	10,6%	0,98	0,4x	1,6x	2,0x	1,9x	Comprar
Daimler	68,75	+40,5	72.899	17,0x	6,1x	5,9x	3.627	12.037	232%	12.416	3%	6,5%	9,1%	14,4%	16,1%	-1,20	Caja Neta	0,8x	1,1x	1,0x	Comprar
Danone	54,62	-1,4	36.468	18,9x	22,9x	17,2x	1.956	1.594	-19%	2.118	33%	3,6%	13,9%	10,0%	12,6%	2,99	0,7x	2,6x	2,2x	2,1x	Comprar
Deutsche Post	53,70	+33,2	66.835	16,8x	16,3x	16,1x	2.979	4.101	38%	4.156	1%	2,7%	19,5%	27,0%	22,3%	7,40	0,7x	3,1x	4,3x	3,5x	Comprar
Deutsche Boerse	142,55	+4,2	27.560	22,3x	22,6x	20,8x	1.188	1.217	2%	1.325	9%	2,3%	17,9%	17,7%	18,7%	0,66	0,2x	4,0x	3,8x	3,7x	Neutral
Deutsche Telekom	16,05	+6,7	79.574	12,8x	16,2x	13,4x	5.555	4.900	-12%	5.938	21%	3,9%	9,6%	6,5%	7,8%	5,40	2,7x	1,4x	1,0x	1,0x	Comprar
Enel	6,75	-18,3	68.706	16,2x	12,5x	12,0x	5.197	5.495	6%	5.720	4%	5,6%	10,6%	18,8%	18,5%	6,44	1,6x	2,1x	2,4x	2,2x	Comprar
ENI	12,05	+40,8	43.397	Negativo	16,5x	13,1x	-8.556	2.632	-69%	3.303	25%	6,2%	5,1%	7,0%	8,7%	5,96	0,6x	1,0x	1,2x	1,1x	Comprar
EssilorLuxottica	180,36	+41,9	80.039	208,8x	43,8x	38,6x	268	1.827	582%	2.074	14%	1,1%	6,6%	5,2%	5,6%	19,99	0,1x	3,6x	2,1x	2,1x	Neutral
Flutter Entertainment	131,50	-21,7	22.944	770,9x	95,7x	41,5x	38	240	532%	553	131%	1,3%	3,5%	2,1%	4,8%	26,83	0,2x	2,0x	2,1x	2,0x	Neutral
Iberdrola	9,75	-15,6	62.846	20,6x	18,6x	15,6x	3.611	3.372	-7%	4.039	20%	4,5%	8,8%	9,4%	10,9%	9,39	0,7x	1,5x	1,7x	1,7x	Comprar
Inditex	27,81	+8,3	86.549	73,4x	27,1x	22,9x	1.106	3.199	189%	3.779	18%	3,2%	19,8%	21,9%	25,5%	11,24	Caja Neta	5,9x	5,5x	5,1x	Comprar
Infinion	38,91	+26,3	51.760	47,1x	140,3x	44,3x	870	369	-58%	1.168	217%	0,7%	13,6%	3,2%	9,3%	16,16	0,4x	3,8x	4,4x	4,0x	Comprar
ING	11,92	+58,4	47.263	12,0x	10,2x	9,6x	2.485	4.619	86%	4.935	7%	5,5%	8,2%	8,4%	8,7%	n.a.	n.a.	0,8x	0,8x	0,8x	Comprar
Intesa	2,21	+20,5	42.893	11,3x	11,6x	9,6x	3.277	3.700	13%	4.450	20%	6,8%	9,5%	7,5%	8,8%	n.a.	n.a.	0,7x	0,7x	0,7x	Comprar
Kering	689,80	+15,3	85.477	23,9x	25,3x	26,2x	3.144	3.378	7%	3.260	-3%	2,0%	21,8%	24,5%	21,5%	13,54	0,2x	5,5x	6,3x	5,7x	Comprar
Kone	61,88	-5,8	32.886	37,5x	31,5x	28,9x	939	1.043	11%	1.138	9%	3,1%	29,5%	34,2%	35,6%	19,42	Caja Neta	8,7x	10,4x	9,9x	Vender
K. Philips	31,36	-29,7	28.238	33,6x	8,9x	31,5x	1.187	3.162	166%	1.012	-68%	2,8%	10,3%	22,1%	7,0%	8,42	0,3x	2,8x	2,0x	2,0x	Vender
L'Oreal	413,05	+32,6	229.900	43,4x	50,0x	46,4x	4.009	4.601	15%	4.953	8%	1,1%	15,0%	13,8%	14,9%	28,55	Caja Neta	4,7x	6,9x	7,0x	Neutral
Linde(3)	298,85	+37,2	149.423	38,6x	35,0x	31,9x	4.371	4.814	10%	5.278	10%	1,3%	5,6%	9,6%	10,3%	17,17	0,3x	2,3x	3,7x	3,6x	Comprar
LVMH	699,00	+37,4	354.289	54,8x	46,4x	39,9x	4.702	7.641	63%	8.871	16%	1,0%	18,1%	17,4%	18,1%	18,67	0,2x	5,0x	8,2x	7,2x	Comprar
Munich RE	258,00	+4,1	35.403	28,1x	14,1x	13,9x	1.211	2.515	108%	2.878	14%	3,8%	6,7%	8,0%	9,0%	n.a.	n.a.	1,1x	1,2x	1,1x	Neutral
Pernod Ricard	209,50	+32,7	54.497	124,8x	39,1x	33,2x	329	1.393	323%	1.640	18%	1,3%	8,3%	9,4%	10,7%	23,98	0,6x	2,6x	3,7x	3,5x	Neutral
Prosus	69,42	-21,7	143.184	27,9x	22,6x	17,3x	5.157	6.335	23%	8.299	31%	0,1%	26,9%	16,0%	17,5%	2.695,85	Caja Neta	3,9x	2,8x	2,4x	Comprar
Safran	101,24	-12,8	43.177	58,7x	33,1x	22,0x	844	1.305	55%	1.967	51%	1,3%	24,3%	9,8%	13,6%	14,37	0,3x	4,0x	3,2x	3,0x	Neutral
Sanofi	86,89	+11,1	110.482	8,0x	14,5x	12,5x	12.314	7.636	-38%	8.805	15%	3,7%	11,5%	11,5%	12,3%	11,42	0,2x	1,7x	1,6x	1,5x	Comprar
SAP	123,52	+13,2	149.140	25,6x	31,9x	29,6x	5.142	4.676	-9%	5.042	8%	1,5%	13,7%	12,8%	12,9%	18,86	0,1x	4,2x	4,0x	3,8x	Comprar
Schneider Electric	165,68	+39,6	93.959	31,6x	32,3x	28,4x	2.126	2.913	37%	3.308	14%	1,8%	10,9%	13,1%	13,8%	18,42	0,4x	2,2x	3,7x	3,4x	Comprar
Siemens	147,90	+24,2	124.100	24,8x	23,0x	21,2x	4.030	5.404	34%	5.859	8%	2,7%	12,3%	14,0%	14,3%	13,46	0,4x	1,9x	3,0x	2,8x	Neutral
Stellantis	16,41	+36,2	49.972	12,5x	4,6x	4,4x	1.863	10.849	482%	11.314	4%	6,7%	14,6%	23,6%	20,6%	2,49	Caja Neta	0,8x	1,0x	0,8x	Neutral
TotalEnergies	43,66	+24,5	116.034	Negativo	8,5x	7,7x	-7.336	13.696	n/r	15.024	10%	6,0%	8,9%	10,9%	11,2%	4,26	0,4x	1,0x	0,9x	0,9x	Comprar
UMG	24,81	n.d.	44.219	n.d.	39,8x	33,8x	1.366	1.110	-19%	1.309	18%	1,2%	47,0%	56,6%	49,2%	25,17	1,0x	n.a.	22,3x	16,3x	Neutral
Vinci	86,62	+6,7	51.932	40,2x	20,2x	15,2x	1.242	2.574	107%	3.422	33%	2,5%	13,2%	11,8%	14,3%	9,24	1,0x	2,6x	2,3x	2,1x	Comprar
Volkswagen	176,02	+14,5	113.414	9,8x	8,4x	7,2x	8.333	13.434	61%	15.678	17%	4,6%	9,4%	9,8%	10,5%	2,22	Caja Neta	0,7x	0,6x	0,6x	Comprar
Vonovia	48,90	-13,7	37.564	25,0x	28,2x	25,3x	1.348	1.332	-1%	1.487	12%	3,6%	14,0%	5,0%	5,2%	33,57	1,0x	1,3x	1,0x	1,0x	Neutral

Estrategia de Inversión 1T 2022

Compañías Europeas No EuroStoxx-50

	17-dic	% 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/VC		Recomend
							2020r	2021e	Var.%	2022e	Var. %			2021e	2022e				2021e	2022e		
No EuroStoxx 50:																						
ABN AMRO	12,43	+55,3	11.707	Negativo	33,4 x	12,0 x	-45	350	n/r	975	179%	3,2%	8,2%	1,8%	5,0%	n.a.	n.a	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Neutral	
Carrefour	15,59	+13,3	12.528	17,9 x	17,4 x	15,8 x	641	722	13%	791	10%	3,1%	10,4%	6,6%	7,0%	4,53	0,4 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x	Vender	
Continental	91,31	-16,7	18.043	22,3 x	11,9 x	8,2 x	1.089	1.521	40%	2.200	45%	2,7%	13,9%	10,7%	13,8%	4,07	0,6 x	1,6 x	1,2 x	1,1 x	Neutral	
Deutsche Bank	10,93	+22,1	22.582	37,4 x	26,6 x	9,0 x	495	850	72%	2.500	194%	0,7%	n/r	1,7%	4,9%	n.a.	n.a	0,3 x	0,4 x	0,4 x	Comprar	
Engie	12,96	+3,3	31.483	Negativo	12,8 x	12,3 x	-1.576	2.451	n/r	2.552	4%	4,1%	4,0%	7,3%	7,5%	5,55	0,7 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x	Neutral	
H&M	167,42	-1,5	283.481	229,0 x	27,1 x	18,8 x	1.243	10.465	742%	15.118	44%	3,3%	18,4%	18,7%	25,9%	7,07	0,1 x	4,7 x	4,6 x	4,7 x	Comprar	
Hellofresh	68,60	+9,5	12.040	29,8 x	30,8 x	20,4 x	369	391	6%	591	51%	0,0%	-3,3%	37,3%	46,1%	18,78	Caja Neta	9,6 x	11,5 x	9,5 x	Comprar	
E.ON	11,78	+31,0	31.363	15,1 x	18,0 x	13,9 x	1.587	1.742	10%	2.252	29%	4,2%	16,0%	32,3%	34,8%	9,52	4,6 x	4,5 x	5,8 x	4,8 x	Comprar	
Ferrari	227,30	+16,3	40.736	57,0 x	52,2 x	47,9 x	609	780	28%	850	9%	0,5%	54,2%	35,5%	28,2%	26,16	1,2 x	17,6 x	19,1 x	14,0 x	Comprar	
Fresenius	34,55	-9,0	19.229	16,4 x	10,9 x	9,3 x	1.707	1.772	4%	2.072	17%	2,8%	11,9%	10,5%	11,4%	5,88	3,5 x	1,8 x	1,1 x	1,0 x	Neutral	
Nestlé	127,34	+21,0	355.140	25,5 x	29,8 x	27,2 x	12.232	11.912	-3%	13.033	9%	2,2%	19,8%	23,7%	23,7%	19,97	0,6 x	5,0 x	7,2 x	6,6 x	Vender	
Nokia	5,40	+68,0	30.040	213,0 x	26,8 x	21,5 x	1.464	1.120	-23%	1.396	25%	2,0%	0,3%	8,2%	9,7%	10,96	Caja Neta	1,4 x	2,2 x	2,1 x	Neutral	
RWE	34,94	+1,6	23.749	257,1 x	18,6 x	18,3 x	1.213	1.278	5%	1.298	2%	2,6%	20,0%	7,1%	7,0%	8,14	0,6 x	2,4 x	2,9 x	2,8 x	Comprar	
Royal Dutch Shell	18,80	+28,6	144.414	41,2 x	13,1 x	8,5 x	2.708	11.000	306%	14.000	27%	3,4%	3,6%	8,1%	9,3%	5,00	0,5 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	Neutral	
Ryanair	14,47	-10,2	16.532	28,2 x	-16,3 x	-103,3 x	649	-1.015	n/r	-160	n/r	0,0%	23,7%	negativo	-3,6%	Negativo	0,3 x	3,4 x	3,5 x	3,2 x	Comprar	
Soc. Generale	28,67	+69,9	24.684	Negativo	13,7 x	9,3 x	-258	1.800	n/r	2.650	47%	2,8%	3,3%	3,8%	5,5%	n.a.	n.a	0,4 x	0,5 x	0,4 x	Comprar	
Unibail-Rodamco	57,88	-8,8	8.163	8,9 x	7,4 x	6,9 x	1.009	1.102	9%	1.188	8%	0,0%	6,9%	7,6%	8,7%	20,01	1,0 x	1,1 x	0,5 x	0,6 x	Vender	
Unicredit	13,12	+72,6	29.380	Negativo	14,3 x	9,9 x	-1.849	2.050	n/r	2.975	45%	2,7%	5,7%	4,0%	5,6%	n.a.	n.a	0,5 x	0,5 x	0,5 x	Neutral	
Unilever	46,97	-6,1	118.919	23,1 x	20,7 x	19,4 x	5.581	5.748	3%	6.133	7%	3,7%	47,9%	35,8%	35,4%	13,65	1,7 x	9,0 x	7,6 x	7,0 x	Comprar	
Vivendi	11,29	+51,4	12.870	422,8 x	17,3 x	16,0 x	74	744	905%	805	8%	6,5%	6,7%	5,6%	6,6%	18,27	0,3 x	0,5 x	0,9 x	1,0 x	Neutral	

ANÁLISIS Y MERCADOS

Estrategia de Inversión 1T 2022

ANEXO IV.-

Estadística de recomendaciones emitidas sobre compañías cotizadas en los últimos 12 meses

	% Comprar	% Neutral	% Vender
El 31.12.2020	45%	44%	11%
El 30.03.2021	51%	43%	6%
El 30.06.2021	50%	42%	8%
El 28.09.2022	55%	37%	8%
El 21.12.2021	54%	36%	10%