

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Deberá terminar de romperse antes de empezar a recomponerse. Inflación pegajosa. Tipos superiores durante más tiempo.



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	8
2.- España y Portugal	30
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	41
4.- Estrategia en Bonos	50
5.- Temática Trimestral: Elecciones de <i>medio mandato</i> en EE.UU. ¿Cómo funcionan?	52
ANEXO I: Estimaciones detalladas sobre España y Portugal según escenarios	53
ANEXO II: Carteras Modelo de Fondos y Acciones. Bankinter Roboadvisor y Capital Advisor	55
ANEXO III: Ratios y estimaciones para las compañías del Ibex-35 y EuroStoxx-50	57
ANEXO IV: Estadística de Recomendaciones Emitidas	61

## Equipo de Análisis y Mercados

### ▪ Análisis

Ramón Forcada  
Juan Tuesta  
Rafael Alonso  
Eduardo Cabero  
Pedro Ribeiro

Aránzazu Cortina  
Elena Fernández-Trapiella  
Aránzazu Bueno  
Pedro Echeguren  
Carlos Pellicer

Pilar Aranda  
Esther Gutiérrez de la Torre  
Juan Moreno  
Jorge Pradilla  
Cristina Valadas

### ▪ Mesa de Ejecución y Ventas

Lorena Pinedo  
Félix Montero  
Daniel Pérez

Carlos Martínez Monedero  
David Francia

Nicolás Angulo  
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://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://www.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf](https://www.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf)

## Resumen

- **El mercado deberá terminar de romperse antes de empezar a recomponerse.-**

Enfrentamos un proceso de ajuste ante una inflación pegajosa que obliga a los bancos centrales a acelerar y extender las subidas de tipos, incluso aunque eso ponga en riesgo el ciclo económico. Sólo cuando la inflación remita y los bancos centrales rebajen su agresividad, insinuando cuándo podrían volver a bajar tipos, mejorará la situación. Sólo entonces y siempre que las estimaciones macro y de resultados empresariales hayan dejado de revisarse a peor. Mientras eso no suceda, los rebotes que puedan tener lugar serán inconsistentes y desconfiables. En un contexto tan complejo, identificamos el periodo diciembre 2022/febrero 2023 como el más probable, y no antes, para que la situación toque fondo en términos de expectativas. A continuación, el mercado se estabilizará y empezará a mejorar, pero deberá terminar de romperse antes de comenzar a recomponerse.

- **Hay que ganar perspectiva y anticiparse.-**

Mientras esperamos a que la situación toque fondo definitivamente, cualquier nivel de entrada inferior a 3.700 puntos del S&P500 implica un riesgo de error asumible, siendo reducido en el rango 3.500/3.300, siempre con perspectiva sobre 2023/24. Es imposible vender en máximos y comprar en mínimos, por lo que lo más razonable es reposicionarse progresivamente mientras el proceso de ajuste encara su probable final para así poder beneficiarse de precios atractivos con una perspectiva de 12/24 meses.

- **La mejora del ciclo económico vendrá después de la estabilización de las bolsas.-**

Siempre éstas se anticipan porque son *semáforos adelantados de la realidad*, con una anticipación de al menos 3 meses y frecuentemente de 6 meses. Por ahora y aún durante un tiempo (¿2 meses, hasta finales de noviembre, por ejemplo?) las expectativas sobre el ciclo económico global continuarán revisándose a la baja en términos de crecimiento y empleo, mientras que al alza en lo que a inflación y tipos de interés se refiere. Es decir, deterioro macroeconómico. Esa inercia ya es inevitable. Y, como esa inercia de revisiones a la baja continúa viva, la fiabilidad de las estimaciones es aún reducida. Incluso los propios consejeros de la Fed admitieron tras su reunión de septiembre que sus propias estimaciones macroeconómicas están sujetas a un máximo nivel de incertidumbre, de manera que son poco fiables. Y si algo detesta el mercado es la incertidumbre, la falta de información fiable.

- **La guerra por invasión de Ucrania será un factor desestabilizador con el que el mercado deberá convivir durante años.-**

Sus consecuencias son enormes. Fuerza la desaparición de la globalización, para adoptar la regionalización del comercio y la producción. La regionalización es más cara (o menos barata) que la globalización. También limita la disponibilidad de las materias primas y abre retos geoestratégicos de gran alcance: el desenlace en Ucrania condiciona el de Taiwán, en el futuro, y precipita las disputas territoriales en el Ártico, que es el gran depósito de materias primas del planeta, sobre todo gas. Con todo eso en juego, la probabilidad de que este asunto se cierre a corto plazo y deje de presionar a la inflación es reducida.

- **Los precios inmobiliarios serán una víctima colateral.-**

Los precios del residencial (vivienda) influyen directa y notablemente sobre el Consumo Privado. Después de 2 años excelentes, retrocederán en mayor o menor medida en las principales economías, siendo Estados Unidos tal vez una de las contadas excepciones. Pero España no será una de ellas, donde estimamos que los precios retrocederán -3% en 2023 y -2% en 2024. No será un ajuste severo, pero sí un cambio de tendencia que conviene tener muy presente.

## Estrategia de Inversión 4T 2022

## Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e	2024e
<b>1.- PIB (media anual)</b>									
España	3,0	3,0	2,3	2,0	-11,3	5,5	4,3	1,5	2,0
Eurozona	1,9	2,6	1,8	1,6	-6,4	5,4	2,5	-0,9	1,0
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>110</i>	<i>40</i>	<i>50</i>	<i>40</i>	<i>-490</i>	<i>10</i>	<i>180</i>	<i>240</i>	<i>100</i>
Portugal	1,4	3,5	2,8	2,5	-7,6	4,2	5,2	0,9	2,0
EE.UU.	1,6	2,3	3,0	2,2	-3,4	5,7	1,4	0,7	1,4
R.Unido	2,3	2,1	1,7	1,7	-9,4	8,3	3,2	-0,1	0,8
Irlanda	2,0	8,9	9,3	4,9	5,8	13,7	6,7	4,3	6,2
Suiza	2,0	1,7	3,0	1,2	-2,5	3,8	2,3	1,4	1,5
Japón (año natural)	0,8	1,7	0,6	0,3	-4,5	1,8	1,8	1,8	0,9
China	6,7	6,9	6,7	6,0	2,2	8,1	3,1	5,1	4,5
India (año natural)	9,0	6,2	6,9	4,5	-6,7	9,1	8,2	7,0	6,5
Brasil	-3,3	1,3	1,8	1,2	-3,9	4,8	2,1	1,5	2,0
Rusia	0,2	1,8	2,8	2,2	-2,7	4,7	-4,9	-3,0	0,0
Turquía	3,3	7,5	3,1	0,9	1,6	10,3	5,0	3,0	3,5
<b>2.- IPC</b>									
España	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,5	6,5	8,5	3,8	2,2
Eurozona	1,1	1,3	1,5	1,3	-0,3	5,0	9,0	4,0	2,5
Portugal	0,9	1,5	0,7	0,3	-0,1	2,7	6,9	4,5	3,0
EE.UU.	0,9	1,5	0,7	0,4	1,4	7,0	6,6	2,8	2,3
R.Unido	1,6	3,0	2,1	1,3	0,6	5,4	10,0	5,5	3,0
Irlanda	0,0	0,4	0,7	1,3	-1,0	5,5	9,2	6,6	3,5
Suiza	0,0	0,5	0,9	0,4	-0,7	1,4	3,0	1,5	1,9
Japón	0,3	1,0	0,3	0,8	-1,2	0,8	2,6	1,6	1,2
China	2,1	1,6	2,1	2,9	0,2	1,5	2,8	2,7	2,5
India	3,4	5,2	2,1	7,4	4,6	5,7	7,0	6,0	5,0
Brasil	8,8	3,5	3,7	3,7	3,2	8,3	10,0	7,0	4,5
<b>3.- Paro</b>									
España (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	13,3	13,0	13,9	13,5
Eurozona	9,6	8,7	7,9	7,5	8,2	7,0	6,9	7,3	7,4
Portugal	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	6,3	6,0	6,7	6,7
EE.UU.	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	3,9	3,8	4,2	4,4
R.Unido	4,7	4,4	4,0	3,8	5,2	4,0	3,9	4,5	4,2
Irlanda	6,9	6,2	5,3	4,7	5,8	5,2	4,5	4,7	4,4
Suiza	3,3	3,2	2,6	2,5	3,3	2,6	2,0	2,1	2,0
Japón	3,1	2,7	2,4	2,2	3,0	2,7	2,5	2,4	2,4
China	4,0	3,9	3,8	3,6	3,8	3,7	4,0	3,8	3,5
<b>4.- Crédito s. privado</b>									
España, empresarial Stock (%)	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	8,3	0,6	2,0	2,3	2,3
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-17,8	5,1	2,4	0,4	2,5	-16,2	3,5	2,5	2,0
España, hipotecario Stock(%)	-3,0	-2,4	-1,2	-0,6	-1,2	1,3	1,2	1,1	1,0
España, hip. Nueva Produc.(%)	5,0	3,6	10,8	1,2	0,9	35,2	4,5	2,0	1,0
España, consumo Stock(%)	3,1	4,8	4,4	0,3	-0,7	-1,4	0,3	0,8	1,2
España, consumo Nueva Produc.(%)	28,4	15,9	17,0	5,4	-26,6	6,8	4,0	3,0	2,5

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021 r	2022e	2023e	2024e
<b>5.- Tipos oficiales (Dic.)</b>									
UEM. Tipo intervención	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	3,25	2,50
UEM. Tipo depósito	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	2,75	2,00
UEM. Compra activos ('000M€ / mes)***	80,00	60,00	15,00	20,00	120,00	70,00	0,00	0,00	0,00
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	4,25/4,50	4,50/4,75	4,00/4,25
EEUU. Compra activos (MM\$/mes)	0,00	0,00	0,00	0,00	120,00	90,00	-95,00	-95,00	-95,00
R.Unido	0,00	0,50	0,75	0,75	0,10	0,25	3,75	4,25	3,50
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,00	1,00
Japón	-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	4,20	4,00	3,90
India	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	4,00	6,00	5,50	5,00
Brasil	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	14,00	12,00	9,00
Turquía	8,00	8,00	24,00	12,00	17,00	14,00	12,00	12,00	13,00
<b>6.- Euribor (Dic.)</b>									
Euribor 3M	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,57	2,20	2,80	2,00
Euribor 12M	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	2,80	3,00	2,10
<b>7.- Bono 10A (Dic.)**</b>									
España	1,36	1,56	1,41	0,47	0,02	0,56	3,30/3,50	3,75/3,95	3,15/3,35
Prima de riesgo España	115	114	117	66	59	74	130	135	135
Alemania	0,21	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	2,00/2,20	2,40/2,60	1,80/2,00
Portugal	3,76	1,94	1,71	0,43	0,03	0,46	3,15/3,35	3,7/3,9	3,05/3,25
EE.UU.	2,45	2,35	2,69	1,92	0,92	1,51	4,00/4,25	4,25/4,50	3,75/4,00
R.Unido	1,24	1,19	1,27	0,82	0,19	0,97	4,50	4,00	3,00
Irlanda	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	0,24	2,75	3,10	2,40
Suiza	-0,20	-0,07	-0,14	-0,53	-0,46	-0,15	1,50	1,40	1,40
Japón	0,05	0,04	-0,01	-0,02	0,01	0,07	0,25	0,30	0,30
<b>8.- Divisas**</b>									
Eurodólar	1,052	1,175	1,147	1,121	1,220	1,137	0,90/1,00	0,90/1,00	0,90/1,00
Euroyen	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	130,9	137,0/145,0	135,0/140,0	135,0/140,0
Dólar yen	117,0	112,7	109,7	108,6	103,2	115,1	137,0/161,1	135,0/155,6	135,0/155,6
Eurolibra	0,853	0,888	0,899	0,845	0,894	0,841	0,88/0,91	0,87/0,89	0,84/0,87
Eurosuizo	1,070	1,170	1,130	1,090	1,080	1,038	0,95/1,00	1,00/1,05	1,05/1,1
EuroYuan (offshore)	7,338	7,814	7,877	7,807	7,943	7,227	7,00/7,10	7,10/7,20	7,15/7,25
<b>9.- Materias primas (Dic.)**</b>									
Petróleo (Brent, \$/b.)	56,8	66,9	53,8	66,0	51,1	77,8	90,0	85,0	80,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	53,7	60,4	45,4	61,1	48,5	75,2	85,0	80,0	75,0
Oro (\$/oz.)	1.147	1.302	1.282	1.517	1.896	1.828	1.700	1.750	1.600
<b>10.- Precios de Vivienda (Dic.)**</b>									
España (%)	4,5	7,2	6,6	3,6	1,5	6,4	5,1	-3,0	-2,0
Portugal (%)	7,1	9,2	10,3	9,6	8,4	8,1	9,0	3,0	2,5
Irlanda (%)	9,0	12,1	6,3	0,3	2,2	11,0	5,0	1,5	2,0

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024
EE.UU.	5,7	3,5	1,7	1,2	-0,5	1,4	0,2	0,6	0,9	1,2	0,7	1,3	1,4	1,4	1,5	1,4
ESPAÑA	5,5	6,7	6,8	3,2	0,4	4,3	0,1	0,0	1,8	4,2	1,5	4,0	2,7	1,3	0,1	2,0
UEM	5,4	5,4	4,1	0,9	-0,6	2,5	-2,0	-1,3	-0,4	0,0	-0,9	0,3	0,8	1,2	1,6	1,0
PORTUGAL	4,2	11,8	7,1	3,0	-1,2	5,2	-2,1	-0,5	2,2	4,0	0,9	2,9	2,0	1,5	1,7	2,0
R. UNIDO	8,3	8,7	2,9	1,0	0,1	3,2	-0,5	-0,3	0,0	0,5	-0,1	0,4	0,7	0,9	1,0	0,8
IRLANDA	13,7	10,8	11,1	3,0	2,0	6,7	2,5	5,5	5,2	4,0	4,3	8,0	6,0	5,5	5,2	6,2
SUIZA	3,7	4,4	2,5	1,1	1,1	2,3	1,0	1,5	1,6	1,6	1,4	1,5	1,6	1,5	1,4	1,5
JAPÓN	1,8	0,6	1,6	2,6	2,5	1,8	1,8	1,6	2,0	1,8	1,8	1,0	1,3	0,7	0,6	0,9
CHINA	8,1	4,8	0,4	3,0	4,0	3,1	4,0	6,8	5,0	4,5	5,1	4,5	4,3	4,5	4,5	4,5
BRASIL	4,8	1,7	3,2	2,0	1,5	2,1	1,0	1,5	1,6	2,0	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
RUSIA	4,7	3,5	-4,1	-9,0	-10,0	-4,9	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	0,0	1,0	2,0	0,0
INDIA	9,1	4,1	13,5	8,00	7,20	8,2	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,0	6,0	6,5
TURQUÍA	10,3	7,5	7,6	2,0	3,0	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	4,0	3,5	3,5	3,1	3,5
IPC	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024
EE.UU.	7,0	8,5	9,1	8,2	6,6	6,6	4,5	2,5	2,9	2,8	2,8	2,6	2,5	2,3	2,3	2,3
ESPAÑA	6,5	9,8	10,2	10,0	8,5	8,5	5,7	4,9	4,4	3,8	3,8	2,6	2,5	2,4	2,2	2,2
UEM	5,0	7,4	8,6	9,7	9,0	9,0	8,5	6,7	5,0	4,0	4,0	3,7	2,7	2,6	2,5	2,5
PORTUGAL	2,7	5,3	8,9	6,8	6,9	6,9	6,0	5,7	4,9	4,5	4,5	4,1	3,7	3,4	3,0	3,0
R. UNIDO	5,4	7,0	9,4	10,5	10,0	10,0	9,5	8,0	7,0	5,5	5,5	5,0	4,5	3,0	3,0	3,0
IRLANDA	5,5	6,7	9,1	9,1	9,2	9,2	8,9	8,2	7,7	6,6	6,6	6,0	5,1	4,6	3,5	3,5
SUIZA	1,4	2,1	2,9	3,2	3,0	3,0	2,8	1,9	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,7	1,9	1,9
JAPÓN	0,8	1,2	2,4	2,6	2,6	2,6	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2
CHINA	1,5	1,1	2,2	2,6	2,8	2,8	3,2	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
BRASIL	8,3	11,3	11,9	10,0	10,0	10,0	8,0	8,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,0	5,0	4,5	4,5
INDIA	5,7	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,5	6,0	6,0	6,0	6,0	5,5	5,0	5,0

## Estrategia de Inversión 4T 2022

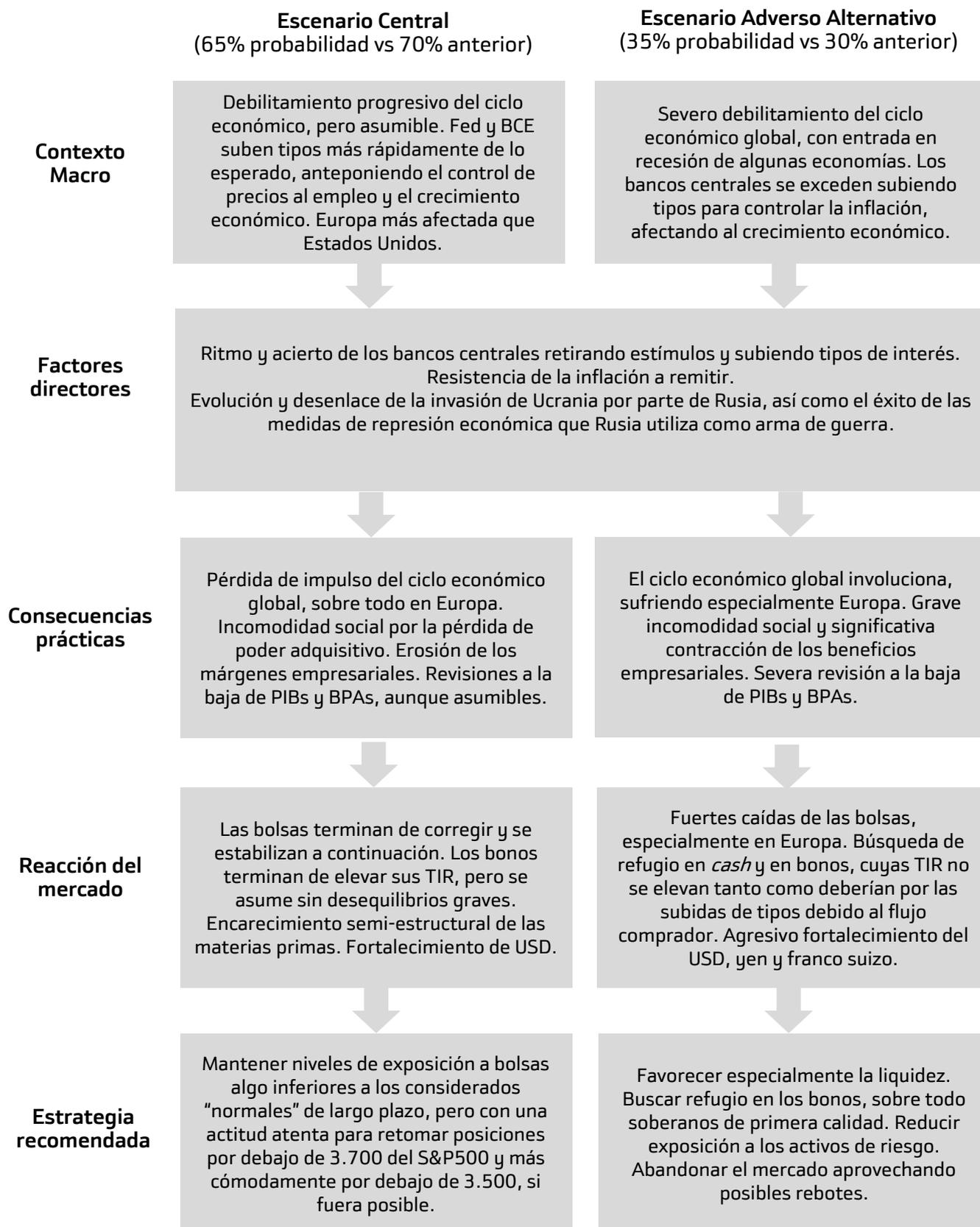
País	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024
EE.UU.	3,9	3,6	3,6	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4
ESPAÑA	13,3	13,6	12,5	12,6	13,0	13,0	13,6	14,0	14,3	13,9	13,9	13,4	13,1	13,3	13,5	13,5
UEM	7,0	6,8	6,7	6,8	6,9	6,9	7,0	7,1	7,2	7,3	7,3	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
PORTUGAL	6,3	5,8	6,0	5,9	6,0	6,0	6,3	6,6	6,5	6,7	6,7	7,1	6,8	7,0	6,7	6,7
R. UNIDO	4,0	3,7	3,8	3,7	3,9	3,9	4,1	4,3	4,5	4,5	4,5	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
IRLANDA	5,2	5,1	4,3	4,4	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,4	4,4
SUIZA	2,6	2,5	2,4	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
JAPÓN	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
CHINA	3,7	4,1	4,2	4,1	4,0	4,0	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5
Tipo Dtor.	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024
EE.UU.	0,00/0,25	0,25/0,50	1,50/1,75	3,00/3,25	4,00/4,25	4,00/4,25	4,25/4,50	4,25/4,50	4,25/4,50	4,25/4,50	4,25/4,50	4,25/4,50	4,25/4,50	3,75/4,00	3,75/4,00	3,75/4,00
UEM	0,00	0,00	0,00	1,25	2,50	2,50	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50
UEM (Dep.)	-0,50	-0,50	-0,50	0,75	2,00	2,00	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,25	2,00	2,00	2,00
UEM: Compra activos ('000M€ / mes)**	70	60	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
R. UNIDO	0,25	0,75	1,25	2,25	3,75	3,75	4,00	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	3,75	3,75	3,50	3,50
SUIZA	-0,75	-0,75	-0,25	0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
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	4,30	4,20	4,20	4,15	4,10	4,10	4,00	4,00	4,00	3,90	3,90	3,90	3,90
BRASIL	9,25	11,75	13,25	13,75	14,00	14,00	14,00	13,00	12,00	12,00	12,00	10,75	10,25	10,00	9,00	9,00
INDIA	4,00	4,00	4,90	5,90	6,00	6,00	5,70	5,70	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	5,00	5,00	5,00
TURQUIA	14,00	14,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00

Fuente: Estimaciones Sep. '22 Análisis Bankinter

(\*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

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

### Perspectiva Global: El contexto



## Estrategia de Inversión 4T 2022

## Informe de Estrategia de Inversión 4T 2022

Octubre/Diciembre, 2022.

## 1.- Perspectiva Global.

*"La tolerancia es un crimen cuando lo que se tolera es la maldad".**Thomas Mann*

**Tipos más altos, durante más tiempo de lo que se temía, que elevan el riesgo de entrar en recesión.** Esa es la cuestión clave y resumen de todo. La causa es una inflación pegajosa que se resiste a retroceder, a pesar de que en verano ofreció indicios de hacerlo, generando una mejora de expectativas pasajera que, por nuestra parte, aprovechamos para subir modestísimamente exposición el 31 de julio un 5% linealmente a todos los perfiles de riesgo (excepto 10% al Defensivo). La probabilidad de que la situación se moviera a mejor había aumentado en ese momento y partíamos de exposición nula (0%) para los 2 perfiles más adversos al riesgo (Defensivo y Conservador), medida extrema que adoptamos al comenzar la invasión de Ucrania para transmitir con rotundidad el cambio de contexto que estimábamos tendría lugar, como efectivamente sucedió. Si esa mejora de expectativas y reducción de riesgos se hubiera mantenido en el tiempo, si se hubiera consolidado como parecía entonces que sucedería, habríamos podido continuar elevando exposición progresiva y lentamente. Porque, después de ese modesto incremento de exposición, nuestros niveles de riesgo recomendados continuaban siendo objetivamente bajos con respecto a lo que sería un posicionamiento neutral: 5% Defensivo, 10% Conservador, 20% Moderado, 30% Dinámico y 45% Agresivo.

*La inflación se ha vuelto pegajosa y se resiste a retroceder, de manera que nos dirigimos hacia tipos de interés más altos de lo descontado en verano y eso aumenta el riesgo de recesión económica.*

Tabla 1.1. Evolución trimestral de las principales bolsas en 2021/22

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022 <sup>(1)</sup>
Ibex-35	+6,3%	+2,8%	-0,3%	-4,3%	+7,9%	-3,1%	-4,1%	-7,3%
PSI20	+0,6%	+2,1%	+8,5%	+19,9%	+13,7%	+8,4%	+0,1%	-10,4%
EuroStoxx-50	+10,3%	+3,7%	-0,4%	-4,0%	+21,0%	-9,2%	-11,5%	-3,3%
S&P 500	+5,8%	+8,2%	+0,2%	+5,4%	+26,9%	-4,9%	-16,4%	-3,7%
Nikkei 225	+6,3%	-1,3%	+2,3%	-3,4%	+4,9%	-3,4%	-5,1%	+0,1%

(1) Hasta el 26.09.2022

Pero la reunión de banqueros centrales en **Jackson Hole** (Wyoming, Estados Unidos), presencial por primera vez en 2 años, liquidó esa expectativa. La dureza del enfoque de Powell (Fed), más o menos imitada por Schnabel (BCE) y, sobre todo, el sustancial **rebote de la inflación subyacente americana en agosto** (+6,3% vs +6,1% esperado vs +5,9% julio) publicada unos días después, cambiaron absolutamente la forma de ver la situación en cuanto a precios se refiere y, por extensión, con respecto al nivel que probablemente alcanzarán los tipos de interés. **Forzados a escoger entre domar la inflación o evitar una recesión, los bancos centrales escogerán lo primero.** Y así se expresaron con claridad. La Fed con más determinación que ningún otro porque su economía parte de una situación más sólida, con pleno empleo y una aceptable expansión de los salarios (+5,2% nominal en julio) que, en gran parte, neutraliza la erosión de rentas por la inflación (+8,3% en agosto).

*Forzados a escoger entre domar la inflación o evitar una recesión, los bancos centrales escogerán lo primero.*

Tras ese endurecimiento de enfoque, estimamos que **la Fed podría elevar su tipo director (Fed funds, upper bound) hasta casi el 5%** o, en todo caso,

## Estrategia de Inversión 4T 2022

hasta el rango 4,50%/5,00%, mientras que el BCE tal vez hasta el entorno del 3%. Eso es sustancialmente superior a los rangos de 4,00/4,25% y 2,25/2,50% que, aproximadamente, el mercado tenía descontados hasta entonces y, por tanto, asumidos.

Este contexto de expectativas más duras tiene severas implicaciones sobre la elevación futura de la TIR de los bonos y, por extensión, sobre las valoraciones de las bolsas. Pero todo tiene su precio razonable. Habiéndose deslizado ya el S&P500 hasta el entorno de 3.700 puntos, creemos que ya recoge todo casi todo el ajuste que corresponde. Sólo queda esperar un poco de tiempo, tal vez algo más de ajuste a la baja de cotizaciones y volver a tomar posiciones a precios y multiplicadores más atractivos, por debajo de lo que consideramos "fair value" o valoración razonable. Lo más importante, lo que determina el éxito de una inversión con el paso del tiempo no es la habilidad para comprar en mínimos, sino el acierto de saber esperar para invertir por debajo de la valoración razonable del activo. De las bolsas, en este caso.

*Todo tiene su precio razonable. Habiéndose deslizado ya el S&P500 hasta el entorno de 3.700 puntos, creemos que ya recoge todo casi todo el ajuste que corresponde.*

**Tabla 1.2: Bolsas, resumen de valoraciones, potenciales y otras referencias.**

	Var.% 2021	Var.% 2022 (1)	Valoración Estimada (2)	Último 26/09/22	Potencial(2) Dic.'23e	Máximo Histórico	Fecha del máximo	Mínimo 2022
S&P 500	+26,9%	-22,4%	3.671	3.655	+0,4%	4.797	03.01.2022	3.655
EuroStoxx-50	+21,0%	-21,7%	3.776	3.343	+13,0%	5.464	06.03.2000	3.343
Ibex-35	+7,9%	-13,8%	9.017	7.509	+20,1%	15.946	08.11.2007	7.509
PSI-20	+13,7%	-1,6%	6.174	5.416	+14,0%	14.823	03.03.2000	5.332
Nikkei 225	+4,9%	-7,7%	32.483	26.572	+22,2%	38.916	29.12.1989	24.718

Notas: (1) Acumulado 2022 hasta 26.09.2022. (2) Valoración y potencial de revalorización estimados desde el 26.09.2022 hasta 31.12.2023.

Nuestra valoración estimada se encuentra precisamente alrededor de esos 3.700 puntos (exactamente 3.671; ver detalle completo en la página 49), ya incorporando unas expectativas de crecimiento (PIB) a la baja, de inflación al alza aunque no mucho más allá de los niveles actuales, expansión de los beneficios empresariales (BPAs) ligeramente inferiores a +9% porque estimamos podrían revisarse en las próximas semanas hasta ca.+6% (imprescindible tenerlo en cuenta, pero no parece dramático) y tipos de interés americanos que puntualmente podrían incluso rozar el 5%, pero estabilizarse posteriormente alrededor del 4% o algo por debajo. Eso significa que el riesgo de caídas adicionales desde los niveles actuales existe, pero no es elevado.

*Lo más importante, lo que determina el éxito de una inversión con el paso del tiempo no es la habilidad para comprar en mínimos, sino el acierto de saber esperar para invertir por debajo de la valoración razonable del activo.*

Lo primero que revertirá a mejor serán las bolsas, después los bonos y, finalmente, el ciclo económico, con los precios inmobiliarios a la cola, después de haberse ajustado. Si aceptamos un Margen de Seguridad del 5% sobre nuestra valoración del S&P500 en 3.671 puntos, nos situaríamos en ca. 3.500 puntos, equivalente a un posible retroceso adicional de unos 175 puntos. Y si estableciéramos un Margen de Seguridad del 10%, eso nos llevaría a considerar como nivel de entrada ca. 3.300 puntos, con un riesgo de retroceso potencial de unos 370 puntos. Consideramos probable que, desde el punto de vista de la valoración... de lo que realmente "valen" los activos (es decir, el S&P500 en este caso), tomando en cuenta las hipótesis que nos parecen más razonables e incorporando un cierto conservadurismo, el riesgo de equivocación en el rango de entrada 3.500/3.300 puntos es reducido y que cualquier toma de posiciones por debajo del punto de valor razonable o "fair value" (3.671 puntos) tiene sentido si ponemos nuestra perspectiva de inversión en 2023/24.

*El riesgo de caídas adicionales desde los niveles actuales existe, pero no es elevado.*

Probablemente eso sea lo más importante en esta situación tan incierta: identificar en qué nivel tiene sentido posicionarse (o reposicionarse) y en

## Estrategia de Inversión 4T 2022

qué niveles no lo tiene. En nuestra opinión y según nuestros cálculos, **cualquier nivel de entrada inferior a 3.700 puntos implica un riesgo de error asumible** que quedaría diluido en el medio plazo, **siendo reducido en el rango 3.500/3.300**, siempre con perspectiva sobre 2023/24... que es el horizonte temporal que debemos manejar a partir de ahora, puesto que el 4T 2022 será un periodo durante el cual se completará el ajuste de precios y, a continuación, de estabilización de niveles.

¿Qué sucede con el resto de índices, a los que no hacemos referencia y que parecen ofrecer potenciales aceptables? Sencillamente, pensamos que **en Europa aún no se ha realizado la ineludible revisión a la baja de las estimaciones de beneficios empresariales** y que, por eso, las valoraciones resultan imprecisas y exageradas. Como ofrecemos con todo detalle en la Tabla 3.9 de la página 50 (Apartado 3. Ideas de inversión: asignación de activos), la expansión esperada (consenso Bloomberg) de los BPAs no guarda relación con la dureza del escenario que enfrenta Europa este invierno (Var.% BPA'22e): EuroStoxx-50 +27,7%, Ibex-35 +34,4%, PSI-20 +50,5%... Solamente el Nikkei-225 parece estar ya en proceso de adaptación a la realidad próxima (+5,2%). Cuando en Europa se revisen a la baja los beneficios 2022 para adaptarlos a la realidad probable, los beneficios 2023 se verán proporcionalmente reducidos como consecuencia colateral inmediata.

Por esta razón tomamos el S&P500 como referencia base para estimar la valoración y evolución más probable de las bolsas y no el resto. Por eso y porque, como ha sucedido siempre a lo largo de la historia, **Wall St. arrastra consigo al resto de bolsas**. Puede suceder, y en ocasiones así ha sido, que la bolsa americana ofrezca una buena evolución y que no todas las del resto del mundo la emulen o incluso que hagan lo contrario. Pero es francamente improbable e inusual que suceda lo contrario, que Wall St. observe una mala evolución y el resto se desmarquen positivamente.

Desde que el 31 de enero empezamos adoptar una estrategia defensiva, casi un mes antes de que empezara la invasión de Ucrania y a la vista de que pensábamos que ésta era muy probable, las bolsas han retrocedido, en grandes números, -20%. Y desde que el 24 de febrero comenzamos a reducir exposición recomendada riesgo, cerca de -15%. En el momento de terminar de redactar este informe, el **S&P500** ha retrocedido casi -25% en 2022, lo que implica que, desde un punto de vista técnico, **ha reentrado en mercado bajista o "bear market"**. Por tanto, más allá de los detalles de cada momento, parece innegable que la estrategia defensiva que hemos mantenido desde febrero ha sido adecuada. Y parece probable que, en base a los argumentos expresados anteriormente, los niveles actuales del S&P500 representen más bien niveles razonables para ir retomando posiciones que un incentivo para continuar fuera del mercado. Conviene tener presente que **es imposible vender en máximos y comprar en mínimos, por lo que lo más razonable es repositionarse progresivamente mientras el proceso de ajuste encara su probable final** para así poder beneficiarse de precios atractivos con una perspectiva de 12/24 meses.

**El ciclo económico vendrá después de las bolsas.** Siempre éstas se anticipan porque son semáforos adelantados de la realidad, con una anticipación de al menos 3 meses y frecuentemente de 6 meses. Por ahora y aún durante un tiempo (¿2 meses, hasta finales de noviembre, por ejemplo?) las expectativas sobre el ciclo económico global continuarán revisándose a la baja en términos de crecimiento y empleo, mientras que al alza en lo que a inflación y tipos de interés se refiere. Es decir, deterioro macroeconómico. Esa inercia ya es inevitable. Y, como esa inercia de revisiones a la baja continúa viva, la fiabilidad de las estimaciones es aún reducida. Incluso los

*Cualquier nivel de entrada inferior a 3.700 puntos implica un riesgo de error asumible, siendo reducido en el rango 3.500/3.300, siempre con perspectiva sobre 2023/24.*

*En Europa aún no se ha realizado la ineludible revisión a la baja de las estimaciones de beneficios empresariales y, por eso, las valoraciones de las bolsas europeas resultan imprecisas y exageradas.*

*Parece innegable que la estrategia defensiva que hemos mantenido desde febrero ha sido adecuada. Y parece probable que los niveles actuales del S&P500 representen más bien niveles razonables para ir retomando posiciones.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

propios consejeros de la Fed admitieron tras su reunión de septiembre que sus propias estimaciones macroeconómicas están sujetas a un máximo nivel de incertidumbre (1 sobre un máximo de 1, como se muestra en el Gráfico 1.1 siguiente<sup>1</sup>), de manera que son poco fiables. Y si algo detesta el mercado es la incertidumbre, la falta de información fiable.

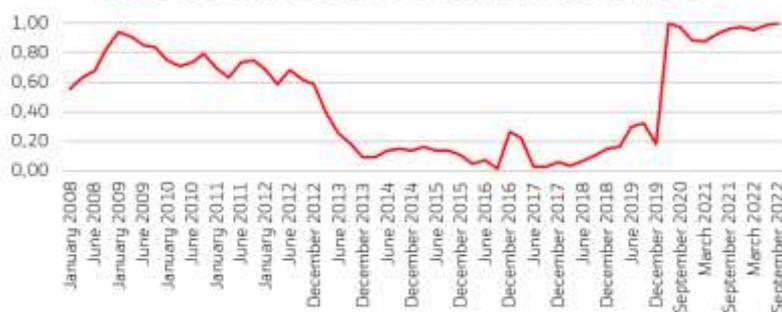
TABLA 1.3: Estimaciones de crecimiento (PIB) actuales y anteriores

	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021p	2022e		2023e		2024e	
									Anterior <sup>(1)</sup>	Actual	Anterior <sup>(1)</sup>	Actual	Anterior <sup>(1)</sup>	Actual
UEM	+0,9%	+1,6%	+1,9%	+2,6%	+1,8%	+1,6%	-6,4%	+5,4%	+2,3%	<b>+2,5%</b>	+1,3%	<b>-0,9%</b>	+1,6%	<b>+1,0%</b>
España <sup>(2)</sup>	+1,4%	+3,8%	+3,0%	+3,0%	+2,3%	+2,1%	-10,8%	+5,1%	+4,0%	<b>+4,2%</b>	+2,6%	<b>+1,5%</b>	+2,0%	<b>+1,9%</b>
Portugal	+0,6%	+1,5%	+1,4%	+3,5%	+2,8%	+2,5%	-7,6%	+4,2%	+4,5%	<b>+5,2%</b>	+1,8%	<b>+0,9%</b>	+2,3%	<b>+2,0%</b>
EE.UU.	+2,4%	+2,4%	+1,6%	+2,3%	+3,0%	+2,2%	-3,4%	+5,7%	+2,0%	<b>+1,4%</b>	+1,3%	<b>+0,7%</b>	+1,9%	<b>+1,4%</b>
R.Unido	+2,5%	+2,3%	+2,3%	+2,1%	+1,7%	+1,7%	-9,4%	+8,3%	+3,1%	<b>+3,2%</b>	+1,0%	<b>-1,1%</b>	+1,4%	<b>+0,8%</b>
Irlanda	+5,3%	+25,2%	+2,0%	+8,9%	+9,3%	+4,9%	+5,8%	+13,5%	+4,7%	<b>+6,7%</b>	+6,5%	<b>+4,3%</b>	+5,0%	<b>+6,2%</b>
Suiza	+2,0%	+1,6%	+2,0%	+1,7%	+3,0%	+1,2%	-2,5%	+3,8%	+2,3%	<b>+2,3%</b>	+1,4%	<b>+1,4%</b>	+1,5%	<b>+1,5%</b>
Japón <sup>(3)</sup>	+0,0%	+1,6%	+0,8%	+1,7%	+0,6%	+0,3%	-4,5%	+1,8%	+1,8%	<b>+1,8%</b>	+1,5%	<b>+1,8%</b>	+0,9%	<b>+0,9%</b>
China	+7,4%	+6,9%	+6,7%	+6,9%	+6,7%	+6,0%	+2,2%	+8,1%	+3,3%	<b>+3,2%</b>	+5,3%	<b>+5,3%</b>	+4,9%	<b>+5,0%</b>
India <sup>(3)</sup>	+5,3%	+7,4%	+9,0%	+6,1%	+7,3%	+4,5%	-6,7%	+9,1%	+8,2%	<b>+8,2%</b>	+7,0%	<b>+7,0%</b>	+6,5%	<b>+6,5%</b>
Brasil	+0,5%	-3,5%	-3,4%	+1,2%	+1,8%	+1,2%	-3,9%	+4,8%	+0,7%	<b>+2,1%</b>	+1,5%	<b>+1,5%</b>	+2,0%	<b>+2,0%</b>
Turquía	+5,1%	+6,1%	+3,2%	+7,5%	+3,3%	+0,7%	+1,6%	+11,5%	+3,4%	<b>+5,0%</b>	+3,5%	<b>+3,0%</b>	+3,5%	<b>+3,5%</b>
Rusia	+0,8%	-2,0%	+0,2%	+1,8%	+2,8%	+2,2%	-2,6%	+4,8%	-10,0%	<b>-6,0%</b>	-3,0%	<b>-3,0%</b>	+0,0%	<b>+1,5%</b>

e = Estimación propia (1) Junio 2022. Informe de Estrategia de Inversión 3T2022. (2) Escenario central. (3) Año natural.

Lo importante, en el punto en el que ya estamos, es identificar **en qué momento probable, más o menos, el mercado puede terminar de incorporar ese deterioro de expectativas** macroeconómicas y, a partir de ahí, estimar el momento en que la situación habrá tocado fondo. Estimamos que esto podría suceder entre diciembre 2022 y febrero 2023.

Gráfico 1.1. Incertidumbre del Consejo de la Fed sobre sus propias estimaciones macroeconómicas



*Estimamos que en algún momento entre diciembre 2022 y febrero 2023 el mercado puede terminar de incorporar ese deterioro de expectativas macroeconómicas, de los beneficios empresariales y tipos de interés superiores a lo esperado en verano y, entonces, la situación habrá tocado fondo definitivamente.*

Para cuando eso suceda es probable que también hayan dejado de revisarse a la baja las estimaciones sobre los beneficios empresariales (BPA del S&P500 como referencia básica para bolsas, a la cual seguirán después las demás), que en junio se situaban en +8,7% y +9,0% para 2022/23 respectivamente y que ahora, el 26 de septiembre, se han revisado hasta +6,4%/+8,8%. No se trata de una revisión sustancial a la baja, pero sí es una revisión a peor que creemos forma parte de un proceso que no se completará hasta finales de 2022. Un detalle completo de las estimaciones de beneficios empresariales anteriores y actuales se ofrece en la página 50 de este informe.

<sup>1</sup> Fuente: Federal Reserve, September 21, 2022: FOMC Projections materials, accessible version. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcproptabl20220921.htm>

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Antes de terminar este resumen es preciso alertar que a lo largo del cuarto trimestre de este año el mercado recibirá *ruido de fondo adicional* en forma de elecciones americanas de medio mandato o *Mid Term Elections* el 8 de noviembre y a raíz del inevitable impacto que recibirán los precios inmobiliarios en todo el mundo como consecuencia de las subidas de tipos e interés y la erosión de las rentas reales por la elevada inflación. Además, la interiorización definitiva de que la guerra de invasión en Ucrania es un factor de inestabilidad con el que deberemos convivir durante un periodo prolongado de tiempo, probablemente años. Explicaremos sucintamente cada uno de estos tres factores.

No hay estimaciones fiables con respecto al desenlace de las *Mid Term Elections* americanas. Se elige un tercio del Senado y todo el Congreso o Cámara de Representantes. Hoy los demócratas disfrutan de mayorías débiles de control en las cámaras<sup>2</sup> y puede suceder que consoliden ambas, que pierdan ambas o que pierdan alguna. Las encuestas no parecen fiables. Y queda poco tiempo. El *factor Trump* es una incógnita cuya influencia depende de resoluciones judiciales. Ofrecemos una explicación más completa sobre este asunto, desde una perspectiva conceptual, en el Apartado 5: "Temática Trimestral. Elecciones de medio mandato en EE.UU. ¿Cómo funcionan?".

Todavía nadie o casi nadie habla de las consecuencias sobre el sector inmobiliario derivadas del nuevo contexto que enfrentamos, pero conviene empezar a hacerlo. Sobre todo, de los precios del residencial (vivienda), porque influyen directa y notablemente sobre el Consumo Privado. La síntesis es que, después de 2 años excelentes, los precios retrocederán en mayor o menos medida en las principales economías, siendo Estados Unidos tal vez una de las contadas excepciones. Pero España no será una de ellas, donde estimamos que los precios retrocederán -3% en 2023 y -2% en 2024. El Gráfico 1.2 siguiente sintetiza las estimaciones para precios inmobiliarios (residencial) en algunas de las principales economías del mundo, algo para lo cual deberíamos empezar a prepararnos. No será un ajuste severo, pero sí un cambio de tendencia que conviene tener muy presente.

*No hay estimaciones fiables con respecto al desenlace de las Mid Term Elections americanas del 8 de noviembre. Se elige un tercio del Senado y todo el Congreso o Cámara de Representantes.*

*Hoy los demócratas disfrutan de mayorías débiles de control en las cámaras y puede suceder que consoliden ambas, que pierdan ambas o que pierdan alguna.*

*El precio de la vivienda retrocederá en mayor o menos medida en las principales economías, siendo Estados Unidos tal vez una de las contadas excepciones.*

Gráfico 1.2. Precios Inmobiliarios, estimaciones 2022/23



Fuente: Encuesta Reuters realizada entre 12 agosto/2 sept. 2022

(\*) Estimaciones propias Análisis y Mercados Bankinter

<sup>2</sup> Senado (100 senadores): 50 republicanos, 48 demócratas y 2 independientes que suelen votar con los demócratas. El empate lo rompe la Vicepresidenta Kamala Harris, demócrata. Congreso: 221 demócratas vs 212 republicanos.

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Finalmente, la guerra por invasión de Ucrania será un factor desestabilizador con el que el mercado deberá convivir durante años, probablemente. Sus consecuencias son enormes y exceden el objetivo de este informe. Resumiremos diciendo que fuerza la desaparición de la globalización de los últimos treinta años, aproximadamente, para adoptar la regionalización del comercio y la producción. La regionalización es más cara (o menos barata) que la globalización. También limita la disponibilidad de las materias primas (*soft* y *hard*: alimentos y energía e industriales) y abre retos geoestratégicos de gran alcance (el desenlace en Ucrania condiciona el de Taiwán, en el futuro, y precipita las disputas territoriales en el Ártico, que es el gran depósito de materias primas del planeta, sobre todo gas). Con todo eso en juego, la probabilidad de que este asunto se cierre a corto plazo y deje de presionar a la inflación es reducida.

En un contexto tan complejo como el descrito identificamos el periodo diciembre 2022/febrero 2023 como el más probable, y no antes, para que la situación toque fondo en términos de expectativas. A continuación, el mercado se estabilizará y empezará a mejorar, pero deberá terminar de romperse antes de comenzar a recomponerse.

¿Cómo será el "día después"? Probablemente el contexto global tendrá más sentido que el de los últimos 10/15 años porque los tipos de interés (tipos de intervención de los bancos centrales) serán positivos y no negativos (¡el valor del dinero en el tiempo existe!), la inflación será superior al 3%, el crecimiento económico tardará en despegar y estabilizarse, pero probablemente ofrecerá una velocidad de crucero superior al 2%, el comercio será más regional que global (lo que tendrá como contraindicación más obvia un crecimiento más lento de las economías emergentes y/o ex - emergentes) y regresará la aplicación de criterios menos laxos para gestionar el endeudamiento público. Todo eso no es peor, sino incluso algo mejor en su balance general, pero tendremos que esperar a 2024/25 para comprobarlo.

**En definitiva**, el mercado se encuentra ahora en un proceso de ajuste ante una inflación pegajosa que obliga a los bancos centrales a acelerar y extender las subidas de tipos, incluso aunque eso ponga en riesgo el ciclo económico. Sólo cuando la inflación remita y los bancos centrales rebajen su agresividad, insinuando cuándo podrían volver a bajar tipos, mejorará la situación. Sólo entonces y siempre que las estimaciones macro y de resultados empresariales hayan dejado de revisarse a peor. Mientras eso no suceda, los rebotes que puedan tener lugar serán inconsistentes y desconfiables. Pero – y esto es lo más importante – estimamos que en algún momento entre diciembre 2022 y febrero 2023 la situación habrá tocado fondo definitivamente y que, en concreto y con respecto a bolsas, cualquier nivel de entrada inferior a 3.700 puntos del S&P500 implica un riesgo de error asumible, siendo reducido en el rango 3.500/3.300, siempre con perspectiva sobre 2023/24.

*La guerra por invasión de Ucrania será un factor desestabilizador con el que el mercado deberá convivir durante años, que limitará la disponibilidad de las materias primas y abre retos geoestratégicos de gran alcance.*

*El contexto global hacia el que nos dirigimos tendrá más sentido que el de los últimos 10/15 años, entre otras cosas porque los tipos de interés serán positivos y no negativos y la gestión de la deuda pública será menos laxa.*

*Entre diciembre 2022 y febrero 2023 la situación habrá tocado fondo definitivamente, por lo que cualquier nivel de entrada inferior a 3.700 puntos del S&P500 implica un riesgo de error asumible, siendo reducido en el rango 3.500/3.300, siempre con perspectiva sobre 2023/24.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

## UEM: "La crisis energética y el endurecimiento de la política monetaria complican el panorama. La recesión será difícil de esquivar en 2023"

La crisis energética y el endurecimiento de la política monetaria del BCE colocan en una difícil situación a la economía europea. Las tensiones en el frente geopolítico y el riesgo de fragmentación financiera complican aún más el escenario. La guerra en Ucrania se complica y alarga. Rusia corta el flujo de gas a Europa vía el Nord Stream 1 y los precios de la energía se vuelven a disparar. Además, no se descartan restricciones al consumo en los próximos meses. Las estimaciones de inflación continúan revisándose al alza. La lucha de los bancos centrales para combatir la inflación será un proceso más largo y doloroso de lo inicialmente estimado, lo que se traduce en tipos más altos y por más tiempo. A pesar de las recientes subidas, el BCE considera que los tipos están todavía lejos de dónde necesitan estar para conseguir que la inflación retorne a su objetivo. Nuestro escenario central anticipa un tipo de depósito en +2,0% para finales de año, llegando a 2,75% en el 1T 2023, donde se mantendría el resto del año. En este contexto, es difícil que Europa pueda evitar entrar en recesión en 2023.

La alta dependencia energética de Rusia (41% de las importaciones de gas y 27% del petróleo) está pasando una factura muy cara a Europa. Las sanciones impuestas a Rusia y las consiguientes represalias de Moscú complican el escenario energético. La Unión Europea estableció la prohibición de importar petróleo ruso (dos tercios de manera inmediata y 90% para finales de año). Además, a principios de septiembre el G7 decidió limitar el precio del petróleo ruso y otros productos derivados y prohibir su suministro por mar a menos que se compre a un precio limitado. El objetivo de estas medidas es atacar directamente la financiación de la guerra.

Como represalia, Rusia reduce gradualmente el flujo de gas a Europa vía el Nord Stream 1. Desde el 5 de septiembre, el suministro se encuentra suspendido de forma indefinida. Como resultado, los precios del gas en Europa se han disparado. El Índice TTF1 se sitúa ahora en 198€/MWh vs por debajo de 70€/MWh antes de la invasión de Ucrania.

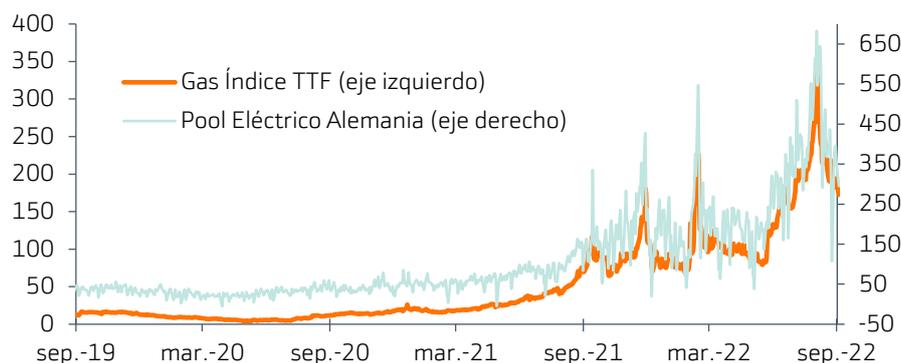
Además, el elevado precio del gas provoca un aumento del precio de la electricidad debido al papel que desempeñan las centrales eléctricas alimentadas con gas a la hora de satisfacer la demanda y fijar el precio en el sistema marginalista.

Las sanciones a Rusia y las consiguientes represalias tensionan el mercado energético en Europa

El Nord Stream 1 deja de enviar gas a Europa y los precios se disparan

Los altos precios del gas derivan en subidas de los precios de la electricidad

Gráfico 1.3. UEM-. Precios del gas y la electricidad (€/MWh)



Fuente: Theice, Eex

Para afrontar este contexto, la Comisión Europea propone una serie de medidas temporales y urgentes. Entre ellas: (i) **Reducción del consumo**: -10% (-5% obligatorio en horas pico donde la demanda es más alta), (ii) **Intervención del mercado** para limitar los llamados "beneficios caídos del cielo de las eléctricas" (tope de 180MW/h para renovables y nucleares, cuyos costes son independientes del precio del gas); (iii) **Impuesto a petroleras y gasistas** (33% sobre las ganancias extra).

Propuestas de la CE para afrontar la crisis energética

## Estrategia de Inversión 4T 2022

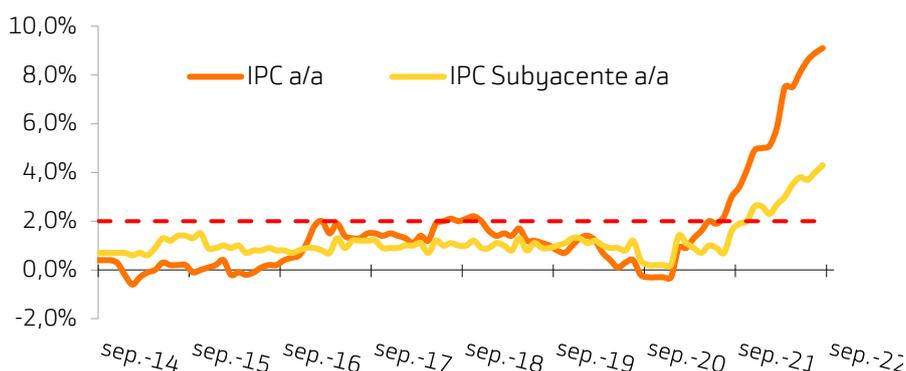
Las restricciones al consumo y el mayor coste de la energía supondrán una importante limitación en el crecimiento de la UEM. Algunas industrias intensivas en energía podrían verse forzadas a realizar paradas en horas punta. Además, el consumo de los hogares y los costes de la industria se verán negativamente afectados.

La inflación sigue mostrando registros elevados. El IPC general llegó a +9,1% en agosto, impulsado por las componentes de energía (+39%) y alimentación (+11%). La Tasa Subyacente se sitúa en +4,3%, unos niveles muy por encima del objetivo de la BCE (2% a medio plazo).

Las perspectivas de inflación a medio plazo también se encuentran por encima del objetivo del banco central. El *forward* a 5 años del euro se sitúa en 2,2% y el *breakeven* de inflación a 10 años de Alemania en 2,4%. El cambio de las cadenas de suministro energético en Europa es un proceso largo, caro y con implicaciones en toda la cadena productiva.

Estimamos que la inflación se mantenga en niveles altos en el periodo 2022-24. El IPC medio se situaría cerca de +9% en 2022, por encima de +6,0% en 2023 y en el entorno de +3,0% en 2024. Para diciembre 2024, el IPC podría situarse en niveles de +2,5%.

Gráfico 1.4. UEM-. Evolución de la Inflación



Fuente: Eurostat

La lucha contra la inflación por parte de los bancos centrales será un proceso más largo y doloroso de lo que se esperaba inicialmente. Esto se traduce en **tipos de interés más altos y por más tiempo**. Tras una primera subida de +50p.b. en julio, el BCE aplicó una subida de +75 p.b. en septiembre. Esta subida es la mayor de la historia del BCE, y coloca el tipo de depósito en +0,75% p.b., el de refinanciación en +1,25% y la facilidad marginal de crédito en +1,50%.

A pesar de la fuerte subida de septiembre, el BCE enfatiza en su mensaje que **los tipos están todavía lejos de dónde necesitan estar para conseguir que la inflación retorne a su objetivo**. Además, prioriza la estabilidad de precios al crecimiento económico. El BCE está dispuesto a sacrificar crecimiento económico y empleo para frenar la escalada de precios.

Nuestro escenario central asume un **tipo de depósito en +2,0% para final de año, llegando a su pico en 2,75% en el primer trimestre de 2023**. En este nivel se mantendría el resto del año, ya que no vemos bajadas de tipos hasta 2024. Esto supone que los tipos de interés se mantendrán por encima del nivel neutral (entre 1,50% y 2,00%) y en territorio restrictivo durante muchos trimestres en la Eurozona.

*Restricciones al consumo y mayor coste de la energía*

*Inflación persistentemente elevada*

*Perspectivas a medio plazo claramente por encima del objetivo del BCE*

*Revisión al alza de estimaciones de IPC*

*El BCE endurece la política monetaria para luchar contra la inflación*

*Los tipos están lejos de donde necesitan estar para lograr controlar la inflación*

*Tipo de depósito 2,0% para finales de año, llegando a 2,75% en el 1T 2023*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

El BCE no ha puesto fecha para el comienzo del proceso de reducción de balance. Su balance ha crecido mucho en los últimos años de expansión monetaria (8,8bn vs 4,7bn en 2019). Pero si ha comentado que están preparados para comenzar el debate en octubre. La venta de activos por parte del BCE endurecerá aún más las condiciones financieras.

Las subidas de tipos y la retirada de las compras del BCE suponen un riesgo para la fragmentación financiera en la zona euro. Las primas de riesgo de los periféricos se amplían tras el anuncio de retirada de estímulos del BCE. El TPI (*Transmission Protection Instrument*) nace con el objetivo de amortiguar el efecto de la subida de tipos sobre las primas de riesgo, buscando rebajar tensiones en el mercado. El TPI es un nuevo mecanismo de compras de deuda pública del BCE y permite al BCE subir tipos de forma más agresiva que si no existiera. La flexibilidad de reinversión del PEPP seguirá siendo la primera línea de defensa contra la fragmentación.

El BCE no pone límites en volumen o tiempo a la nueva herramienta, pero está sujeta a cierta condicionalidad relacionada con el no estar incurso en el Procedimiento de Déficit Excesivo, no tener desequilibrios macroeconómicos graves e implementar políticas sostenibles. Los criterios laxos y flexibles fijados para su activación son una garantía para intervenir si la situación se complica, pero al mismo tiempo, las faltas de referencia también generan incertidumbre.

La activación del TPI es una decisión política que se toma en el Consejo de Gobierno por mayoría simple. La intención es que el diseño del TPI y el mensaje enviado con su anuncio sean tan contundentes que tengan efecto disuasorio y no haga falta utilizar el instrumento.

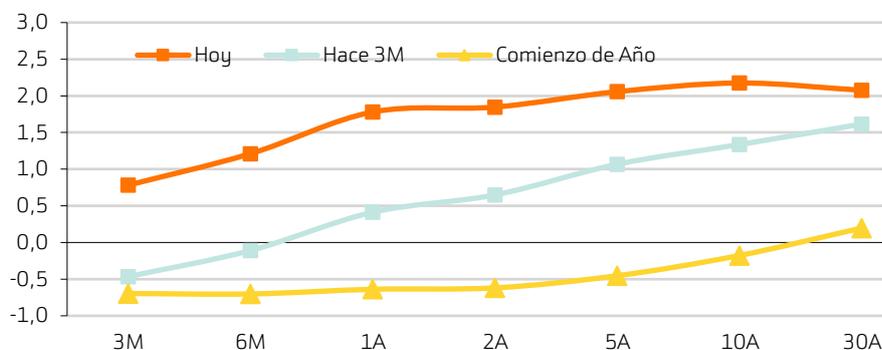
*Próximo debate sobre el comienzo de la reducción del balance*

*Puesta en marcha del TPI para salvar la eurozona de la fragmentación*

*Criterios laxos y flexibles para la activación del TPI.*

*La última palabra queda en manos del Consejo de Gobierno del BCE*

Gráfico 1.5. UEM-.Curva de Tipos Alemania



Fuente: Bloomberg

El mercado de bonos refleja el escenario de tipos más altos y de retirada de compras del BCE. La TIR del bono a 10 años alemán ha superado la barrera del 2,0%, comparado con -0,20% de principios de año y la prima de riesgo de los periféricos se ha ampliado considerablemente (Italia 240p.b. vs 130 p.b. a principios de año). Estimamos que la TIR del Bund se sitúe en el rango 2,0%/2,20% para finales de 2022 y entre 2,40% y 2,60% para finales de 2023

En este contexto de crisis energética, endurecimiento de la política monetaria, deterioro en las tensiones geopolíticas y riesgo de fragmentación financiera, la actividad económica se resiente y las estimaciones de crecimiento se revisan a la baja. En nuestro escenario central, el PIB pasaría de +2,5% en 2022 a -0,9% en 2023. Es muy difícil que Europa pueda esquivar un escenario de recesión en 2023.

*TIR del Bund: 2,0%/2,20% para finales de año y 2,40%/2,60% para 2023*

*Expectativas de crecimiento a la baja. Difícil esquivar un escenario de recesión en 2023*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

**Suiza: "La Inflación persiste y el SNB subirá los tipos, aunque menos que el BCE para evitar que el franco suizo siga apreciándose."**

*Nuestras previsiones del PIB se mantienen en +2,3% en 2022e. El conflicto Rusia-Ucrania acrecienta los problemas energéticos, que, vía efectos de segunda ronda hacen que la inflación se mantenga elevada durante más tiempo. El mensaje se alinea con la última estrategia trimestral. Por ello, no revisamos las previsiones de inflación: +3,0% en diciembre 2022e, y permanecerá por encima del 2% al menos hasta 2T 2023. Con esto, el SNB ya ha subido tipos y con total probabilidad seguirá haciéndolo para no mantener un diferencial de tipos muy amplio con otras economías mundiales. Con esto podrá controlar la apreciación de la moneda. Por ello, estimamos que el tipo oficial se sitúe en +1,0% para final de año. El franco suizo continuará apreciado (0,95/1,00 2022e), y como consecuencia de subidas de tipos menos agresivas que el BCE el franco irá perdiendo terreno frente al euro (1,05/1,10 2024e).*

Mantenemos las previsiones del PIB (+2,3% 2022e, +1,4% 2023e y +1,5% 2024e), aunque los motivos no sean los mismos que en la última estrategia trimestral. La tendencia del PIB para final de año es claramente decreciente. El 4T seguirá desacelerando hasta niveles de +1,1% como consecuencia del comportamiento de la **Balanza Comercial**. El aumento del precio de las materias primas, sobre todo energéticas (petróleo y gas), provoca un incremento de las Importaciones del país. Esto junto con una disminución de las Exportaciones a causa de la ralentización económica a nivel global, provocan una aportación menor a la Balanza Comercial. Continuando con los componentes del PIB, el Consumo Privado se verá afectado de forma negativa por las razones anteriormente comentadas.

*Mantenemos previsiones de crecimiento. PIB +2,3% 2022e*

En cuanto al **mercado laboral**, los datos siguen mejorando y los niveles de paro continúan cayendo. Tendencia que esperamos se mantenga lo que resta de año. Esto supone una revisión a la baja de la Tasa de Paro (2,0% 2022e, 2,1% 2023e, 2,1% 2024e). Sin embargo, Suiza seguirá en **déficit fiscal** para final de año, tanto por las ayudas a raíz del conflicto entre Rusia y Ucrania como por los estímulos inyectados en la pandemia.

*Sólidos datos del mercado laboral que hace revisar las previsiones hasta el 2,0% 2022e desde 2,3% en junio*

Respecto a la **inflación**, aunque se empiezan a ver mejoras en las cadenas de suministro, la escalada en el precio de la energía es un argumento de peso para pensar que la inflación seguirá en niveles elevados durante más tiempo. Ya que esta subida en los precios de la energía permea paulatinamente en la demanda. Con esto, las previsiones no cambian respecto a la última estrategia trimestral (+3,0% en 2022e, +1,5% en 2023e y +1,9% en 2024e). El "efecto espejo" de la inflación hará que esta se modere en 2023 y vuelva a repuntar en 2024. Aunque estos niveles no suponen un problema de inflación, ésta se sitúa por encima del objetivo del SNB (+2,0%).

*Sin revisión en las estimaciones de inflación hasta +3,0% 2022e, +1,5% 2023e y +1,9% 2024e*

Por ello, el SNB en su última reunión subió +75pb y fijó el tipo de referencia en +0,50%. **Esperamos que siga subiendo los tipos en el 4T**, por lo que revisamos al alza las últimas estimaciones (+1,0% 2022e vs 0,00% anterior, +1,0% 2023e vs 0,00% anterior, +1,0 2024e vs 0,00% anterior). Estas subidas de tipos serán menores a las de otros bancos centrales, para controlar la apreciación de la divisa. Con esto, revisamos el tipo de cambio a favor del euro (0,95/1,00 2022e, 1,0/1,05 2023e, 1,05/1,10 2024e).

*Estimamos que sigan subiendo tipos, aunque en menor medida que otros bancos centrales para contener la apreciación del franco suizo.*

**En conclusión**, no revisamos estimaciones de PIB ni de inflación, aunque sí revisamos al alza el tipo director, además de ajustar el tipo de cambio a favor del euro.

## Estrategia de Inversión 4T 2022

## Reino Unido: "La inflación aún no ha tocado pico."

**La inflación continúa siendo el enemigo a batir.** Las nuevas medidas para limitar el precio de la energía reducirán el nivel máximo del IPC, pero el pico aún no se ha producido. Llegará previsiblemente en octubre cuando se sitúe en torno al 11%. Además, los estímulos fiscales prolongarán el ciclo alcista de los precios. La energía sigue siendo un factor clave en el ascenso del IPC, pero no es el único. Las consecuencias del Brexit, los problemas de suministros y un mercado laboral fuerte contribuyen en gran medida a esta evolución. **El Banco de Inglaterra continuará con su ciclo de subidas de tipos.** El tipo director acabará el año en 3,75%, alcanzará 4,25% en 2023 y cederá hasta 3,50% en 2024. **El crecimiento sufrirá e irá perdiendo fuelle en próximos trimestres.** La inflación erosiona el poder adquisitivo, el Brexit pesa sobre el comercio y la inversión y las condiciones financieras se endurecen. Sin embargo, los recortes de impuestos ofrecerán un soporte al Consumo. **La libra será la principal perjudicada por estas medidas ante la perspectiva de un mayor endeudamiento y las dudas sobre su efectividad.**

El principal obstáculo seguirá siendo la inflación. Las medidas para limitar el precio de la energía reducirán el pico del IPC en el corto plazo. Por ello, reiteramos que **el nivel máximo de precios podría situarse alrededor del 11%** en octubre. Pero las nuevas medidas de estímulo anunciadas por el gobierno darán soporte al crecimiento y prolongarán la evolución alcista de los precios. Estimamos que el IPC cerrará alrededor de 10% en 2022 (vs. 9,5% anterior), en 5,5% en 2023 (vs. 4,5%) y en 3,0% en 2024 (vs. 2,0%). La energía sigue siendo un factor clave en el ascenso generalizado del IPC, pero no es el único. Más allá de las disrupciones en la cadena de suministros, el Brexit y el mercado laboral explican en gran medida esta evolución. El Brexit ha penalizado el comercio internacional, fomentado la compra de bienes de producción local (con mayor coste) y provocado una importante escasez de trabajadores. La Tasa de Paro se sitúa actualmente en 3,6%, vs. 3,8% prepandemia, las vacantes alcanzan prácticamente el mismo número que los parados (ratio 1,0) y los salarios crecen con fuerza (> 5%).

*La inflación acelera y tocará máximos alrededor del 11% en octubre*

El Banco de Inglaterra continuará endureciendo su política monetaria. Es cierto que el nuevo tope al precio de la energía limita temporalmente la inflación, pero también que los nuevos recortes de impuestos moderarán la ralentización económica y generarán inflación. **Nuestras estimaciones apuntan a que el tipo director acabará el año en 3,75%** (vs. 2,25% anterior), 4,25% (vs. 2,0% anterior) en 2023 y 3,50% en 2024 (vs. 1,50% previo). En cuanto al balance, el BoE anuncia un paquete temporal de compra de bonos para frenar la escalada de las TIRes tras el anuncio de los nuevos estímulos.

*El ciclo de subidas de tipos continuará y el tipo director cerrará 2022 a 3,75%*

El crecimiento, por su lado, sufrirá un ajuste relevante derivado de: (i) los elevados niveles de inflación, que erosionan el poder adquisitivo de las familias; (ii) el peso negativo en comercio e inversión derivado del Brexit y (iii) el encarecimiento de las condiciones de financiación. Sin embargo, los estímulos fiscales supondrán un revulsivo para el consumidor. En detalle, estimamos un crecimiento de +3,2% para 2022 (vs. +3,1% anterior), -0,1% en 2023 (vs. +1,0% previo) y +0,8% en 2024 (vs. +1,4% anterior).

*El crecimiento ralentizará penalizado por la inflación, el Brexit y el endurecimiento de las condiciones de financiación*

La libra será la principal damnificada del nuevo plan de estímulos. Por un lado, la determinación del BoE para frenar la inflación, la menor dependencia energética de Rusia vs. la UEM y un mercado laboral más sólido deberían jugar a favor de la esterlina. Sin embargo, las perspectivas de un mayor endeudamiento y las dudas sobre la efectividad de las nuevas medidas del gobierno pesarán sobre la libra. Por ello, establecemos un rango de 0,88/0,91 para 2022 (vs. 0,84/0,87 previo), 0,87/0,89 en 2023 (vs. 0,81/0,84 previo) y 0,84/0,87 en 2024 (vs. 0,80/0,83).

En definitiva, la inflación seguirá su evolución al alza y el BoE subirá tipos, pero la libra sufrirá por las dudas sobre los nuevos estímulos introducidos por el gobierno.

## Estrategia de Inversión 4T 2022

## Irlanda: "Mejor que el resto de Europa. Multinacionales, Inflación y BCE en el foco."

Un trimestre más Irlanda muestra la **fortaleza de su economía a pesar del entorno actual**, tal y como muestra el **sorprendente crecimiento del PIB del +11,1% a/a en el 2T 2022** y el **paro situado en mínimos de los últimos 21 años (4,3% agosto)**. Sin embargo, se espera un **deterioro de la economía irlandesa en los próximos trimestres** por: **(i) La persistencia y elevado nivel de la inflación (+8,7% agosto); (ii) La desaceleración económica mundial** y su correspondiente impacto en los resultados de las multinacionales con domicilio fiscal en el país. **(iii) El aumento de los costes de financiación vía subidas de tipos del BCE (+125 p.b. hasta ahora)**. El mercado **inmobiliario se mantiene fuerte**, aunque esperamos una moderación del ritmo de crecimiento de precios el año que viene. Una **incógnita de cara a 2023 es la relación con Reino Unido** (segundo socio importador tras la UE) después de la elección de Liz Truss como Primer Ministro y con el **problema de fondo del Protocolo de Irlanda del Norte**.

A diferencia de la mayor parte de Europa, en el 2T 2022 Irlanda soporta mejor de lo esperado el impacto negativo del conflicto ucraniano (inflación más duradera y ralentización económica). Consecuentemente, **revisamos al alza nuestras estimaciones de crecimiento para 2022 hasta +6,7% a/a desde +4,7% anterior**. Sin embargo, esperamos un **deterioro de la economía durante los próximos trimestres (+4,3% esp. vs +6,5% ant. esp. PIB 2023)**. La negativa evolución de la Confianza del Consumidor KBC, que alcanza mínimos de 2008 (42,1 septiembre 2022), da buena muestra de ello por:

**(i) Inflación más elevada y persistente**, que tras registrar +8,7% a/a agosto seguirá al alza. El posible recrudescimiento de la crisis energética tras el corte del suministro de gas ruso mantendría el IPC en niveles elevados en los próximos meses (+9,2% esp. 2022, +6,6% 2023 y +3,5% 2024). Y seguiría calando en la subyacente (+5,8% agosto), erosionando aún más el poder adquisitivo de las familias.

**(ii) Progresivo agravamiento del contexto económico mundial**. Las multinacionales con domicilio fiscal en Irlanda verían empeorar sus resultados empresariales, afectando directamente tanto al crecimiento como al mercado laboral. Bien es cierto que las compañías presentes en el país pertenecen a los sectores *tech*, farma y financiero, que muestran más resistencia en el entorno actual. El impacto en la economía es evidente: (1) 66% aprox. del PIB (Exportaciones Netas e Inversión); (2) 60% de los ingresos fiscales y el 32% del empleo entre las 10 principales multinacionales.

**(iii) Endurecimiento de los costes de financiación tras las últimas subidas de tipos del BCE (+125 p.b.) y las próximas previstas**. Punto importante, ya que Irlanda se caracteriza por un elevado endeudamiento privado (197% s/PIB 1T 2022) frente a un moderado endeudamiento público (54% s/PIB 1T 2022). Afecta al mercado inmobiliario, consumo e inversión privada.

La **fortaleza del mercado inmobiliario** (Precios Vivienda +13,0% a/a julio y +5,0% esp. 2022) se explica por la **desigualdad** que hay entre la **oferta** (12.632 viviendas/año) y la **demand**a al alza ante el crecimiento de la población joven (30.000/35.000 viviendas/año). Esperamos que mientras siga al alza el tipo hipotecario y las multinacionales reduzcan las contrataciones o incluso lleguen a los recortes, haya una **moderación del incremento de precios en 2023 (+1,5% esp.) y en 2024 (+2,0% esp.)**.

En definitiva, Irlanda afronta un **2023 con un entorno debilitado** (aunque mejor que Europa) y con la **incógnita** sobre las relaciones con Reino Unido y el Protocolo de Irlanda del Norte de fondo. **Inflación, consumo y desempleo se verían afectados**, pero en **2024 esperamos una evolución económica más favorable (+6,2% esp. vs +5,0% ant. PIB 2024)**.

*Irlanda soporta mejor el impacto negativo del conflicto ucraniano. 2022 mejor de lo esperado.*

*Deterioro de la economía en 2023.*

*Inflación más elevada y persistente.*

*Progresivo agravamiento del contexto económico mundial y su impacto en las multinacionales.*

*Endurecimiento de los costes de financiación con las subidas de tipos del BCE.*

*El mercado inmobiliario sigue fuerte, pero esperamos moderación del incremento de precios en 2023 y 2024.*

*Incógnita con el Protocolo de Irlanda del Norte.*

*IPC, consumo y desempleo afectados en 2023. Mejor en 2024.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

EE.UU.: "Tipos de interés más elevados y por más tiempo aumentan la probabilidad de recesión. Crecimiento económico inferior al potencial de largo plazo, pero menos vulnerable que en otras regiones. Dólar apreciado por fundamentales y riesgo geopolítico."

*La economía americana sigue dando muestras de desaceleración y la probabilidad de recesión aumenta. En los próximos meses el Consumo Privado, que representa el ~70% del PIB, continuará frenándose en un entorno de mayores costes de financiación e inflación elevada, aunque seguirá apoyado por la fortaleza del mercado laboral. Éste sigue sin dar muestras de moderación y las presiones salariales ponen un suelo elevado a la inflación. Las tensiones en precios son muy elevadas y generalizadas. En los próximos meses un alivio en las cadenas de suministro debería permitir cierta relajación de la Tasa General que, con todo, prevemos permanecerá todavía alejada del objetivo del 2% de la Fed en los próximos dos años. En este entorno la Fed endurece el tono y anticipa tipos de interés en niveles restrictivos (>2,5%) hasta 2025. En el frente político, los demócratas probablemente perderán el control del Congreso en las elecciones mid-term en noviembre y, por tanto, la facultad de iniciar algún proceso de "impeachment" contra Trump. Las implicaciones para esta legislatura son escasas, dado que las principales líneas de política fiscal y exterior no cambiarán sustancialmente, pero sí pueden despejar el camino a una nueva candidatura de Trump a la Presidencia en 2024 si sale indemne de las investigaciones judiciales en curso. En este entorno el dólar se mantendrá presionado al alza. Los fundamentales: diferencial de crecimiento, de tipos de interés y menor vulnerabilidad por la crisis energética y, más recientemente, el aumento del riesgo geopolítico tras las amenazas de Rusia, favorecen el refugio en dólares.*

La economía americana sigue dando muestras de desaceleración y la probabilidad de recesión aumenta. Estimamos una probabilidad del 50%. A pesar de 2 trimestres consecutivos con crecimiento económico negativo (PIB 1T: -1,6% t/t anualizado; 2T: -0,9%), los retrocesos no cualifican como recesión dada la fortaleza del mercado laboral y del consumo. Sin embargo, en los próximos meses **el Consumo Privado, que representa el ~70% del PIB, continuará frenándose**. Aunque la situación patrimonial de las familias es robusta, las ayudas prestadas durante la pandemia a las rentas medias y bajas desaparecen lo que se combina con tipos más altos y una inflación elevada que merma su poder adquisitivo.

*La economía americana sigue dando muestras de desaceleración y la probabilidad de recesión aumenta.*

El mercado laboral sigue sin dar muestras de moderación. Recientemente las Peticiones Semanales de Desempleo vuelven a descender hacia niveles de 215k frente a una media de 597 en los últimos 5 años. La Tasa de Paro, 3,7% en agosto, se mantiene próxima al nivel de pleno empleo. Los puestos de trabajo disponibles superan los 11 millones desde finales de 2021 (11,239 M en julio), representando 2x puestos disponibles por cada parado. En este entorno **las presiones salariales (+5,2% a/a en agosto) ponen un suelo elevado a la inflación**.

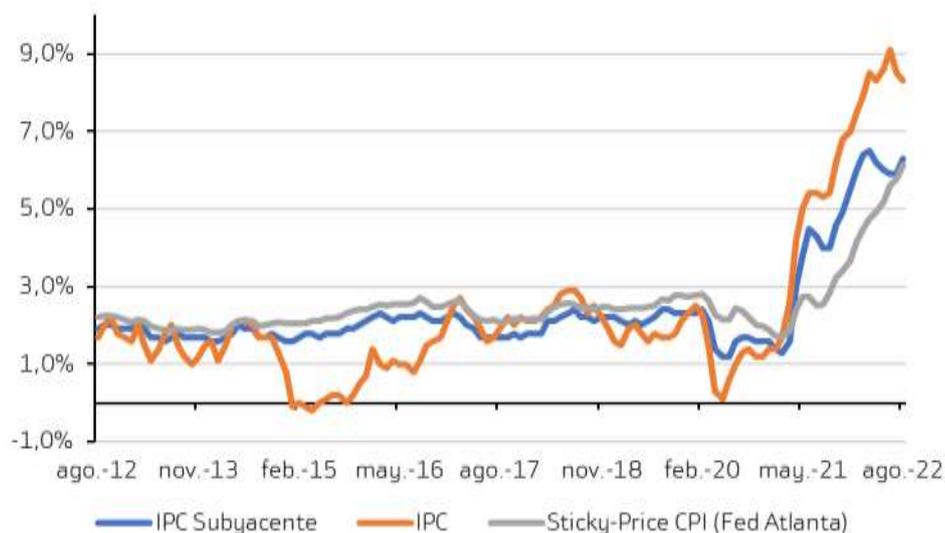
*El mercado laboral no da muestras de moderación. Las presiones salariales ponen un suelo elevado a la inflación.*

La inflación alcanzó un máximo de 4 décadas en junio (+9,1%) y se mantiene tozudamente elevada (+8,3% en agosto). La Tasa Subyacente, que excluye Energía y Alimentos Frescos, se sitúa en +6,3% y los Precios Industriales en +8,7% (tras un máximo de +11,7% en marzo). **Las tensiones en precios son muy elevadas y generalizadas**. Reflejan una fuerte reactivación del consumo tras la pandemia en un entorno de limitaciones de oferta, que se han amplificado con las disrupciones ocasionadas por la guerra en Ucrania y los confinamientos por CV19 en China. En los próximos meses un alivio en las cadenas de suministro debería permitir cierta relajación de la Tasa General que, con todo, **prevemos que permanecerá todavía alejada del objetivo del 2% de la Fed en los próximos dos años**. El indicador "sticky-price CPI" de la Fed de Atlanta, que mide una cesta de productos/servicios que muestran resistencia a la variación de precios, aumentó +7,7% en agosto (vs +5,4% en julio). La rebaja reciente de los precios de la gasolina libera poder adquisitivo a los consumidores que pueden destinar a otro consumo discrecional.

*Las tensiones en precios son muy elevadas y generalizadas.*

*Prevemos que permanecerá todavía alejada del objetivo del 2% de la Fed en los próximos dos años.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Gráfico 1.6. IPC y *Sticky-Price CPI* de la Fed de Atlanta

El sector de la vivienda da muestras incipientes de enfriamiento. Tras registrar un máximo histórico de +21,28% en abril, el índice de Precios de la Vivienda Case-Shiller aumenta +18,5% en junio. El tipo medio de las hipotecas se duplica en el año hasta 6,25%, máximo desde octubre 2008. Precios y costes de financiación más elevados reducen la solicitud de hipotecas -30% a/a en agosto y los Permisos de Construcción caen en 4 de los últimos 5 meses (-9,97% en agosto). **Prevedemos que los precios de vivienda cierren el año con subidas de +10%; no descartamos caídas moderadas en 2023.**

En este entorno la Fed endurece el tono y anticipa tipos de interés en niveles restrictivos (>2,5%) hasta 2025, incluso aunque dañe al mercado laboral y ponga en riesgo la expansión económica. En su última reunión del 20/21 de septiembre subió +75pb sus tipos de interés hasta el rango 3,00%/3,25% y prevé subidas adicionales de +100/+125pb hasta final de año. El diagrama de puntos se desliza significativamente al alza: en 2022 +4,25%/4,50%; en 2023 +4,50%/4,75%; +3,75%/4,00% en 2024; +3,0% en 2025. No menciona una recesión, pero advierte que la probabilidad de un aterrizaje suave de la economía disminuye. Prevé un periodo sostenido de crecimiento económico por debajo del potencial de medio plazo (<+1,8%) e inflación que no alcanza el objetivo del 2% hasta 2025. El mercado inmobiliario, que ya da señales de enfriamiento, ha de registrar una corrección.

Entran en el foco este trimestre las elecciones de medio-mandato el 8 de noviembre. El desenlace más probable es que los demócratas pierdan el control del Congreso y, por tanto, la facultad de iniciar algún proceso de *impeachment* contra Trump. Las implicaciones para esta legislatura son escasas, dado que las principales líneas de política fiscal y exterior no cambiarán sustancialmente, pero sí pueden despejar el camino a una nueva candidatura de Trump a la Presidencia en 2024 si sale indemne de las investigaciones judiciales en curso.

En este entorno el dólar se mantiene presionado al alza y alcanza máximos de muchos años, en algunos casos históricos, frente a las principales divisas. **Los fundamentales:** diferencial de crecimiento, de tipos de interés y menor vulnerabilidad por la crisis energética y, más recientemente, el aumento del riesgo geopolítico tras las amenazas de Rusia, favorecen el refugio en dólares. No prevedemos que el €/ \$ recupere la paridad en el corto plazo. En un entorno de elevada volatilidad, **estimamos un rango de 0,90/1,00 para el cruce mientras la situación y los riesgos en Europa no mejoren.**

*El sector de la vivienda da incipientes muestras de enfriamiento.*

*La Fed endurece el tono y anticipa tipos de interés en niveles restrictivos (>2,5%) hasta 2025.*

*Prevé un periodo sostenido de crecimiento económico por debajo del potencial de medio plazo (<1,8%).*

*Las elecciones de medio mandado en noviembre pueden despejar el camino a una nueva candidatura de Trump a la Presidencia en 2024.*

*Fundamentales y riesgo geopolítico mantendrán la presión al alza sobre el dólar. Estimamos un rango de 0,90/1,00 para el cruce mientras la situación y los riesgos en Europa no mejoren.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

**Japón: "La recuperación del PIB sorprende positivamente. El Banco de Japón mantiene su política ultra laxa, los tipos en negativo e, interviene la divisa frenando su caída."**

*Sorpresa positiva en 2T 2022, con un crecimiento del PIB de +1,6% a/a y +0,9% t/t vs +0,7% t/t esperado y +0,5% en 1T. El final de los confinamientos, con un efecto inmediato sobre el Consumo, una mayor fluidez en los suministros y, el apoyo del Gasto Público impulsan al PIB. Mantenemos nuestra estimación para 2022 y, revisamos ligeramente al alza la de 2023. La **inflación aumenta ante el encarecimiento de las importaciones y un yen débil** que afecta especialmente a Energía y Alimentación. El IPC aumenta, pero a un ritmo inferior a otras economías desarrolladas, nosotros revisamos al alza nuestras estimaciones. El **Banco de Japón se ha convertido en el único banco central con tipos negativos, no esperamos que cambie el sesgo de su política monetaria ultra laxa** y que, junto con los paquetes de ayuda a la economía siga apoyando el crecimiento. Creemos que el **yen va a apreciarse** a medio plazo. El potencial de revalorización del **Nikkei** es +17%. Resaltamos su carácter de valor refugio, economía muy estable, ilimitado apoyo del gobierno y recientemente, la evolución de su divisa. Nuestra recomendación sobre el Nikkei es positiva.*

Tras finalizar los confinamientos y aliviarse las tensiones en las cadenas de suministros, **la economía japonesa se recupera en 2T 2022 y el PIB se expande +1,6% a/a impulsado por el Consumo (+3,1%) y, en menor medida por el Gasto Público (+1,9%)**. El PIB del 2T compensa la decepción que supuso el 1T con un crecimiento de tan sólo +0,6%. **En negativo está la debilidad de la Inversión Pública (-8,9%) y, la Formación Bruta de Capital (-2,6%)** que no se recuperan a pesar de las inyecciones de liquidez y, las medidas de apoyo a la economía. La contribución del **Sector Exterior** al PIB es -0,3%, reflejo de una desaceleración de la actividad comercial con China, donde se mantienen los confinamientos y, del aumento de los Precios de Importación, que afectan especialmente a las Materias Primas y Energía. **Esperamos una aceleración del PIB en los próximos trimestres impulsado por el Consumo y, por las Exportaciones que se deberían beneficiar del efecto yen**. Reiteramos nuestra **estimación de PIB 2022 (+1,8% a/a)** y, elevamos la de 2023 a +1,8% desde +1,5%, mientras que mantenemos invariada la de 2024 en +0,9%.

El **Banco de Japón (BoJ)** recorta su previsión PIB 2022 a +2,4% desde +2,9%, mientras que **la eleva para 2023 y 2024 a +2,0% y +1,3%** respectivamente, desde +1,9% y +1,1%. La mayoría de organismos supranacionales tienen estimaciones por debajo del BoJ. Así, la OCDE espera que el PIB aumente +1,7% y +1,8% en 2022 y 2023; el FMI recorta a +1,7% en ambos años desde +2,4% y +2,3% en 2022 y 2023. El gobierno aprobó en abril un **paquete de medidas** para contrarrestar el aumento de los precios, equivalente al 2,4% del PIB que se suma al anterior por 79B¥ (680.000M\$, el 15% del PIB) incluyendo estímulos fiscales por 56B¥ (483.000M\$, 10% del PIB) e, introduce subsidios para moderar el precio del combustible.

Un problema, aunque menos acusado que otros países, es la **Inflación**. El IPC se eleva a +3,0% a/a en agosto (+0,8% en dic. 2021), la **Tasa Subyacente** a +1,6% y, excluyendo Alimentación a +2,8%, esta última **superan la referencia del BoJ (+2%)**. El aumento del coste de la energía (+15,6% a/a) y la Alimentación (+4,7%) son las partidas que más **impulsan el IPC al alza y, se acentúan por la debilidad del Yen**. El **Déficit por Cuenta Corriente alcanza un máximo histórico** (agosto -2,8T¥). Revisamos al alza nuestras **previsiones de IPC**: dic. 2022 a +2,6% desde +1,9%; dic.-2023 a +1,6% desde +1,4% y; dic.-2024 a +1,2% desde +1,0%. Esperamos que se produzca un traspaso al consumidor del aumento de los Precios de Producción y de la Energía. El Banco de Japón prevé que el IPC disminuirá tras 2022, opinión con la que coincidimos.

*Tras una evolución decepcionante del PIB en 1T 2022, la buena evolución en 2T refuerza las perspectivas*

*Se mantiene el apoyo incondicional a la economía y, los paquetes de ayuda, el último supone el 10% del PIB*

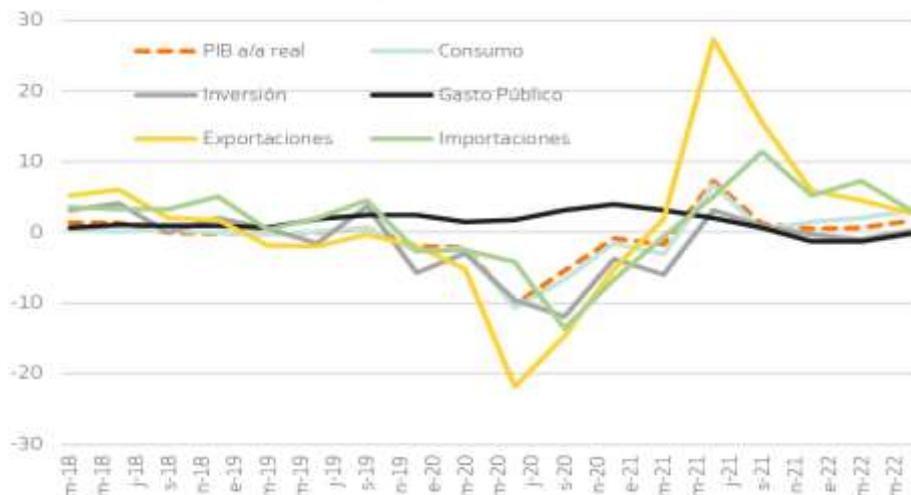
*La inflación rebasa el objetivo del 2% del BoJ. Elevamos nuevamente nuestras previsiones para el IPC*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

El mercado laboral sigue en situación de pleno empleo, la Tasa de Paro (julio) es 2,6%, cifra cercana al 2,2% de mínimo en los últimos 20 años. Esperamos 2,5% a finales de 2022 y 2,4% en 2023 y 2024 (sin cambios). Las  **Ganancias Salariales**  aumentan +1,8% a/a en julio, por debajo de la Tasa de Inflación. Esta  **disciplina y moderación salarial**  son un aspecto  **positivo**  en la lucha contra la inflación.

*A pesar del pleno empleo, la moderación salarial contribuirá a doblegar la inflación*

Gráfico 1.7. Evolución del PIB y sus principales componentes (var. % a/a)



Fuente: Economic and Social Research Institute Japan y Análisis Bankinter

En la última reunión, el  **BoJ mantiene los tipos en -0,10% y no modifica su política monetaria ultra laxa** . Es el único banco central con un tipo de intervención negativo y,  **no prevemos que varíe su sesgo expansivo** . Con la excepción del programa de recompra de pagarés y bonos corporativos que en marzo 2022 se recortó desde 20B¥ a 5B¥ (2B¥ para papel comercial y 3B¥ para bonos soberanos), esperamos que las compras de activos (ETFs 12B¥, SOCIMIs 180.000M¥, ilimitado para bonos soberanos y fondos en USD) continúen sin cambios con el objetivo de proveer liquidez y  **mantener el tipo del bono 10A alrededor de 0%** . Creemos que la TIR podría alcanzar circunstancialmente +0,25% en 2022 y +0,30% en 2023 y 2024. El programa de apoyo y financiación a PYMES introducido durante la pandemia se sustituye por otro de idénticas características, pero, en esta ocasión, exigiendo garantías.

*La política monetaria sigue siendo ultra laxa y el BoJ opta por mantener los tipos invariados en -0,10%*

Recientemente, el BoJ ha empezado a intervenir su  **divisa**  en los mercados buscando frenar una depreciación que ha llevado al yen a perder en 2022 -6% vs euro y -19% vs dólar ante una debilidad derivada de una política monetaria expansiva y del aumento del diferencial de tipos de interés vs las principales economías.  **Esperamos que el yen se estabilice hasta finales de 2022 y que posteriormente se aprecie**  como consecuencia de la estabilidad y expansión sin desequilibrios de su economía. Revisamos nuestras  **estimaciones**  para el  **Euro Yen**  a 137,0/145,0 en 2022 (anterior 135,0/145,0), para 2023 y 2024 135,0/140,0 (anterior 135,0/145,0 en ambos años). Para el  **Dólar Yen**  esperamos 137,0/161,1 en 2022 (anterior 123,9/138,1), 135,0/155,6 en 2023 (anterior 120,5/134,4) y, también en 2024 (anterior 118,4/131,8).

*Esperamos que, tras la reciente depreciación, el yen se estabilice en 4T y se aprecie ligeramente en 2023*

El  **Nikkei**  pierde -5,7% en 2022 pero, se revaloriza +2,9% en 3T. Estimamos un  **potencial de revalorización de +17% en 2023** . Destacamos su carácter de valor refugio gracias a la estabilidad de la economía, el ilimitado apoyo del gobierno, la reciente decisión de apoyar la divisa y, el impacto moderado de la guerra en Ucrania sobre la economía japonesa. Nuestra recomendación es positiva.

*Las perspectivas para el Nikkei son favorables, con un potencial de revalorización de +17% en 2023*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

**Emergentes: "Más vulnerables en un entorno de elevada inflación, subidas de tipos y desaceleración global. El binomio rentabilidad-riesgo es menos atractivo."**

*Los países emergentes no atraviesan un buen momento. Se ven afectados por el aumento de precios de las materias primas, particularmente aquellos más dependientes de la energía. Ello a su vez genera una inflación que en algunas ocasiones alcanza doble dígito y obliga a los bancos centrales a endurecer su política monetaria. A ello se une las subidas de tipos de la Fed norteamericana que provoca salidas de capitales desde el universo emergente, particularmente de aquellos que cuentan con un mayor endeudamiento. Además, son vulnerables ante un entorno de desaceleración económica. **China** afronta un entorno difícil en el ámbito nacional e internacional. El Banco Central (PBOC) seguirá relajando las condiciones financieras, en un entorno de desaceleración económica, crisis inmobiliaria y con la inflación sorprendentemente controlada. **India** lidera el crecimiento económico, pero se ve afectada por su dependencia energética - petróleo y gas -, el aumento de la inflación y las subidas de tipos de su banco central. En **Brasil**, la subida de precio de las materias primas soft supone un balón de oxígeno, si bien una inflación muy elevada obliga a su banco central a subir los tipos de interés con fuerza. Además, las elecciones de octubre están muy polarizadas y posponen las decisiones de inversión. En definitiva, por el momento, **no recomendamos tomar posiciones en ningún país emergente.***

**China:** Revisamos ligeramente a la baja nuestras previsiones de PIB para 2022e, hasta +3,1% vs +3,3% anterior. El crecimiento económico en 2T fue peor de lo estimado (+0,4% a/a vs +1,5% BKTe). Además, los rebrotes del virus durante el mes de julio han provocado de nuevo el cierre de algunas ciudades, debido a la política "COVID Cero" del gobierno. Si bien, se han implementado **estímulos fiscales y monetarios** para impulsar el crecimiento de cara a final de año. Estos incluyen deducciones fiscales, exención temporal del pago de seguridad social, asistencia financiera, apoyo a las cadenas de suministros y nuevos proyectos de infraestructuras.

*China: Revisamos a la baja las previsiones de crecimiento hasta +3,1% 2022e desde +3,3% estimado anteriormente.*

A partir de 2023, la economía china debería retomar la senda del crecimiento. Estimamos +5,1% 2023e (vs +5,3% est. anterior) y +4,5% 2024e (vs +4,9% anterior), aunque lastrada todavía por 2 factores:

- **Menor crecimiento global**, que penalizará sus exportaciones, sobre todo a EE.UU. y Europa. Se verá además agravado por mayores tensiones geopolíticas, que están llevando a EE.UU. a reducir sus importaciones desde China en los últimos años. Actualmente, el 18% de las importaciones de EE.UU. vienen de China, lo que compara con niveles cercanos al 25% en 2017.
- El **sector inmobiliario** apunta a un aterrizaje suave, es decir, progresivo pero prolongado en el tiempo. Se estima que la construcción de vivienda tendría que reducirse en un 25% para acabar con la sobreoferta actual. Si bien, el gobierno ha puesto en marcha medidas para intentar amortiguar la caída. Estas se centran en facilitar la financiación tanto de promotores como de la demanda natural. Teniendo en cuenta que el sector representa el 15% del PIB chino (2020), de forma directa y en torno al 25% incluyendo efectos indirectos, estimamos un **impacto negativo del -1% anual** sobre el crecimiento económico del país **durante los próximos 5 años.**

Revisamos también a la baja nuestras previsiones de **inflación** hasta **+2,8% 2022e**, vs +3,0% estimado anteriormente. Menor consumo y elevadas reservas de petróleo están permitiendo contener las presiones inflacionistas.

*Inflación contenida en +2,8% 2022e.*

Una menor inflación, unida a la necesidad de estímulos para mantener el crecimiento económico, podría llevar al **PBOC** (banco central) a seguir **rebajando los tipos de interés en otros -10p.b.** hasta situar el tipo LPR a 5A en 4,20% a final de año, desde 4,30% actual. Esto permitiría dar soporte a un mercado **inmobiliario** en fase de reestructuración y desapalancamiento,

*El PBOC podría llevar a cabo nuevas rebajas de tipos este año.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

y que acumulan 12 meses consecutivos de caídas en precios de vivienda. La relajación de las exigencias de reservas a la banca por parte del PBOC, han evitado por el momento tensiones de liquidez y el riesgo sistémico parece controlado.

La fuerte **divergencia en política monetaria** con respecto a EE.UU. y Europa, unido a un menor atractivo de la deuda china, tras los *defaults* en el sector inmobiliario, llevarán al yuan a depreciarse algo frente a dólar y euro. Estimamos que el cambio se sitúe **entre 7,00/€ y 7,10/€** a dic-2022e, para posteriormente tender a normalizarse progresivamente en niveles próximos a 7,20/€.

**Brasil:** ha registrado una evolución económica más favorable que otros países de su entorno. En coherencia, el Bovespa sube +3,4% y el real brasileño se aprecia contra el dólar. Esta mejor evolución se explica, entre otros motivos, porque Brasil es uno de los principales productores del mundo de materias primas denominadas *soft*: café, azúcar, soja o carbón. Ello ha contribuido a que el crecimiento en 2T 2022 haya resultado mejor de lo esperado: en términos interanuales el PIB creció +3,2% vs +1,7% en el trimestre anterior. Destacó positivamente la evolución del consumo, impulsado por la fortaleza del empleo y ahorro acumulado, una mayor inversión privada y los planes de ayuda introducidos para los segmentos más pobres de la población, denominados "Auxilio Brasil". Además, el empleo también mejora: la Tasa de Paro en septiembre se situó en 9,1%, nivel mínimo desde 2016.

Lo razonable es que el PIB pierda algo de inercia en los próximos trimestres por un contexto menos benigno, definido por el endurecimiento de las condiciones financieras, las elecciones presidenciales que se celebrarán en octubre y una posible desaceleración económica global. Precisamente hacia esa dirección apunta el PMI Manufacturero: descendió a un mínimo de cuatro meses en agosto, hasta 51,9 desde 54,0 en julio. Por tanto, sigue en expansión económica, pero se aprecia una moderación. Aun con todo, y debido a la buena evolución en el primer semestre, **elevamos nuestra previsión de crecimiento de PIB** para este año hasta +2,1% (vs +0,7% anterior) y mantenemos +1,5% en 2023 (igual que anterior) y +2,0% en 2024.

Uno de los grandes desafíos que enfrenta Brasil, igual que el resto de países, es la **Inflación**. Alcanzó en agosto el nivel +8,7%. Está siendo más elevada y persistente de lo que se estimaba. Ello obliga al banco central a adoptar una política monetaria restrictiva: **el tipo de interés de referencia se sitúa actualmente en 13,75% y podría cerrar el año en 14,0%**. Esta decisión de tipos tiene impacto directo en la economía, porque endurece las condiciones financieras. Ello, unido a una inflación elevada, afecta al poder de compra de los consumidores y lastra la confianza, tanto de consumidores como empresarial, e impacta en crecimiento económico.

*Prevedemos depreciación del yuan. Rango estimado 7,00/7,10 frente al euro en 2022.*

*Brasil ha tenido una evolución más favorable que otros países, lo que se ha reflejado en la evolución del Bovespa y del Real Brasileño.*

*Elevamos nuestra previsión de crecimiento de PIB para este año hasta +2,1% (vs +0,7% anterior) y mantenemos +1,5% en 2023 y +2,0% en 2024.*

*La Inflación alcanza en agosto +8,7%, lo que obliga al banco central a aplicar una política monetaria restrictiva: el tipo de interés se sitúa en 13,75%.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

**El Déficit Fiscal en Brasil ha mejorado considerablemente.** De hecho, en el acumulado de doce meses hasta julio ha conseguido un superávit primario de +2,5% sobre PIB. Por tanto, es evidente el esfuerzo que ha realizado Brasil en la reconducción de sus cuentas públicas. Ello ha permitido una reducción de la Deuda Neta sobre PIB hasta 57,3%, desde 62,5% a cierre de 2020. La reconducción de sus cuentas públicas es una buena noticia, no obstante, es importante que continúe con la senda de la consolidación en un contexto de condiciones financieras menos acomodaticias.

Entre los principales riesgos que encuentra Brasil, se encuentran (i) las **elecciones presidenciales** que se celebrarán en octubre. Son unas elecciones muy polarizadas entre Lula Dasilva y Jair Bolsonaro. Por el momento, Lula Da Silva parte como favorito en las encuestas, si bien Jair Bolsonaro mejora posiciones, ayudado por el plan de ayudas a los más desfavorecidos. Esto generará incertidumbre hasta que exista un desenlace electoral. (ii) El alza de la **inflación** exige al banco central una fuerte subida de tipos de interés, algo que repercute directamente en el crecimiento de la economía. (iii) **Las subidas de tipos de interés en EE.UU. provocan una salida de flujos de capitales desde países emergentes.** También la fuerte apreciación del dólar este año. Aunque el real brasileño aguanta mejor que el resto de países de su entorno, la realidad es que en los últimos meses se está debilitando y la fortaleza del dólar supone un desafío.

**India: lidera el crecimiento económico, el cual se ha visto favorecido por la demanda doméstica y el alza de la inversión.**

En 2T 2022 (año fiscal) el PIB creció +13,5% en términos interanuales vs +4,1% en 1T 2022. Este nivel de crecimiento se produce a pesar de que el inicio de año ha sido complicado. Como el resto de países, India se ha visto afectada por el alza del precio de las materias primas, Ómicron, las disrupciones en las cadenas de suministro y un aumento de la inflación que ha obligado a su banco central a endurecer las condiciones de financiación. A pesar de todo ello, la economía crece con vigor y supera a la mayor parte de economías de su entorno. El PIB se vio impulsado por el Consumo Privado, al avanzar +25,9% y la Inversión, que crece +20,1%. Sin embargo, el Sector Exterior contribuyó negativamente, con las Importaciones creciendo con más ímpetu que las Exportaciones. De hecho, el Déficit Comercial alcanzó -27,978Bn\$ en agosto.

Además, a pesar de la complejidad del entorno internacional, **algunas actividades relacionadas con el Sector Industrial y de Servicios continúan evolucionando positivamente.** Buena muestra de ello son los PMIs, que se mantienen holgadamente por encima del nivel 50, que indicaría expansión económica. También la Producción Industrial evoluciona positivamente (+2,4% en julio), si bien se empieza a moderar afectada por las disrupciones en las cadenas de suministros ocasionadas por los cierres en China por restricciones de COVID-19. En este contexto, **mantenemos nuestra estimación de PIB en 2022 en +8,2%, en 2023 +7,0% y en 2024 +6,5%.**

Uno de los principales desafíos para India en este momento es la **fuerte dependencia de materias primas energéticas.** No obstante, está obteniendo precios de petróleo más atractivos. Además, se ve beneficiado del alza de otras materias primas, como el trigo. La agricultura es uno de los sectores que más contribuye a su PIB.

*Los principales riesgos son:*

*(i) las Elecciones*

*Presidenciales de octubre.*

*(ii) La elevada inflación y las subidas de tipos de su b.c.*

*(iii) El endurecimiento de la política monetaria en EE.UU. y la salida de flujos de capitales desde emergentes.*

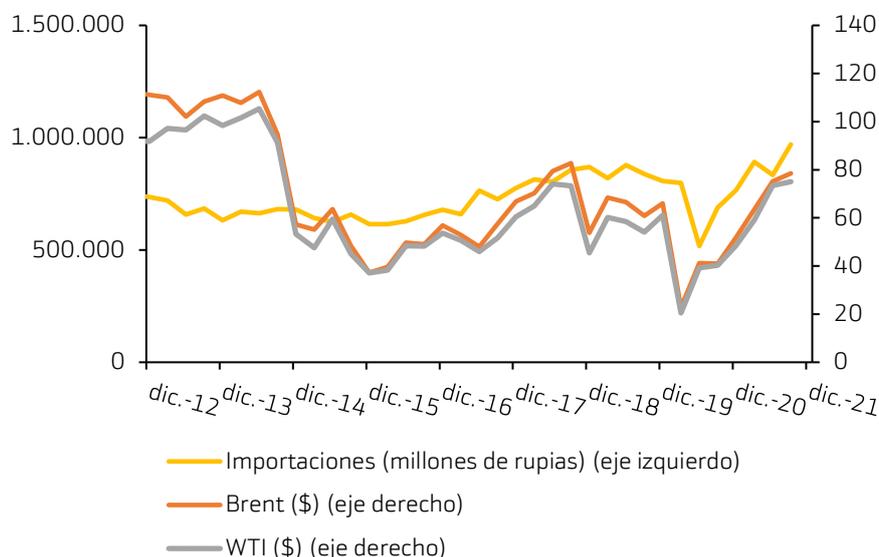
*India lidera el crecimiento económico, favorecido por la demanda doméstica y la inversión.*

*Además, algunas actividades relacionadas con el Sector Industrial y de Servicios evolucionan positivamente, como los PMIs.*

*En este contexto, mantenemos nuestra estimación de PIB en 2022 en +8,2%, en 2023 +7,0% y en 2024 +6,5%.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Gráfico 1.8: Evolución Brent (\$) e Importaciones (M rupias).



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

Como el resto de países, India sufre un fuerte **incremento de los precios**, motivado en gran parte por las materias primas y por las disrupciones en las cadenas de suministro. Aunque se ha moderado ligeramente, alcanza **+7,0% en agosto, nivel lejano al objetivo del banco central (+2%/+6%)**. Aun así, es inferior a otros países emergentes, que sufren niveles de precios de doble dígito. **En este contexto, reducimos ligeramente nuestra estimación de Inflación para este año en +7,0% (vs +8,0% anterior) y mantenemos la estimación para 2023 y 2024 en +6,0% y +5,0% respectivamente**. El Banco Central de India ha aplicado una política monetaria menos restrictiva que otros bancos centrales y ha sido más moderado a la hora de subir los tipos de interés: **el Tipo Director se sitúa en 5,90%**. No obstante, tendrá que seguir subiendo tipos para controlar el nivel de precios. **Estimamos que el Tipo Director cerrará 2022 en +6,0% (vs +5,5% anterior)**. En 2023 estimamos +5,50% y elevamos hasta 5,0% desde 4,50% en 2024.

Por tanto, India es uno de los países que registra un mayor crecimiento económico. Se espera que continúe evolucionando positivamente impulsado por el consumo y la inversión privada, que se dirige hacia India motivada por las reformas implementadas en el país en los últimos años. A pesar de ello, **India enfrenta diversos riesgos: desaceleración económica a nivel global, elevada inflación o endurecimiento de las condiciones financieras**. También, como al resto de emergentes, se ve afectado por las **salidas de capitales** motivadas por las subidas de tipos de la Fed. Por tanto, **por el momento, no recomendamos tomar posiciones en el país**.

*La Inflación se encuentra en +7,0%, nivel lejano al objetivo del b.c.*

*India es uno de los países que presenta un mayor crecimiento. Aun así, no está exento de riesgos, lo que nos lleva a no recomendar, de momento, tomar posiciones en el país.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2022)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	0,90/1,00	<p>Rebajamos nuestra previsión hasta un <b>rango de 0,90/1,00 €//\$ en 2022 y 2023</b>. Prevemos que será difícil recuperar la paridad en el corto plazo. Los fundamentales, en términos de <b>diferencial de crecimiento, tipos de interés y seguridad energética</b>, favorecen al dólar. Además, <b>los riesgos en Europa son superiores</b> por el menor margen de maniobra del BCE, el riesgo de fragmentación y mayor vulnerabilidad ante la crisis energética previsible durante el invierno. Más recientemente, el <b>aumento del riesgo geopolítico</b> tras las amenazas de Rusia, favorecen al dólar como divisa refugio por excelencia. Las elecciones <i>midterm</i> en EE.UU. tendrán poco impacto en esta legislatura, aunque podrían despejar el camino para una nueva candidatura de Trump en 2024 en el bando republicano.</p>	<p>Apreciatoria</p> 
Yen	137/145	<p>Una política monetaria expansiva unida a la decisión de no subir los tipos, opuesta al sesgo del resto de bancos centrales, se ha reflejado en 2022 en una depreciación del yen. <b>Esperamos que la divisa se estabilice en 4T para apreciarse suavemente en 2023 al haber descontado el aumento del diferencial de tipos frente a las principales divisas</b>. Muy recientemente, el <b>BoJ interviene</b> buscando frenar la depreciación de su divisa. Revisamos nuestras <b>estimaciones</b> para el <b>Euro Yen</b>: 2022 a 137,0/145,0 y; 2023 y 2024 a 135,0/140,0 (ant. 135,0/145,0 en 2022-2024). Esperamos que el <b>Dólar Yen</b> alcance 137,0/161,1 en 2022 (ant. 123,9/138,1), 135,0/155,6 en 2023 (ant. 120,5/134,4) y, también en 2024 (ant. 118,4/131,8).</p>	<p>Lateral =</p>
Franco Suizo	0,95/1,00	<p><b>El franco suizo se mantendrá apreciado hasta final de año</b>, actuando como activo refugio en un entorno de tensiones geopolíticas e incertidumbre económica. Además, se verá soportado por la reciente subida de tipos por parte del SNB (+75p.b. hasta +0,50%). Sin embargo, esperamos que el SNB seguirá subiendo los tipos, aunque menos que otros bancos centrales, para controlar la apreciación de la divisa. Con esto, revisamos el tipo de cambio a favor del euro (0,95/1,00 2022e, 1,0/1,05 2023e, 1,05/1,10 2024e).</p>	<p>Lateral =</p>
Libra	0,88/0,91	<p>La determinación del BoE para frenar la inflación, la menor dependencia energética de Rusia vs. la UEM y un mercado laboral más sólido deberían jugar a favor de la esterlina en próximos meses. La economía indudablemente ralentizará, pero los nuevos estímulos fiscales ofrecerán un balón de oxígeno para el Consumo. Sin embargo, <b>las perspectivas de un mayor endeudamiento y las dudas sobre la efectividad de dichos estímulos pesarán sobre la libra</b>. Por ello, establecemos un rango de 0,88/0,91 para 2022 (vs. 0,84/0,87 previo), 0,87/0,89 en 2023 (vs. 0,81/0,84 previo) y 0,84/0,87 en 2024 (vs. 0,80/0,83).</p>	<p>Lateral =</p>

## Estrategia de Inversión 4T 2022

## 2. España y Portugal.

## 2.1.- España: "La economía pierde vigor desde 3T 2022. Incertidumbres elevadas, mientras el objetivo principal sigue en doblegar la inflación."

La economía se debilita a partir del 3T 2022e (-0,3% t/t) ante: **(1) una inflación más elevada y persistente de lo anticipado** (de junio a agosto por encima del 10% a/a), que afecta a la capacidad adquisitiva de los hogares y los costes empresariales; **(2) el incremento de los costes de financiación**, para todos los agentes económicos (la política monetaria restrictiva continuará durante 2023); **(3) un ritmo inferior al esperado en la aplicación de los fondos europeos**; y **(4) la menor contribución a futuro del S. Exterior**.

Nuestras proyecciones de PIB para 2022e apuntan **+4,3% a/a (+0,3pp)** tras un primer semestre más fuerte del esperado (+1,5%t/t 2T 2022); ante la reapertura de la economía y a la expansión del S. Exterior, (especialmente del gasto turístico). Sin embargo, proyectamos descensos intertrimestrales en los dos últimos trimestres del ejercicio y revisamos a la baja 2023e hasta **+1,5% (-1,1pp)**, ante la menor contribución de prácticamente todos sus componentes (Consumo, Inv. Empresarial y S. Exterior). **Mantenemos el +2% para 2024e**, favorecido por la moderación de la inflación.

La inflación sigue siendo la principal variable a controlar. La moderación, más lenta y desde niveles más elevados, se sustenta en el mayor riesgo de recesión global, el impacto de las políticas monetarias restrictivas y un efecto base más favorable. **Estimamos para dic-2022e +8,5% a/a (+9,1% media anual); dic-23e +3,8% a/a (+5,5% media) y dic-2024e 2,2% (+2,5% media)**.

El mercado laboral superó los niveles pre-pandemia (Tasa de Paro 12,5% en 2T 2022), pero la **variación de parados (INEM) julio y agosto comienza a dar muestras de menor vigor**. El descenso del crecimiento nos conduce a estimar una vuelta a niveles del 13% dic-22 y 13,9% 2023e, 13,5% 2024e. **Las cifras de Déficit Público y Deuda/PIB siguen favorecidas a corto plazo** por el incremento de los ingresos impositivos (+19,4% hasta junio) y el mayor crecimiento del PIB nominal, por la inflación. A pesar de ello, **las vulnerabilidades al final del período de proyección se mantienen** (Déficit por encima del 3% y la deuda/PIB por encima del 115%).

Las incertidumbres macroeconómicas siguen siendo elevadas y los riesgos sesgados a la baja, especialmente para los países europeos (geopolítica y energía). Por ello, asignamos probabilidades frente al Esc. Central (60%); más sesgadas al Pesimista (30%) vs Optimista (10%). En 2022 hemos reducido el rango, tras el 1S del año +3,7% escenario Pesimista +4,7% Optimista. En 2023 el Escenario Pesimista apunta un PIB 2023e +0,8% (-0,9pp vs ant.) y +1,4% a/a y 2024e (-0,3pp). El escenario Optimista +2,3% a/a 2023e (-1,2pp vs ant.), +2,5% a/a 2024e (+0,2pp).

La actividad económica se verá debilitada progresivamente en los próximos meses por varios factores: **(1) una inflación más elevada y persistente de lo anticipado** (de junio a agosto se ha mantenido por encima del 10% a/a) y nos lleva a anticipar 9,1% a/a en media anual y 5,5% para 2023; **(2) el inicio del tensionamiento monetario** por parte del BCE (+50pb en julio, +75pb en septiembre) que se traslada a las distintas referencias de financiación para Hogares y Empresas; **(3) el menor ritmo en la ejecución de los fondos del NGEU** (obligaciones reconocidas netas del MRR ascendían a un 33,3% de lo presupuestado en julio); **(4) menor contribución del S. Exterior** (menor ritmo de crecimiento del S. turístico, tras la fuerte recuperación del 2T 2022, menor crecimiento de nuestros socios comerciales, frente balanza energética deteriorada).

Las cifras del 1S 2022 fueron revisadas al alza (+6,7% a/a y +6,8% a/a en el 1T y 2T 2022 respectivamente, frente al +6,3% a/a anticipado en ambos casos). La mejora se centra en el 2T 2022 (+1,5% t/t vs +1,1% t/t anticipado y desde -0,2% t/t del 1T revisado) ante la **reapertura de la economía** (tras la variante Ómicron y la huelga de transportes en el 1T 2022) y el **aumento de la contribución del S. Exterior** (Euro más débil y recuperación del Gasto turístico).

La actividad económica pierde vigor desde el 3T 2022

Partimos de un fuerte 2T 2022, por reapertura de la economía y gasto turístico

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Las series históricas también han sido revisadas por el INE en septiembre y los modelos de ajuste estacional y calendario. El crecimiento del PIB 2019 se ha situado en el +2% (una décima por debajo de la serie antes); 2020 la contracción fue del -11,3% (vs -10,8% ant.) y 2021 al alza +5,5% a/a (vs +5,1% a/a ant.). Tras estas revisiones, el nivel de recuperación en términos reales se encuentra todavía por debajo de 2019.

## Revisamos nuestras proyecciones a la baja a partir del 3T 2022.

En este entorno, hemos revisado nuestras estimaciones de PIB 2022e ligeramente al alza, hasta un +4,3% a/a (+0,3pp), ante la mayor contribución del 1S2022; pero implican descensos intertrimestrales a partir del 3T (-0,3% t/t) y 4T (-0,5% t/t).

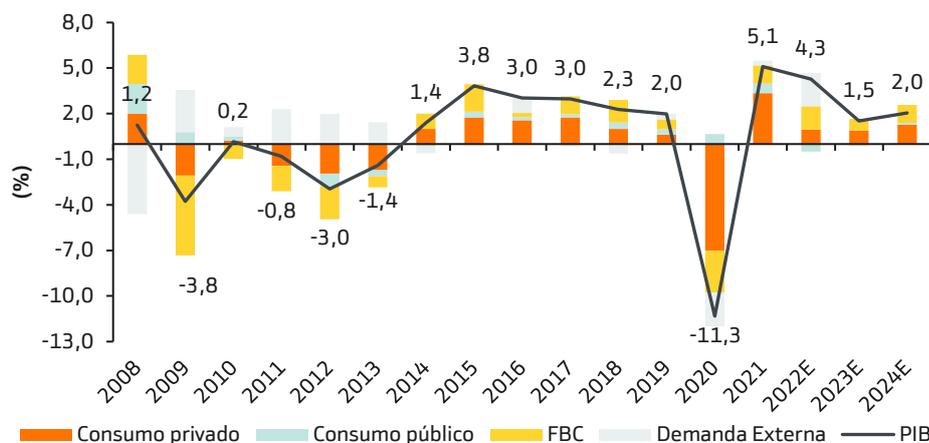
En 2023 revisamos al +1,5% a/a (-1,1pp), donde se acumulan los efectos restrictivos sobre Consumo, Inversión y el menor ritmo ya de recuperación del turismo internacional. Finalmente, en 2024 mantenemos el +2% a/a, ante la progresiva moderación en la inflación (y los costes energéticos), así como el traslado de inversiones que se hayan visto retrasadas.

Los riesgos a nuestro escenario central siguen sesgados a la baja, ante las medidas de restricción monetaria para doblegar la inflación y su impacto sobre el crecimiento; además, los riesgos geopolíticos y energéticos, especialmente para todos los países europeos.

PIB 2022e +4,3% a/a (+0,3pp, pero a la baja a partir del 3T 2022);  
2023e +1,5% a/a (-1,1pp)  
y 2024e +2% a/a

Niveles pre-pandemia se retrasa hacia el 4T 2023e, con riesgos a la baja

Gráfico 2.1.1. Evolución PIB por componentes, 2008r/24e



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

## Por componentes:

- La Inversión sigue contribuyendo al crecimiento, pero minora su potencial por tres factores: (1) el incremento de los tipos de interés; (2) los costes operativos (especialmente energéticos); y (3) la elevada incertidumbre.

Los fondos europeos siguen siendo un soporte al crecimiento inversor, pero a un ritmo de ejecución más lento del anticipado (a finales de julio las obligaciones reconocidas netas del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia ascendían a 9.488M€ un 33,3% de lo presupuestado para este año, aunque se había comprometido 13.605M€).

Nuestras estimaciones contemplan por tanto un impacto menor al anticipado anteriormente +1,1pp en 2022e y +0,7pp en 2023e (vs +1,6pp y +1,0pp ant.). Podemos asistir a un traslado de decisiones de inversión a ejercicios posteriores.

La Inversión modera su contribución al crecimiento, pero sigue contando con el apoyo de los NGEU

## Estrategia de Inversión 4T 2022

- **Sector Exterior, reducimos la contribución esperada en 2023** ante la ralentización del comercio internacional; el deterioro de la balanza energética y el menor ritmo de **recuperación del Turismo Internacional**. **Elevamos la contribución al PIB en 2022** +2,2 pp, en 2022e, tras la fortaleza del 1S 2022 y reducimos la de 2023e -0,1pp (vs +0,6pp estimado anterior) y -0,1pp en 2024e.
- **Consumo Privado bajo la presión** de la revisión al alza de las expectativas de inflación y la subida de los costes de financiación, que **deterioran el poder adquisitivo de los hogares**. La Tasa de Ahorro todavía por encima de la media histórica y la estabilidad del mercado laboral sirven de soporte. A pesar de ello, los Consumidores siguen empeorando sus niveles de Confianza hasta -31,7 en agosto (vs -28,5 en marzo, tras el inicio de la guerra y vs -8,4pp hace 12M). **En 2022e mantenemos +1,9% a/a y 2023e +1,6% a/a 2023e** (vs 1,9% ant.) **y 2,2% a/a en 2024e** (vs 1,7% a/a ant.) 2024e, ante la expectativa de reducción de la inflación.

*S. Exterior: menor ritmo de crecimiento internacional y deterioro de la Balanza Energética*

*Consumo Privado: Presión sobre el poder adquisitivo.*

*Soporte, la tasa de ahorro y estabilidad laboral*

### Doblegar la inflación, el centro de mira de los bancos centrales

Revisamos nuestras estimaciones de inflación al alza, hasta **+8,5% a/a 2022e** (desde +5% a/a ant.) tras tres meses (junio-agosto) por encima del 10% interanual; **3,8% a/a dic-23e** (desde +3,3% ant.) **y +2,2% a/a dic-24e** (desde +2,2% a/a ant.).

En términos de **media anual** supone un +9,1% a/a en 2022e (vs +7,4% ant.), +5,5% a/a en 2023e (vs +3,3%) y +2,5% a/a en 2024e (desde 2,3% a/a).

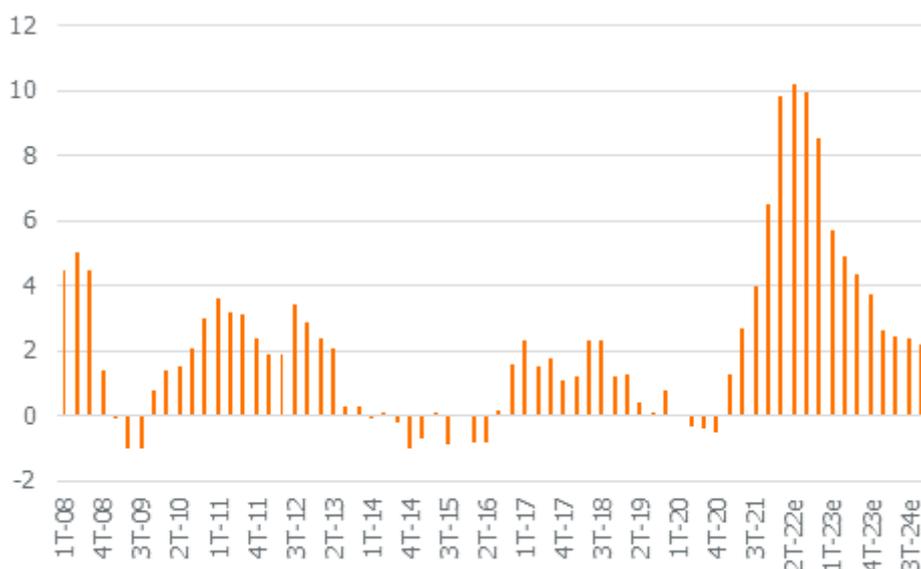
La **persistencia de las tensiones inflacionistas se ha trasladado ya a inflación subyacente**. Hasta agosto acumula una subida de +4,3pp en el año, que le ha situado en el **+6,4% a/a**.

El **último trimestre de 2022** debe suponer el **inicio de la moderación** (más lenta y desde un nivel más elevado del anticipado) por varios motivos: **(1) el impacto de unas políticas monetarias restrictivas** (el BCE comenzó con una subida de +50pb en julio y +75pb en septiembre); **(2) el incremento del riesgo de recesión global** que ha situado los precios del petróleo por debajo de 100\$/bbl. Los futuros de las principales materias primas apuntan moderación (con la excepción del gas); **(3) efecto comparación** con un último trimestre de 2021 cuando la inflación comenzó a acelerarse en España (del 4% al 6,5% a/a en el 4T 2021). Finalmente, unas expectativas de estabilización en el tipo de cambio, tras la depreciación del Euro en los últimos meses.

Sin embargo, será **más progresiva** ya que la **persistencia de las tensiones** en el tiempo ha trasladado la presión a otros factores productivos. El **suministro de gas ruso** en los próximos meses sigue siendo **un factor de elevada incertidumbre** para los precios (y el crecimiento) en Europa. Además, a lo largo del **año próximo deben ir revirtiendo las medidas de respuesta** a las consecuencias de la guerra (prorrogadas hasta diciembre 2022) o "la excepción ibérica" (iniciada en junio, por 12M)

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Gráfico 2.1.2 Evolución del IPC, 2008r/24e



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter.

### El mercado laboral, signos de estancamiento tras superar los niveles pre-pandemia

El mercado laboral superó la situación previa a la pandemia en el 1S2022, con una Tasa de Paro 12,5% en el 1S2022 vs 13,8% de dic-19. Con un **número de Ocupados por encima de los 20,4M** de trabajadores (frente a los 19,97M de 2019).

*La Tasa de Paro +12,5% 1S2022, mejoró los niveles pre-pandemia*

Sin embargo, **la variación de parados** de julio y agosto (+3mil y +40mil personas, INEM) **rompió la tendencia** de cinco meses de reducción.

Las menores expectativas de crecimiento trimestral (a partir del 3T 2022) y las presiones en costes, proyectan un **deterioro del entorno para la creación de empleo**.

Nuestras estimaciones apuntan a una **Tasa de Paro que retorna al 13% a final de año** (desde 12,5% del 1S 2022); 13,9% para 2023e y 13,4% 2024e.

### Déficit Fiscal y Deuda/PIB: dinámicas a corto plazo favorables, pero las vulnerabilidades se mantienen

A **corto plazo las dinámicas** para el Déficit y el ratio Deuda Pública/PIB siguen siendo **favorables**: (1) el Déficit Público se reduce respecto al ejercicio pasado (-2,27% hasta junio vs -4,51% en el mismo período del año anterior y -6,87% en dic-21), apoyado en el incremento de los ingresos impositivos (+19,4% hasta junio); (2) El mayor crecimiento del PIB nominal, por la inflación, favorece la moderación del ratio Deuda/PIB; (3) por último, el mantenimiento de la suspensión del Pacto de Estabilidad hasta 2023 (por cuarto año consecutivo) elimina la obligación de cumplir con el límite al 3% del déficit para el próximo ejercicio presupuestario.

**Proyectamos un Déficit para 2022 del -5,25%** (revisamos -25pb ante la buena evolución de la recaudación); **-4,5% para 2023e** (+50pb ante la revisión de las expectativas de crecimiento) **y mantenemos el +3,5% para 2024e**.

## Estrategia de Inversión 4T 2022

En términos de **Deuda Pública/PIB** proyectamos una reducción hasta 115,3% para 2022e (vs 116,6% ant.) ante la persistencia de los aumentos de precios sobre el PIB nominal; y más estable en siguientes 115,1% 2023e y 115,1% 2024e (115,2% ant. y 114,7% respectivamente), ya que a pesar de los mayores precios, la actividad se debilita especialmente en 2023e.

**Al final del período de proyección se mantiene las vulnerabilidades** para la economía en caso de nuevas necesidades de financiación en unas condiciones menos laxas que en los últimos años; el Déficit permanece por encima del 3% y la deuda/PIB por encima del 110%. **Las dinámicas a medio plazo deben contribuir a reducir el déficit estructural**, que permitan la reducción del apalancamiento de las AA.PP.

### Los precios de vivienda deberían entrar en fase de ajuste (-5% en 2 años).

Tras un a 2022 todavía al alza en precios de vivienda (+5% estimado), Deberían entrar en una fase de ajuste. **Prevedemos caídas del -3% 2023e y -2% en 2024e** (vs +1% y 0% estimado anteriormente). Esto, unido a incrementos salariales algo más elevados de lo habitual (>2%), en un entorno de elevada inflación, debería ser **suficiente para ajustar la sobrevaloración que apreciamos en relación con los salarios**. La relación entre precios de vivienda e ingresos familiares se encuentra en 8,3x, ligeramente por encima de la media histórica (20 años) de 7,5x, según datos del Banco de España.

Los **principales detonantes** de dicho ajuste serán:

- **Mayor coste de financiación hipotecaria.** El Euribor 12 meses ha pasado del -0,50% en diciembre de 2021 al +2,50% actual. Y las previsiones del mercado lo sitúan por encima del 3,4% en los próximos 12 meses. Esto se traduce en un incremento de más de 350€ al mes para un nuevo crédito hipotecario (144.000€ de media en España). Como consecuencia, la tasa de esfuerzo se elevará significativamente por encima de la media histórica del 35% (vs 33% a dic-2021).
- **Menor tasa de ahorro de los hogares.** La fuerte inflación en bienes de consumo básico, como energía y alimentación, reduce el poder adquisitivo de los hogares y, por tanto, lleva a menores tasas de ahorro. Los salarios se incrementan +2,2% en 2T (a/a), muy por debajo de la inflación (+10,5% en agosto).
- El fuerte repunte de TIR del bono español a 10 años supone un **menor atractivo a la inversión en vivienda para alquiler**. La rentabilidad bruta de la vivienda en alquiler se mantiene en torno al 3,7% de media en España, mientras la rentabilidad del bono español a 10A se incrementa de forma significativa (3,10% actual vs 0,55% dic-2021). De esta forma, el diferencial de rentabilidades se reduce hasta 60 puntos básicos, ya ligeramente por debajo de la media de los últimos 20 años (70p.b.).

Por otra parte, la **actividad inmobiliaria** debería enfriarse desde niveles máximos de 15 años (610k transacciones de vivienda 2022e). Prevedemos que retrocedan **un -18% en el plazo de 2 años**. (-13% en 2023e y -5% en 2024e), hasta estabilizarse a futuro en unas 500k transacciones al año.

Nuestras previsiones para España apuntan a un ajuste inferior al que prevé el BCE para el conjunto de la Eurozona. Estima que las subidas de tipos de interés llevarán a caídas del -9% en precios de vivienda y del -15% en transacciones de vivienda. [Link al BCE](#).

*Los precios de vivienda deberían entrar en fase de ajuste. Prevedemos -5% en 2 años.*

*Los principales detonantes serán:*

- *Mayor coste de financiación.*
- *Menor tasa de ahorro.*
- *Menor atractivo de la vivienda como inversión.*

*Las transacciones podrían caer -18% entre 2023 y 2024.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

## Escenarios Alternativos (Optimista y Pesimista): riesgos sesgados a la baja

La incertidumbre sobre las estimaciones sigue siendo muy elevada, especialmente sobre la intensidad y duración de las medidas para doblegar la inflación y su impacto sobre el crecimiento; además, los riesgos geopolíticos y energéticos siguen siendo elevados, especialmente para todos los países europeos. Por ello, si asignamos probabilidades el Escenario Central sería del 60% y los laterales más sesgados a la baja, el Pesimista 30%, vs 10% al Optimista.

Para 2023 destaca que el escenario Central actual se encuentra por debajo del Pesimista hace un trimestre (1,5% vs 1,7% ant.) y el Optimista actual por debajo del Central anterior (2,2% a/a vs 2,6% ant.). El escenario Pesimista limita el crecimiento esperado por debajo del 1% a/a.

El Escenario Optimista muestra un crecimiento estimado del PIB 2022e del +4,7% a/a (revisado a la baja un -0,2pp) y en 2023e +2,2% a/a (-1,3pp vs anterior), en 2024e +2,5% a/a estimado (+0,2 vs ant.).

El Escenario Pesimista supondría +3,7% en 2022 (revisado +1,1pp y reduciendo el rango de estimación tras el 1S 2022), +0,8% en 2023e (-0,9pp) y +1,4pp en 2024e (-0,3pp).

*Incertidumbre elevada.  
Riesgos sesgados a la baja,  
(más probabilidad al  
escenario Pesimista vs  
Optimista)*

*En 2023 el escenario Central  
actual se sitúa por debajo del  
Pesimista anterior (1,5% a/a  
vs 1,7% a/a)*

Tabla 2.1.1: Resumen de estimaciones 2019r/24e

España, cifras clave (%)	2022e			2023e			2024e		
	(Probabilidad Esc.: 30%/60%/10%) Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	3,7	<b>4,3</b>	4,7	0,8	<b>1,5</b>	2,2	1,4	<b>2,0</b>	2,5
Consumo Privado	1,8	1,9	2,0	1,3	1,6	1,8	1,4	2,2	2,9
Gasto Público	-2,4	-2,3	-2,3	-0,4	-0,1	0,2	-1,1	-0,9	-0,6
Formación Bruta Capital Fijo	4,2	5,2	6,3	2,5	3,7	4,0	4,3	5,4	5,0
Demanda interna (aportación)	1,7	2,1	2,3	1,3	1,6	2,0	1,5	2,1	2,6
Sector Exterior (aportación)	1,9	2,2	2,5	-0,5	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Déficit Público/PIB*</b>	-5,8	<b>-5,3</b>	-4,8	-5,5	<b>-4,5</b>	-3,5	-4,5	<b>-3,5</b>	-2,5
<b>Deuda/PIB*</b>	116,4	<b>115,3</b>	113,5	118,0	<b>115,1</b>	111,6	119,5	<b>115,1</b>	110,1
<b>Tasa de paro (EPA)*</b>	13,4	<b>13,0</b>	12,6	14,2	<b>13,9</b>	13,0	14,0	<b>13,5</b>	12,4
<b>IPC*</b>	9,1	<b>8,5</b>	7,9	4,7	<b>3,8</b>	2,8	3,4	<b>2,2</b>	2,1
<b>IPC (medio)</b>	9,2	<b>9,1</b>	9,0	6,4	<b>5,5</b>	4,6		<b>2,5</b>	

\* Datos a final de ejercicio

Fuente: datos INE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter

\*Datos a final de ejercicio.

Fuente: datos INE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter.

## Perspectiva sobre España

## Escenario Central

## Contexto Macro

- × **La economía pierde vigor a partir del 3T 2022** (-0,3% t/t)  
 PIB +4,3% 2022e (+0,3pp, tras fuerte 2T 2022 +1,5%t/t).  
 2023e +1,5% a/a (-1,1pp) y mantenemos para 2024e +2%  
 a/a, a medida que se modera la inflación esperada.

## Factores directores

- ✓ **La inflación es la principal variable a controlar.**
- ✓ **El BCE ha iniciado las subidas de tipos** (2 entre julio y septiembre) y continuará durante 2023

## Consecuencias prácticas

- La inflación presiona sobre la capacidad adquisitiva de los Hogares y los costes empresariales.
- Subidas de tipos, incrementa los costes de financiación
- **Factores de apoyo: el ahorro de los hogares, la Inversión cuenta con los fondos NGEU (que se están ejecutando más lento de lo esperado) y el gasto turístico.**
- **Los riesgos siguen sesgados a la baja** (en particular en Europa, los geopolíticos y energéticos)
- **Retos:** Ejecución de los fondos europeos y mejorar la productividad.

## Reacción del mercado

En **Renta Variable principal alternativa** en un entorno de recuperación e inflación más elevada  
**Los bonos:** reducción de los programas de compras del BCE, más presión en *spreads*.

## Estrategia recomendada

**En Bolsa,** exposición **selectiva a sectores defensivos** (Infraestructuras, Consumo Básico, *Farma* o *Telecom*) o refugio (como Energía o Defensa).  
**En Bonos,** rentabilidades al alza ante el final de los programas de compras del BCE y la continuación de las subidas de tipos.

## Estrategia de Inversión 4T 2022

**2.2.- Portugal: "Revisamos nuevamente al alza nuestras estimaciones de crecimiento gracias a un semestre de recuperación muy fuerte. Sin embargo, revisamos a la baja las cifras de los periodos siguientes teniendo en cuenta la situación de conflicto geopolítico y la posibilidad de recesión. Perspectiva moderadamente positiva para el conjunto del año y preocupación con el futuro."**

*Los primeros seis meses de 2022 quedan marcados por una fuerte recuperación, en el primer trimestre por un efecto de base y en el segundo por un fuerte repunte de la Demanda Externa. Por eso, revisamos al alza las estimaciones para economía en 2022. El mercado laboral sigue fuerte, con una Tasa de Paro cerca de los mínimos históricos y por debajo de las cifras europeas. El Turismo recupera los niveles previos a la pandemia. La incertidumbre geopolítica y la posibilidad de recesión son dos fuentes de preocupación que nos llevarán a adoptar un escenario más negativo en los próximos periodos.*

Portugal mantiene la tendencia de fuerte crecimiento en el 2T, ultrapasando ya los niveles de PIB registrados en 2019. Pero, estimamos que la desaceleración económica resulte en valores ligeramente por debajo del período previo a la pandemia ( $\approx 97\%$ ). El entorno macroeconómico sigue siendo difícil y guiado por la incertidumbre: se mantienen las tensiones geopolíticas, se aceleran las presiones inflacionistas, y los bancos centrales acentúan el tono *hawkish* y actúan de forma perentoria. La conjugación de estos tres factores afectan negativamente la economía y retrasarán el crecimiento económico en los próximos trimestres. A pesar de ello, estimamos que 2022 seguirá siendo un año de recuperación de la economía portuguesa.

*El 2T 2022 sigue la trayectoria de recuperación del PIB. La mejora en la balanza comercial y el efecto de base provocado por un período de 2020 muy perjudicado que no había recuperado totalmente, so los responsables por el repunte.*

**El PIB repunta +7,1% a/a en el 2T 2022**, contrastando con un período que fuera bastante perjudicado con restricciones en 2020 y que no había recuperado totalmente en 2021. Pero sufre una contracción intertrimestral (-0,01% t/t).

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

- (i) **El Consumo Privado impacta positivamente en el PIB: +4,2% a/a.** El repunte del Consumo Privado sigue en línea con el aumento del ahorro durante la pandemia. Todavía, registra la primera caída intertrimestral (-0,3%) desde inicios de 2021 y esperamos que la contracción del Consumo Privado se mantenga hasta el primer trimestre de 2023.
- (ii) **El Consumo Público vuelve a incrementarse en el 2T 2022, +1,4% a/a, pero redujo en términos intermensuales (-0,4%). En línea con nuestra previsión de mejora del Déficit hasta -2,2%** debido al aumento de la receta pública por el aumento de la inflación. **La estimación de Deuda Pública en % del PIB mejora ligeramente, pero sigue en niveles elevados.** El crecimiento más fuerte del PIB en 2022 nos hace mejorar ligeramente las estimaciones de Deuda Pública en % del PIB: 125,5% y 123,9%, en 2022 y 2023, respectivamente.
- (iii) **La Inversión vuelve a impactar positivamente el PIB: +3,4% a/a.** Sin embargo, comparando con el trimestre anterior, registra una caída e -4,3%. **En este entorno de subidas de tipos de interés, inflación elevada y disrupciones en las cadenas de suministros, la inversión a caer.** Aún que esta componente del PIB sea positivamente impactada por los Fondos Europeos, la incapacidad de ejecución del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia es el principal riesgo.
- (iv) **La Demanda Externa repunta nuevamente en el 2T 2022.** Las Exportaciones, que son las principales responsables por la cifra positiva de crecimiento del PIB, aumentan +26,8% a/a. **El Turismo sigue recuperando** y el número de dormidas ya ultrapasa las cifras

*El Consumo Privado registra una caída intertrimestra. Esperamos que la tendencia se mantenga hasta inicios de 2023.*

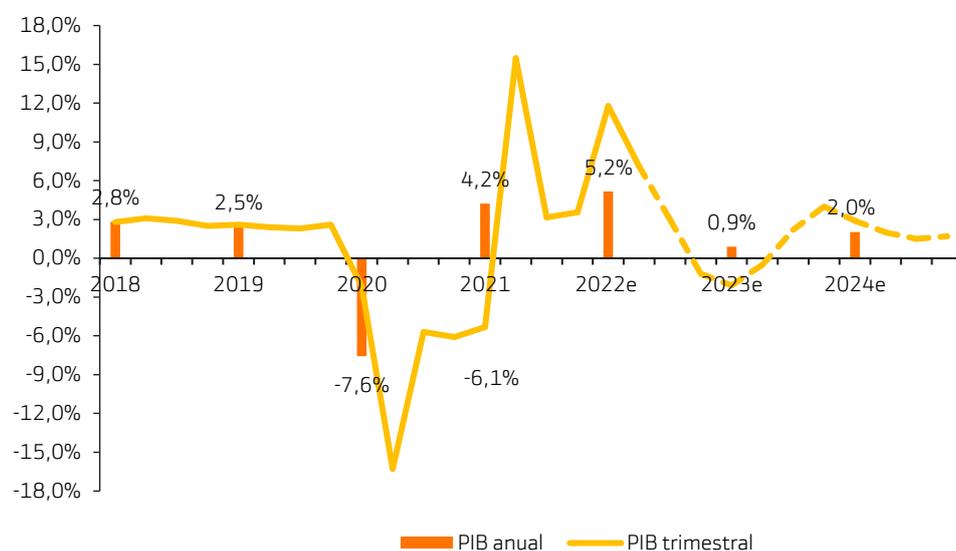
*La inversión recupera, pero la incapacidad de ejecución del MRR es el principal riesgo.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

de 2019. Sin embargo, las presiones inflacionistas en los productos energéticos y la posibilidad de crisis financiera en los principales partners comerciales de Portugal son los principales riesgos que pueden perjudicar la buena evolución de la Demanda Externa.

Portugal inició el año con una base 2021 perjudicada por duras y prolongadas restricciones. Teniendo en cuenta el fuerte crecimiento en los dos primeros trimestres de 2022 (impulsados principalmente por la Demanda Externa y un efecto de base), **revisamos al alza la estimación de crecimiento para el presente año hasta +5,2%** desde +4,5%. Sin embargo, la persistente tensión geopolítica y el compromiso de los bancos centrales de estabilizar el nivel de precios seguirán afectando la economía y retrasando el crecimiento. Por ello, **disminuimos nuestras estimaciones para 2023 y 2024 hasta +0,9%** (vs +1,8% anterior) y +2,0% (vs +2,3% anterior), respectivamente.

Gráfico 2.2.1. Portugal, PIB anual y trimestral



Fuente: Banco de Portugal. Elaboración: Análisis Bankinter

El año 2022 había empezado en Portugal con una inflación bien por de la registrada en UEM, pero con cifras elevadas históricamente. Sin embargo, la tendencia creciente en los niveles de precios acompañó la europea y la convergencia de que hablamos en la última estrategia trimestral se ha concretizado. En agosto, los valores fueron ya muy próximos (+8,9% en PT y +9,1% en UEM). En el segundo trimestre del año surgió una nueva fuente de tensión inflacionista que completa la triade. Primero, la persistencia de la invasión rusa de Ucrania sigue tensionando los precios de la energía – con los cortes sucesivos del abastecimiento de gas por parte de Rusia – y de las materias primas – con la escasez de esas materias. Segundo, los consecutivos aumentos de restricciones en China, por el compromiso de “Covid Zero”, provocan más disrupciones en las cadenas de abastecimiento, que pueden empeorar se estas medidas se tornan más frecuentes. Tercero, la debilidad del Euro resulta en un aumento de la inflación importada. Con este escenario de niveles de precios elevados, el BCE empezó las subidas de tipos. A pesar del tono *hawkish* que adoptó desde la reunión de banqueros centrales en Jackson Hole – la prioridad es estabilizar los precios –, en agosto, y la subida más agresiva en la reunión de septiembre, la actuación del BCE empezó tarde y el camino, ahora es más largo. Por eso, revisamos al alza **nuestras estimaciones de inflación en 2022 (+6,9% vs +6,5% anterior) y 2024 (3,0% vs 2,5% anterior)**. Teniendo en cuenta el contexto de incertidumbre geopolítica y de posible recesión, que resulta del endurecimiento de

*Las tensiones inflacionistas se mantienen elevadas. Las actuaciones de los bancos centrales para combatir la inflación pueden inducir la economía en una recesión. No estimamos que los niveles de precios se estabilicen cerca del objetivo del BCE durante el periodo estimado.*

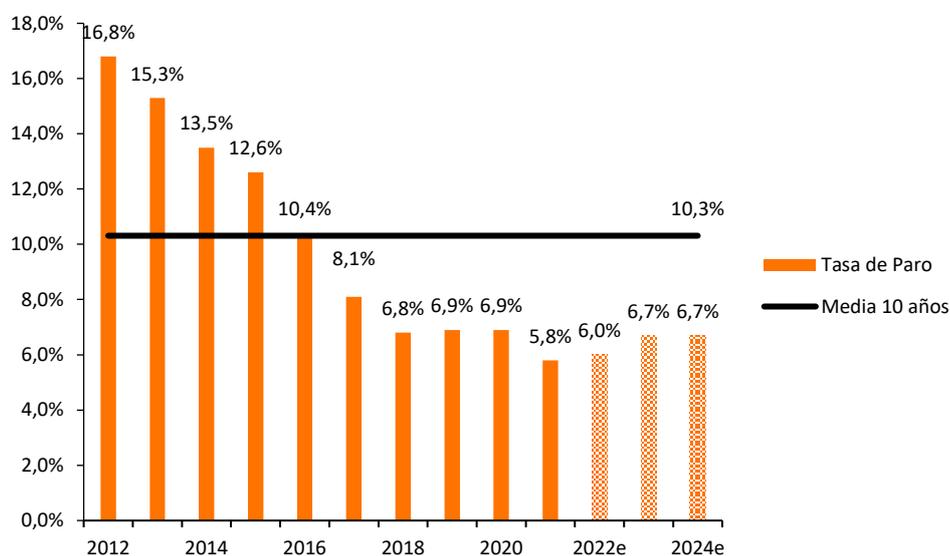
## Estrategia de Inversión 4T 2022

las políticas monetarias, no estimamos una estabilización de la inflación cerca de la cifra objetivo del BCE (+2%) durante el período estimado (2022-2024).

La buena evolución el mercado laboral en Portugal mantense en el 2T, con una Tasa de Paro que sigue cerca de los mínimos históricos y por debajo de la registrada en la UEM. Por ello, revisamos a la baja nuestras estimaciones en 2022 hasta 6,0% desde 6,2%. Por otro lado, esperamos que la desaceleración económica – inducida por los bancos centrales para combatir la inflación – y la incertidumbre por el conflicto en Ucrania, que se prolonga más de lo esperado inicialmente, afecten negativamente la actividad económica. Asimismo, revisamos al alza las estimaciones de Tasa de Paro para 2023 y 2024 hasta 6,7% en cada año (vs 6,4% en ambos años anteriormente).

*El mercado laboral se mantiene fuerte, con la Tasa de Paro cerca de mínimos históricos. El entorno macroeconómico adivina dificultades en el futuro.*

Gráfico 2.2.2. Portugal, Tasa de Paro



Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

En definitiva, la economía portuguesa vuelve a recuperar con fuerza en el 2T 2022, pero la elevada inflación, la disrupción en las cadenas de abastecimiento, la debilidad del Euro, y el endurecimiento de las políticas monetarias crían un entorno muy desfavorable. Teniendo en cuenta esta incertidumbre y la posibilidad de recesión, revisamos nuestras estimaciones en ese sentido. El **Turismo** supera ya las cifras de 2019, sin embargo, las posibles recesiones de los partners comerciales de Portugal y la inflación en la energía son obstáculos al desarrollo de una actividad crucial para el crecimiento del país. Además, el **Mercado Laboral** continua a demostrar su fortaleza, con la **Tasa de Paro** cerca del mínimo histórico y por debajo de las cifras europeas.

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Tabla 2.2.1. Economía Portuguesa, evolución 2022e/2024e

Portugal, cifras clave (%) (Probabilidad Esc. 30%/60%/10%)	2019	2020	2021	2022e			2023e			2024e		
				Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	2,7	-8,4	5,3	4,0	5,2	5,7	-0,5	0,9	1,6	1,5	2,0	2,9
Déficit Público/PIB*	-1,9	-8,7	-3,6	-2,7	-2,2	-1,5	-1,5	-1,0	0,1	-0,5	0,0	0,2
Deuda/PIB*	131,3	134,6	132,6	127,2	125,5	124,2	125,8	123,9	122,3	120,3	119,2	117,7
Tasa de paro*	6,9	6,9	5,8	6,5	6,0	5,8	7,1	6,7	6,3	7,0	6,7	6,5
IPC*	0,4	-0,2	2,7	7,9	6,9	6,0	5,7	4,5	4,0	4,0	3,0	2,0
PIB/PIB 2019	100,0	91,6	96,0		100,8			101,7			103,8	

\*Datos a final del ejercicio

Fuente: datos INE, BdP y estimaciones Análisis Bankinter

## Perspectiva sobre Portugal

## Escenario Central

## Contexto Macro

Portugal sigue una trayectoria de recuperación con un fuerte crecimiento más en el 2T 2022, tras un 2021 marcado por restricciones CV-19 y repunte en la Demanda Externa. Revisamos al alza las estimaciones de crecimiento económico hasta +5,2% (vs +4,5% anterior) en 2022, mientras revisamos a la baja el crecimiento en 2023 y 2024 y revisamos al alza las estimaciones de inflación en 2022.

El mercado laboral sigue mejorando y se encuentra cerca de mínimos históricos.

## Factores directores

La evolución del conflicto, la inflación, la actuación de los Bancos Centrales y la debilidad del Euro son los factores clave en los próximos meses.

## Consecuencias prácticas

La economía seguirá su recuperación en 2022, pero tendremos una caída del crecimiento en seguida. Las subidas de los tipos nos hacen cuestionar el ritmo de crecimiento y mantener estimaciones más conservadoras.

## Estrategia de Inversión 4T 2022

## 3. Ideas de inversión: Asignación de activos

Creemos que las caídas acumuladas en los índices han recogido ya en buena parte el impacto negativo del actual escenario macroeconómico y que, por tanto, los ajustes de bolsas a la baja empiezan a ser cada vez menos probables. De hecho, en nuestras valoraciones establecemos un valor objetivo para el S&P-500 de 3.671 puntos (nivel muy próximo al actual) lo que implica que el mercado americano ya está descontado en su cotización el actual entorno económico y de tipos de interés. Atendiendo a los principios de inversión de Benjamin Graham, aplicamos un Margen de Seguridad que establecemos en el 5% (nivel de 3.500 del S&P-500) como el nivel para empezar a tomar posiciones de los inversores más dinámicos y de un 10% (nivel de 3.300 de S&P-500) como nivel de compra incluso para los perfiles conservadores.

Para ver una recuperación sólida y sostenible de los mercados debemos estar atentos a la evolución de tres factores fundamentales. Necesitamos ver que: 1) las expectativas de BPAs (beneficios empresariales) demuestren ser estables y razonablemente fiables; 2) las previsiones macroeconómicas dejen de revisarse a la baja y 3) que se clarifique tanto el ritmo como sobre todo el nivel hasta dónde se van a producir las subidas de tipos por parte de la Fed y el BCE.

En valoraciones, nuestro escenario central apunta a potenciales de revalorización muy ajustados en EE.UU. (S&P500 +0,4%) y con cierto margen en el resto de las geografías (EuroStoxx-50 +13%; Ibex-35 +20%;). Sin embargo, la tendencia de las bolsas vendrá marcada (como casi siempre) por el mercado americano. El peso que tiene EE.UU. en los índices globales es muy relevante (entorno al 70% del MSCI World) y, por tanto, será EE.UU. el que marcará el cambio a mejor del apetito inversor y, en consecuencia, la recuperación a nivel global.

CONTEXTO ECONÓMICO

Desde el punto de vista geopolítico, la situación lejos de mejorar se empieza a enquistar en el frente bélico con el anuncio la semana pasada por parte de Rusia de una "movilización militar parcial" que supone la posible incorporación a filas de hasta dos millones de reservistas y con alusiones directas al potencial uso de armas nucleares. Tal y como habíamos previsto, resulta cada vez más probable que el conflicto armado se prolongue en el tiempo en una guerra de desgaste y que provoque el aislamiento total de Rusia como economía, con el consiguiente impacto directo en los costes de la energía (petróleo y gas) y otras materias primas como las alimentarias.

*El ciclo económico se ve presionado a la baja y el entorno de inflación y crecimiento se deterioran respecto al que esperábamos el trimestre anterior.*

A nivel económico, la nueva situación implica que pasamos de un mundo unipolar a otro bipolar. Desaparece la globalización y vamos hacia una regionalización. En este contexto, el ciclo económico se ve fuertemente presionado a la baja y el entorno de inflación y crecimiento se deterioran claramente con respecto al que esperábamos el trimestre anterior (con algunos países/regiones llegando a entrar puntualmente en recesión económica en algunos trimestres). En cuanto a la elevada inflación, nuestro escenario central es que en el 2S2022 alcanzaremos el "pico" de los precios y que una progresiva normalización se irá produciendo a lo largo de 2023 (entendiendo por normalización un rango de IPC entre el 3% y el 4% para final del año en Europa y en EE.UU.).

Por otro lado, la totalidad de los grandes bancos centrales se encuentran ya claramente inmersos en un proceso de subidas de tipos de interés (con mayor o menor agresividad) con el objetivo principal de atajar la inflación y pese a ser conscientes de que estas políticas hawkish/duras provocarán un freno en el crecimiento económico aún mayor del que ya estamos viviendo.

*Los bancos centrales se encuentran claramente inmersos en el proceso de subidas de tipos.*

En concreto la Reserva Federal de EE.UU., la semana pasada volvió a elevar sus tipos +75pb, hasta 3,00/3,25% y revisó estimaciones de inflación al alza (el PCE lo sitúan en +5,4%, +2,8% y +2,3% para 2022, 2023 y 2024, cuando la previsión de junio estaba en +5,2%, +2,6% y +2,2%). y de crecimiento a la baja (la estimación de PIB se encuentra en +0,2%, +1,2% y

## Estrategia de Inversión 4T 2022

+1,7% para 2022, 2023 y 2024, cuando la previsión de junio estaba en +1,7%, +1,7% y +1,9%).

El BCE por su parte, en su reunión de principios de septiembre, subió los tipos de referencia en +75p.b. (Depósito: +0,75% desde 0,00% ant y Director +1,25% desde +0,50% ant). Al igual que la Fed, el escenario macro que se dibujó fue: **Inflación:** Significativa revisión al alza. IPC promedio +8,1% en 2022, (vs +6,8% anterior), +5,5% en 2023 (vs +3,5% ant.) y +2,3% en 2024 (vs +2,1% ant.). **PIB:** Crecimiento a la baja para 2023-2024. PIB en 2022 +3,1% (vs +2,8% ant.), +0,9% en 2023 (vs +2,1% ant.) y +1,9% en 2024 (vs +2,1% ant.).

Esta situación ha llevado a un **repunte generalizado en las TIRes de los bonos a 10A** que ha sido especialmente significativo en el caso del T-Note y en el de algunos países periféricos de la UEM como Italia. Nuestra previsión es que este ajuste no ha finalizado aún y que por tanto en 2023 veremos las tires de los bonos en niveles aún más elevados.

*Nuestra previsión es que en 2023 veremos las tires de los bonos en niveles aún más elevados.*

### MERCADOS Y ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

Todos los mercados acumulan caídas significativas en lo que va de año y la pregunta que debemos hacernos es: ¿Hasta qué punto está descontado en la cotización de los índices el actual contexto económico y de tipos de interés?

Tal y como veremos más en detalle en los siguientes apartados, creemos que **las caídas acumuladas en los índices han recogido ya en buena parte el impacto negativo del actual escenario** macroeconómico y que, por tanto, **los ajustes de bolsas a la baja empiezan a ser cada vez menos probables.**

*Creemos que las caídas de los índices han recogido ya en buena parte el impacto negativo del actual escenario macro.*

De hecho, en nuestras valoraciones establecemos un **valor objetivo para el S&P-500 de 3.671 puntos** (nivel muy próximo al actual) lo que implica que el mercado americano ya está descontado en su cotización el actual entorno económico y de tipos de interés. Atendiendo a los principios de inversión de Benjamin Graham, aplicamos un **Margen de Seguridad<sup>3</sup>** que establecemos en el **5% (nivel de 3.500 del S&P-500)** como el nivel para empezar a tomar posiciones de los inversores más dinámicos y de un **10% (nivel de 3.300 de S&P-500)** como nivel de compra incluso para los perfiles conservadores.

Dicho esto, creemos también que **para ver una recuperación sólida y sostenible de los mercados debemos estar atentos a la evolución de tres factores fundamentales.** Necesitamos ver que:

*Debemos estar atentos a la evolución de tres factores fundamentales: BPAs, previsiones macro y bancos centrales.*

1) las **expectativas de BPAs** (beneficios empresariales) demuestren ser estables y razonablemente fiables; En este sentido, señalar que en EEUU el consenso de mercado espera para S&P-500 un crecimiento del BPAs para 2023 de +8%. Aunque no descartamos la posibilidad de algún ajuste a la baja que podría llevar el crecimiento al entorno del 5%-7%, lo que no esperamos es que se produzca una revisión agresiva a la baja de las cifras;

2) las **previsiones macroeconómicas** dejen de revisarse a la baja (tanto por parte de los organismos internacionales -FMI, OCDE, CE- como de los bancos centrales). Creemos que los mercados estarán en modo "esperar y ver" e irán más que nunca evolucionando en función de los datos macro que

<sup>3</sup> De acuerdo con los principios de inversión de Benjamin Graham, el margen de seguridad se define como la diferencia entre el precio de un activo financiero (cotización de mercado) y su valor intrínseco.

## Estrategia de Inversión 4T 2022

se publiquen *-data dependant-* (especialmente de inflación, pero también de crecimiento, empleo e índices de confianza)

3) por último, que se clarifique tanto el ritmo como sobre todo el nivel hasta dónde se van a producir las **subidas de tipos** por parte de la Fed y el BCE (y por tanto a partir de qué momento podemos esperar una estabilización de las tasas de interés y el final de las políticas monetarias agresivas/*hawkish* de los principales bancos centrales).

En cuanto a **rangos de exposición**, reiteramos los porcentajes que establecimos el pasado 1 de agosto en todos los perfiles: 5% de exposición para los perfiles más defensivos y 45% para los más agresivos.

*Reiteramos los porcentajes de exposición establecidos el pasado 1 de agosto.*

Tabla 3.1. Exposición recomendada a Renta Variable según Perfil de Riesgo

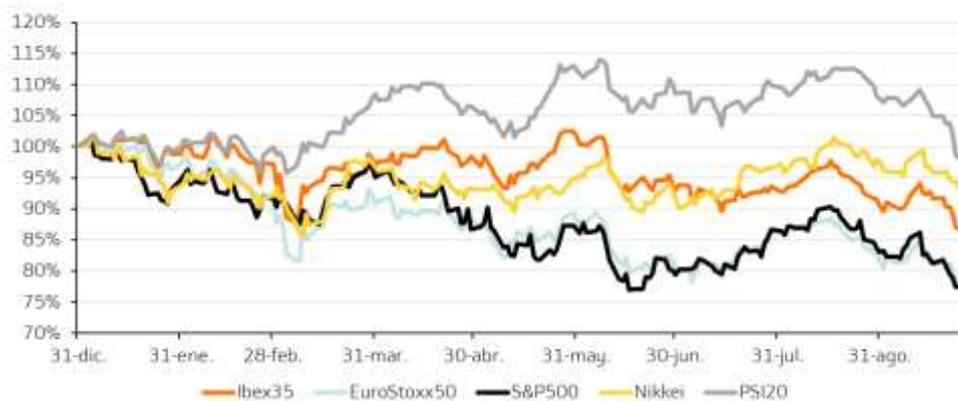
Perfil	Exposición recomendada a Renta Variable (%)
DEFENSIVO	5%
CONSERVADOR	10%
MODERADO	20%
DINÁMICO	30%
AGRESIVO	45%

## VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

El último trimestre nos dejó una imagen de ida y vuelta en los mercados. El 3T 2022 comenzó con cierto optimismo, pero sin demasiado sustento. El mercado descontaba una Fed menos agresiva y obligada a recortar los tipos de interés en 2023. Sin embargo, el contexto cambió a raíz de la reunión de banqueros centrales en **Jackson Hole** y de la **inflación americana**.

*3T 2022: Intento de recuperación y posterior retroceso.*

Gráfico 3.1. Evolución Índices principales en 2022



Fuente: Bloomberg

Tras estas dos fechas clave, el rumbo del mercado viró por completo entrando de nuevo en *bear market* (S&P500). Hasta que el entorno no cambie a mejor en términos de BPAs, tipos, crisis energética, macro... Creemos oportuno adoptar una **postura más conservadora de cara a las valoraciones**. Además, cobra aún más sentido en un **entorno de volatilidad e incertidumbre generalizada**. De hecho, el grado de incertidumbre que manejan los consejeros de la Fed en sus proyecciones (PIB, Desempleo, PCE, PCE Subyacente) alcanza el nivel máximo (rango 0-1). Esto también se puede observar en la dispersión en el diagrama de puntos (tipos de interés previstos) de cara a 2024.

*La incertidumbre sigue siendo la nota dominante.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Las valoraciones se revisan al alza tras trasladar nuestra valoración a diciembre de 2023 vs diciembre de 2022 anterior. Esto implica asumir BPAs y niveles de rentabilidad de los bonos previstos para 2023.

*Establecemos los potenciales de cara a 2023.*

Esta revisión al alza implica unos BPAs de consenso que muestran un ligero crecimiento en 2023, aunque podrían sufrir ajustes a la baja en función de la evolución del contexto macroeconómico. En contraposición, la rentabilidad prevista para los bonos en 2023 se incrementa. Una rentabilidad más alta del bono, junto a una prima de riesgo superior a la media histórica, da como resultado unas tasas de descuento más exigentes.

Nuestro escenario central apunta a potenciales de revalorización muy ajustados en EE.UU. (S&P500 +0,4%) y con cierto margen en el resto de las geografías (EuroStoxx-50 +13%; Ibex-35 +20%). Sin embargo, la tendencia de las bolsas vendrá marcada por el mercado americano. El peso que tiene EE.UU. en los índices globales es muy relevante (entorno al 70% del MSCI World). Además, el ajuste en BPAs va más rápido en EE.UU., que en Europa que aún no descuenta un ajuste en BPAs debido al duro contexto que afronta en invierno. Por tanto, **EE.UU. marcará el cambio a mejor del apetito inversor y, en consecuencia, la recuperación a nivel global.**

*El mercado americano marca la tendencia.*

Tabla 3.2. Potenciales de bolsas a diciembre 2023

Índice	Actual	Objetivo	Potencial Fair Value vs. Actual	Bono 10A	WACC		
						PER 23	PER 24
S&P-500	3.693	<b>3.671</b>	<b>-0,6%</b>	4,3%	7,1%	15,1x	13,9x
Eurostoxx 50	3.368	<b>3.776</b>	<b>+12,1%</b>	3,0%	9,1%	11,0x	10,4x
Ibex-35	7.565	<b>9.017</b>	<b>+19,2%</b>	3,8%	9,6%	11,7x	10,6x
Nikkei	26.432	<b>32.483</b>	<b>+22,9%</b>	0,3%	5,9%	17,1x	15,8x
PSI	5.447	<b>6.174</b>	<b>+13,4%</b>	3,9%	9,5%	11,9x	11,6x

Fuente: Bloomberg

La bolsa americana se encuentra prácticamente en nuestro precio objetivo para 2023. Por tanto, los riesgos a la baja disminuyen progresivamente. De acuerdo con los principios de inversión de Benjamin Graham, **aplicamos un margen de seguridad a nuestras estimaciones.** Fijamos dos niveles para el S&P500 que conforman una banda en la que consideramos adecuado empezar a construir cartera en función del perfil del cliente. El primer punto de entrada lo fijamos con un margen de seguridad del 5%, lo que en términos de índice supondría **3.500 puntos**. En este nivel, los clientes con perfiles más dinámicos empezarían a tomar posiciones, incrementándose si se produjeran recortes adicionales. El segundo nivel lo marcamos con un margen de seguridad del 10% o, lo que es lo mismo, **3.300 puntos**. En este punto, los clientes con perfiles más moderados/defensivos empezarían a tomar posiciones. **Dentro de esta banda (3.500/3.300) consideramos que los riesgos a la baja empiezan a ser asumibles y nos parece una zona razonable para empezar a tomar posiciones de cara a 2023/2024.** En estos niveles, el binomio rentabilidad/riesgo compensa, ya que el mercado americano se encuentra actualmente cotizando en niveles de PER '22e 16,4x y PER '23e de 15,0x frente a una media histórica de los últimos 20 años cercana a 20x, lo que consideramos un margen de seguridad suficiente.

*Aplicamos un margen de seguridad. Esta banda supone una zona razonable para empezar a tomar posiciones.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

METODOLOGÍA

Para establecer los objetivos, empleamos el **método de valoración Top Down de PER objetivo**. Adicionalmente, en el caso del Ibex-35 y PSI-20 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 2023E.
- **Las tasas de descuento** aumentan para todos los índices, con la excepción del Nikkei 225 ya que el bono de referencia se encuentra intervenido. Se componen de: (i) **Prima de riesgo**. Establecemos un rango de 5 niveles de riesgo aplicados sobre la media histórica (siendo 1 el nivel de menor riesgo y 5 el de mayor riesgo). Para EE.UU. aplicamos un nivel de riesgo intermedio (3 sobre 5) mientras que en el resto de mercados consideramos un nivel de riesgo alto (4 sobre 5), solo un nivel por debajo de nuestro máximo. (ii) **Bono a 10 años** estimado a final del año 2023.

Establecemos tres escenarios: central, favorable y desfavorable, en función de los rangos de crecimiento de los BPAs y el bono a 10 años. Esto supone para cada índice un ajuste sobre el escenario central de +5%/-5% en el caso de los BPAs y -25pb/+25pb de rentabilidad en el caso de los bonos. Resultando la combinación +5% BPA/-25pb de rentabilidad en el escenario optimista y -5% BPA/+25pb de rentabilidad en el escenario pesimista.

*Mantenemos tres escenarios: Central, Favorable y Desfavorable.*

VALORACIONES POR ÍNDICE

**S&P-500:** Nuestra previsión es de **3.671 puntos para diciembre de 2023 (anterior 3.414; +7,5%)**, que implica un **potencial de +0,4%**. En el escenario central, asumimos un aumento de BPA 2023e de +8,8% en línea con el consenso de mercado. Consideramos una rentabilidad estimada para el T-Note a final de año de 4,25% vs 4,0% anterior. Nuestra valoración implica un **PER implícito de 15,1x** sobre el BPA 2023.

*S&P-500: 3.671 puntos, en el escenario central.*

*Potencial de +0,4% hasta dic-23.*

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **4.019 y 3.351 puntos** respectivamente, que implican retrocesos de +10% y -8%.

Tabla 3.3. Análisis de sensibilidad S&P 500

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		4,75%	4,50%	4,25%	4,00%	3,75%
BPA vs Consenso	-10%	3.055	3.175	3.304	3.445	3.597
	-5%	3.225	3.351	3.488	3.636	3.797
	0%	3.395	3.528	<b>3.671</b>	3.827	3.997
	5%	3.565	3.704	3.855	4.019	4.197
	10%	3.734	3.881	4.039	4.210	4.397

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

## Estrategia de Inversión 4T 2022

**EuroStoxx-50:** Estimamos un nivel de **3.776 puntos a diciembre 2023 (anterior 3.321; +14%)**, que implica un **potencial de +13%**. En el escenario central, asumimos un aumento de BPA 2023e de +2,5% en línea con el consenso de mercado. Consideramos una rentabilidad estimada del bono de referencia (utilizamos un sintético de los bonos soberanos de los diferentes países prorrateados en función de su ponderación en el índice) para final de año de 2,98% vs 2,48% anterior, lo que implica una rentabilidad del Bund de +2,5% vs 2,0% anterior. Nuestra estimación supone un **PER 2023e de 11,0x**.

*EuroStoxx50: 3.776 puntos, en el escenario central.*

*Potencial de +13% hasta dic-23.*

En los **escenarios favorable y desfavorable** son **4.083 y 3.485 puntos** respectivamente, lo que implica potenciales/retrocesos de +22% y +4%.

Tabla 3.4. Análisis de sensibilidad EuroStoxx-50

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,48%	3,23%	2,98%	2,73%	2,48%
BPA vs Consenso	-10%	3.211	3.302	3.398	3.500	3.608
	-5%	3.389	3.485	3.587	3.694	3.809
	0%	3.568	3.669	<b>3.776</b>	3.889	4.009
	5%	3.746	3.852	3.964	4.083	4.210
	10%	3.925	4.036	4.153	4.278	4.410

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

**Ibex-35:** 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 *Top Down*, asumimos un aumento de BPA 2023e de +2,0% en línea con el consenso de mercado. Consideramos una rentabilidad estimada para el bono a final de año de 3,8% vs 3,3% anterior. En consecuencia, nuestro escenario central establece un precio objetivo de **9.017 puntos (anterior 8.201, +10%) para diciembre de 2023**, que implica un **potencial de +20%**. Este nivel supone un **PER 2023e implícito de 11,7x**.

*IBEX35: escenario central 9.017 puntos*

*Potencial de +20% hasta dic-23.*

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **9.587 y 8.464 puntos** respectivamente, lo que implican potenciales/retrocesos de +28% y +13%.

Tabla 3.5. Análisis de sensibilidad Ibex-35

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		4,30%	4,05%	3,80%	3,55%	3,30%
BPA vs Consenso	-10%	7.927	8.018	8.115	8.217	8.326
	-5%	8.367	8.464	8.566	8.674	8.788
	0%	8.807	8.909	<b>9.017</b>	9.131	9.251
	5%	9.248	9.355	9.468	9.587	9.713
	10%	9.688	9.800	9.919	10.044	10.176

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

## Estrategia de Inversión 4T 2022

**PSI-20:** De la misma forma 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. En el *Top Down*, asumimos un aumento de BPA 2023e de +8,7% en línea con el consenso de mercado. Consideramos una rentabilidad estimada del bono a final de año de 3,9% vs 3,2% anterior. En consecuencia, nuestro escenario central establece un precio objetivo de **6.174 puntos (anterior 5.806; +6%) para diciembre de 2023**, lo que implica un potencial de +14%. Este nivel supone un PER 2023 implícito de 11,90x.

Los escenarios favorable y desfavorable son 6.564 puntos y 5.796 puntos respectivamente, lo que implican potenciales/retrocesos de +21% y +7%.

*PSI20: 6.174 puntos, en el escenario central.*

*Potencial de +14% hasta dic-23.*

Tabla 3.6. Análisis de sensibilidad PSI-20

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		4,40%	4,15%	3,90%	3,65%	3,40%
BPA vs Consenso	-10%	5.429	5.491	5.557	5.626	5.700
	-5%	5.730	5.796	5.866	5.939	6.017
	0%	6.032	6.101	<b>6.174</b>	6.251	6.333
	5%	6.334	6.406	6.483	6.564	6.650
	10%	6.635	6.711	6.792	6.877	6.967

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

**NIKKEI:** Estimamos un precio objetivo de **32.483 puntos a diciembre 2023 (anterior 27.500; +18%)**, que implica un potencial de revalorización de +23%. Asumimos un crecimiento de BPA 2023e de +3,2% en línea con el consenso de mercado. Nuestra previsión de rentabilidad del bono soberano se mantiene en 0,30%. Nuestra valoración implica un PER 2023e de 17,1x.

Los escenarios favorable y desfavorable son 34.107 y 30.859 puntos respectivamente, lo que implican potenciales/retrocesos de +29 % y +17%.

*NIKKEI: 32.483 puntos, en el escenario central.*

*Potencial de +23% hasta dic-23.*

Tabla 3.7. Análisis de sensibilidad Nikkei 225

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		0,60%	0,45%	0,30%	0,15%	0,00%
BPA vs Consenso	-10%	27.760	28.478	29.234	30.032	30.874
	-5%	29.302	30.060	30.859	31.700	32.589
	0%	30.845	31.642	<b>32.483</b>	33.369	34.305
	5%	32.387	33.225	34.107	35.037	36.020
	10%	33.929	34.807	35.731	36.706	37.735

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Tabla 3.8. Tabla detallada de nuestras valoraciones para bolsas de cara a diciembre 2022.

S&P 500	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	4,00%	4,25%	4,50%
2.- Inc. BPA 2023e (1)	+14,2%	+8,8%	3,4%
Precio Objetivo (2)	4.019	<b>3.671</b>	3.351
Precio Objetivo Anterior (3)		3.414	
Cotización 26/09/2022		3.655	
Potencial (%)	+9,9%	<b>+0,4%</b>	-8,3%
PER Implícito (5)	15,8x	15,1x	14,5x

EUROSTOXX-50	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A (4)	2,73%	2,98%	3,23%
2.- Inc. BPA 2023e (1)	+7,7%	+2,5%	-2,6%
Precio Objetivo (2)	4.083	<b>3.776</b>	3.485
Precio Objetivo Anterior (3)		3.321	
Cotización 26/09/2022		3.343	
Potencial (%)	+22,2%	<b>+13,0%</b>	+4,3%
PER Implícito (5)	11,4x	11,0x	10,7x

NIKKEI	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	0,30%	0,30%	0,30%
2.- Inc. BPA 2023e (1)	8,3%	3,2%	-2,0%
Precio Objetivo (2)	34.107	<b>32.483</b>	30.859
Precio Objetivo Anterior (3)		27.500	
Cotización 26/09/2022		26.432	
Potencial (%)	+29,0%	<b>+22,9%</b>	+16,7%
PER Implícito (5)	17,1x	17,1x	17,1x

IBEX-35	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	3,55%	3,80%	4,05%
2.- Inc. BPA 2023e (1)	+7,1%	+2,0%	-3,1%
Precio Objetivo (2)	9.587	<b>9.017</b>	8.464
Precio Objetivo Anterior (3)		8.201	
Cotización 26/09/2022		7.509	
Potencial (%)	+27,7%	<b>+20,1%</b>	+12,7%
PER Implícito (5)	11,8x	11,7x	11,5x

PSI-20	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	3,65%	3,90%	4,15%
2.- Inc. BPA 2023e (1)	+14,1%	+8,7%	+3,2%
Precio Objetivo (2)	6.564	<b>6.174</b>	5.796
Precio Objetivo Anterior (3)		5.806	
Cotización 26/09/2022		5.416	
Potencial (%)	+21,2%	<b>+14,0%</b>	+7,0%
PER Implícito (5)	12,1x	11,9x	11,8x

(1) BPAs de consenso ajustados según estimaciones Bankinter detalladas en las páginas anteriores.

(2) Cálculos con cierre 26 de septiembre de 2022. Precio objetivo a dic-2023. Calculado según método PER Objetivo.

(3) Cálculos a junio de 2022.

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

(5) Per Implícito respecto a BPA 2023 de consenso ajustado según estimaciones Bankinter detalladas en las páginas anteriores.

## Estrategia de Inversión 3T 2022

Tabla 3.9. Cifras de consenso de mercado de los beneficios empresariales y PER entre 2012r/2023

S&P 500	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e
PER(x)	13,6x	15,3x	17,2x	19,0x	19,2x	19,9x	18,2x	19,2x	26,1x	17,4x	16,4x	15,0x
BPA (\$)	101	107	112	109	109	123	151	152	123	210	223	243
% var	n.d.	+6,0%	+4,8%	-3,4%	+0,4%	+12,9%	+22,5%	+0,9%	-19,0%	+70,5%	+6,4%	+8,8%
% revisión vs ant. <sup>(1)</sup>											-2,1%	-2,3%
EUROSTOXX-50	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r <sup>(2)</sup>	2020r <sup>(2)</sup>	2021r	2022e	2023e
PER(x)	14,9x	19,0x	18,9x	22,7x	17,4x	15,7x	16,8x	14,8x	26,5x	12,8x	10,0x	9,8x
BPA (€)	162	147	166	152	173	222	201	233	124	261	333	342
% var	n.d.	-9,2%	+13,0%	-8,7%	+14,1%	+28,3%	-9,4%	+15,8%	-46,9%	+111,2%	+27,7%	+2,5%
% revisión vs ant. <sup>(1)</sup>											+6,0%	+4,5%
NIKKEI	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e
PER(x)	18,3x	18,5x	17,6x	21,4x	19,9x	14,8x	16,4x	19,1x	25,9x	15,1x	14,4x	14,0x
BPA (JPY)	498	734	879	897	851	1.365	1.357	1.134	876	1.746	1.836	1.894
% var	n.d.	+47,4%	+19,7%	+2,1%	-5,2%	+60,5%	-0,6%	-16,5%	-22,7%	+99,4%	+5,2%	+3,2%
% revisión vs ant. <sup>(1)</sup>											+3,1%	-0,5%
IBEX-35	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r <sup>(2)</sup>	2020r <sup>(2)</sup>	2021r	2022e	2023e
PER(x)	20,1x	14,5x	19,1x	22,4x	16,3x	15,1x	13,8x	13,4x	735,9x	13,3x	9,9x	9,7x
BPA (€)	378	600	546	476	535	681	697	683	10	563	757	772
% var	n.d.	+58,5%	-8,9%	-12,9%	+12,4%	+27,3%	+2,3%	-1,9%	-98,5%	n.r.	+34,4%	+2,0%
% revisión vs ant. <sup>(1)</sup>											+3,8%	-0,9%
PSI-20	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e
PER(x)	34,2x	-18,7x	94,7x	33,6x	25,9x	25,7x	14,0x	16,6x	22,1x	17,1x	11,3x	10,4x
BPA (€)	152	-322	67	164	183	198	385	308	202	317	477	519
% var	n.d.	n.r.	n.r.	+144,5%	+11,2%	+8,4%	+94,2%	-20,0%	-34,3%	+56,9%	+50,5%	+8,7%
% revisión vs ant. <sup>(1)</sup>											+7,2%	+6,0%

(1) Variación del consenso de Bloomberg respecto a junio 2022

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

BPAs 2022e/2023e: cifras de consenso de mercado (sin ajustes Bankinter)

PER 2012/2021 con cotización media de los índices

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg

Datos a 26/09/2022

## Estrategia de Inversión 4T 2022

## 4. Estrategia en Bonos: El viento sopla en contra de los bonos. La clave está en mantener el riesgo de duración bajo y la calidad crediticia elevada.

"Más vale prevenir que curar".

Erasmus de Róterdam

*El viento sopla en contra de los bonos – tipos de interés reales negativos, liquidez a la baja & volatilidad en niveles de pandemia –. Los **bancos centrales** (BCs) avisan de la que se avecina: Embridar la **Inflación** es un proceso largo ¿2024? y doloroso ¿recesión?, pero abogan por endurecer aún más la política monetaria - **tipos más altos durante bastante tiempo** ¿dic. 2023? -. El riesgo de **recesión** va "in crescendo", pero los bonos no sirven de refugio porque el **tono hawkish**/duro de los BCs y la **Inflación** pesan como una losa sobre las **valoraciones**. Nuestro objetivo primordial es **minimizar daños** (asumir el mínimo riesgo posible) por eso reiteramos nuestra recomendación de: (1) mantener el **riesgo de Duración bajo** (sensibilidad a los tipos de interés reducida), (2) **priorizar el crédito IG (alta calidad crediticia)** porque los balances son sólidos, la probabilidad de impago a medio plazo es reducida y la rentabilidad/TIR parece atractiva en términos relativos (vs soberanos) y (3) **evitar bonos High Yield/baja calidad** ante el deterioro previsto en las **métricas de riesgo/capacidad de pago** de las empresas más endeudadas.*

**Tipos de interés:** Los bancos centrales/BCs avisan de la que se avecina. Embridar la **Inflación** es un proceso largo ¿2024/2025? y doloroso ¿recesión?, pero abogan por endurecer aún más la política monetaria (tipos al alza & reducción de balance/liquidez). Encarecer el **coste de financiación**, no resuelve los desequilibrios de **Oferta** (energía/materias primas y cuellos de botella), pero aminora la **Demanda** (Consumo e Inversión) y pesa como una losa sobre el **Inmobiliario** (actividad & precios). A priori, la estrategia tiene sentido, porque el **riesgo** de no actuar a tiempo parece más elevado ¿**estanflación?**, pero tiene **efectos secundarios** – Empleo, PIB & Beneficios empresariales a la baja –.

La Fed (EE.UU.) quiere evitar un escenario macro como el vivido en los **años 70 & 80** – Inflación desbocada, bajo crecimiento y tipos de interés prohibitivos –. Salvo excepciones como **China** – CV19, crisis inmobiliaria & tensión geopolítica con Taiwán/EEUU - o **Japón** (IPC en 3,0% con el Yen en mínimos), la mayoría de BCs avanzan en la misma dirección de la Fed. El mercado ya no duda sobre la **estrategia**/determinación de los BCs para frenar la Inflación y anticipa **tipos más altos durante bastante tiempo** ¿dic. 2023? De hecho, los futuros sobre tipos de interés, dan por sentado un nivel de tipos/Fed Funds en EE.UU. de 4,2% para dic. 2022 (vs 3,00%/3,25% actual), +2,0% en el tipo de Depósito del BCE (vs 0,75% actual) y +4,0% en el tipo de referencia del BoE (vs 1,75% actual).

**Visión de Mercado:** El riesgo de **recesión** va "in crescendo", pero los bonos no sirven de refugio. El **diferencial de tipos 2/10 A** en EE.UU. ronda -55,5 pb, la **crisis energética** de la UEM no tiene fácil arreglo ¿interrupciones de suministro en invierno? y **China** crece a un ritmo de apenas +0,4% en 2T 2022. En este entorno, los bonos registran un **sell-off** no visto desde los años 90 (-18,0% YTD en el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate) porque: (1) El **tono hawkish**/duro de los BCs y la **Inflación** (+9,9% en Reino Unido, +9,1% en la UEM, +8,3% en EE.UU...) pesan como una losa sobre las **valoraciones**. La TIR del Bund alemán a 10 A escala hasta 2,10 % (+228 pb YTD) con el T-Note americano en 3,93% (+242 pb YTD). Los bonos **periféricos**, lo tienen aún más difícil a pesar del plan anti-fragmentación/TPI del BCE, porque sus **fundamentales** (Deuda/PIB & Déficit) tienden a deteriorarse más rápido (vs Alemania). El BTP italiano alcanza 4,55% (+338 pb YTD) y el 10 A español 3,29% (273 pb YTD) y;

*Los bancos centrales atisban un entorno complicado: Bajo crecimiento & tipos más altos durante bastante tiempo (¿dic. 2023?)*

*La Fed quiere evitar un escenario como en los 70/80 (Inflación desbocada, bajo crecimiento y tipos de interés prohibitivos).*

*El riesgo de recesión va "in crescendo" pero los bonos no sirven de refugio porque la subida de tipos & la Inflación pesan como una losa sobre las valoraciones.*

## Estrategia de Inversión 4T 2022

(2) los BCs tienen **margen de maniobra** para endurecer "sustancialmente" las **condiciones financieras**. La **Tasa de Paro** de las principales economías es muy baja y los **Salarios** crecen a ritmos históricamente altos ¿**efectos de segunda ronda sobre el IPC?** Eso parece, así que es improbable que los BCs suavicen el tono y aumente el **apetito inversor** antes de ver un cambio claro a mejor en la evolución de la Inflación ¿ **finales de 2022?**

**Estrategia de inversión:** El viento sopla en contra de los bonos – **tipos de interés reales** negativos, **liquidez** a la baja & **volatilidad** en niveles de pandemia -, por eso nuestro objetivo primordial es **minimizar daños** (asumir el mínimo riesgo posible).

Reiteramos nuestra recomendación de: (1) mantener el **riesgo de Duración bajo** (sensibilidad a los tipos de interés reducida), (2) **priorizar el crédito IG** (bonos corporativos de alta calidad) porque las **métricas de riesgo** son buenas – Deuda/Ebitda bajo & cobertura de intereses alta – la probabilidad de default/impago a medio plazo es reducida y la rentabilidad/TIR es atractiva en términos relativos (vs bonos soberanos) y (3) **evitar High Yield/baja calidad** crediticia ante el endurecimiento de las condiciones financieras y el previsible deterioro en las **métricas de riesgo/capacidad de pago** de las empresas más endeudadas (presión en márgenes, perspectiva de beneficios & cash Flow a la baja y costes de financiación al alza).

Como referencia, la TIR media de los **bonos americanos AAA** (máxima calidad) con vencimiento a 2 años ronda 4,35% (5,6% con rating BBB/*Investment Grade*). En la **UEM**, las rentabilidades no son tan altas porque el diferencial de tipos con EE.UU. es elevado y las métricas de riesgo son mejores (diferenciales de crédito inferiores). Así, la TIR media a 2 Años de las compañías AAA alcanza 2,45% (3,30% con rating BBB).

**Nuestros sectores favoritos** son: (1) **bancos**, especialmente europeos, porque son los principales beneficiados del aumento en los tipos de interés, las ratios de capital superan holgadamente las exigencias regulatorias y tienen exceso de liquidez. Lo normal en un entorno de tipos al alza, es ver una expansión en los márgenes del negocio típico que permite afrontar un incremento en el coste del riesgo/CoR (provisiones) y (2) **sectores defensivos** con flujos de caja estables como **salud & consumo básico** y/o negocios cuya explotación disfruta de contratos de gestión a largo plazo (**infraestructuras**).

*Los BCs tienen margen de maniobra para subir tipos porque la Tasa de Paro es muy baja y los Salarios crecen a ritmos históricamente altos.*

*El viento sopla en contra de los bonos – tipos reales negativos, liquidez a la baja y volatilidad en niveles de pandemia -*

*Nuestro objetivo primordial es minimizar daños (asumir el mínimo riesgo posible).*

*Reiteramos nuestra recomendación de (1) mantener el riesgo de Duración bajo, (2) priorizar el crédito/IG (alta calidad crediticia) y (3) evitar HY (baja calidad)*

*Nuestros sectores favoritos: Bancos, Salud, Consumo Básico e Infraestructuras*

## 5.- Temática Trimestral: Las elecciones americanas de medio mandato

*Las elecciones de medio mandato se celebran a los dos años de que un presidente haya sido elegido en las urnas. En estas elecciones se renuevan los asientos del Congreso, un poco más de un tercio del Senado y 36 de los 50 gobernadores del país. Se celebran el próximo 8 de noviembre y apuntan a un reparto de las dos Cámaras que conforman el poder legislativo americano. En este reparto los demócratas podrían conservar el Senado, ya que someten a renovación menos asientos que los republicanos (14 vs 21), mientras que las encuestas dan como favorito a los republicanos para conseguir la mayoría en el Congreso. Los demócratas aun perdiendo el control del Congreso, lo que les limitaría a proponer nuevas leyes, ya han aprobado medidas fiscales a largo plazo que no podrán paralizar los republicanos. A fin de cuentas, estas elecciones ofrecen la visión sobre qué es lo que opinan ambos partidos y qué reformas plantean en un futuro.*

**¿Qué son las elecciones de mitad de mandato?** Son elecciones que se producen cada 2 años en Estados Unidos. En ellas se renueva la configuración de las 2 Cámaras que ostentan el poder legislativo de los EE.UU.: el Senado y la Cámara de Representantes (Congreso). En estas elecciones se vota a la totalidad de los 435 miembros de la Cámara de Representantes, algo más de 1/3 del Senado (35 asientos de 100) y, adicionalmente, 36 gobernadores de los 50 Estados del país.

**¿Cómo es la composición de las Cámaras?** El Senado o Cámara Alta del Congreso consta de 100 miembros, 2 por cada Estado, independientemente de su población. La Cámara de Representantes (a la que nos referimos también como Congreso) consta de 435 miembros, que representan a sus jurisdicciones territoriales en función de la población (menos amplias que los Estados).

**¿Cuáles son los poderes de cada Cámara?** La función del Senado es aprobar las leyes propuestas por el Congreso. Más en detalle, y entre otros poderes, el Senado vota sobre los "impeachments" de miembros del Gobierno o del poder judicial (propuestos por la Cámara de Representantes), se aprueban tratados o acuerdos con otros países, además de cualquier nombramiento de miembros del Gobierno o del poder judicial. Adicionalmente en esta Cámara se pueden abrir investigaciones especiales sobre el Gobierno. Por su parte, el Congreso propone leyes, resoluciones o "impeachments" para que posteriormente sean aprobadas en el Senado. Más allá de esto, el poder más diferencial del Congreso subyace en la **aprobación de la política fiscal** (la subida o bajada de impuestos).

**¿Cuál es la situación actual?** Actualmente ambas Cámaras están bajo dominio demócrata. La composición del Senado es de 48 demócratas, 50 republicanos y 2 independientes (que votan a favor de los demócratas). En caso de empate, la vicepresidenta, en este caso, Kamala Harris, podría votar, decantando la balanza hacia el lado demócrata. En las próximas elecciones del 8 de noviembre se renuevan 35 miembros, correspondientes a un tercio de la Cámara, de los cuales 21 son republicanos y 14 son demócratas. En el Congreso, el reparto es 221 representantes demócratas y 214 republicanos. Para obtener la mayoría en esta Cámara cada partido debe conseguir, al menos, 218 asientos.

**¿Qué dicen las encuestas?** Actualmente apuntan a un reparto de las Cámaras. Los demócratas retendrían el control del Senado mientras los republicanos recuperarían el Congreso. Las encuestas dan más probabilidad de victoria a los demócratas en el Senado, ya que defiende menos asientos que los republicanos (14 demócratas vs 21 republicanos) con un 70% de probabilidad. En el Congreso, las encuestas dan como favorito a los republicanos para recuperar el control de la Cámara con una probabilidad del 69%. (Datos a 26/09/2022).

**¿Cuáles son los temas más importantes?** Las principales áreas de interés en estas elecciones son energía, política exterior y política fiscal, entre otros. Adicionalmente, otro tema importante de estas elecciones es la investigación que hay abierta contra el expresidente Donald Trump. Si este saliese impune, se podría presentar a las próximas elecciones presidenciales dentro de dos años como representante republicano.

## Estrategia de Inversión 4T 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 2022 y 2024.

España, cifras clave (%)	2019	2020	2021	2022e			2023e			2024e		
				Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
(Probabilidad Esc.: 30%/60%/10%)												
PIB (a/a)	2,0	-11,3	5,5	3,7	4,3	4,7	0,8	1,5	2,2	1,4	2,0	2,5
Consumo Privado	1,1	-12,3	4,6	1,8	1,9	2,0	1,3	1,6	1,8	1,4	2,2	2,9
Gasto Público	1,9	3,5	2,9	-2,4	-2,3	-2,3	-0,4	-0,1	0,2	-1,1	-0,9	-0,6
Formación Bruta Capital Fijo	4,5	-9,7	4,3	4,2	5,2	6,3	2,5	3,7	4,0	4,3	5,4	5,0
Demanda interna (aportación)	1,6	-9,1	5,2	1,7	2,1	2,3	1,3	1,6	2,0	1,5	2,1	2,6
Sector Exterior (aportación)	0,4	-2,2	0,3	1,9	2,2	2,5	-0,5	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Déficit Público/PIB*	-2,9	-11,0	-6,9	-5,8	-5,3	-4,8	-5,5	-4,5	-3,5	-4,5	-3,5	-2,5
Deuda/PIB*	95,5	120,4	118,3	116,4	115,3	113,5	118,0	115,1	111,6	119,5	115,1	110,1
Tasa de paro (EPA)*	13,8	16,1	13,3	13,4	13,0	12,6	14,2	13,9	13,0	14,0	13,5	12,4
IPC*	0,8	-0,5	6,5	9,1	8,5	7,9	4,7	3,8	2,8	3,4	2,2	2,1
IPC (medio)	0,4	-0,7	5,8	9,2	9,1	9,0	6,4	5,5	4,6		2,5	

\* Datos a final de ejercicio

Fuente: datos INE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter

## Estrategia de Inversión 4T 2022

Portugal, estimaciones de los principales indicadores y desglose del PIB. Escenarios Optimista, Central y Pesimista entre 2022 y 2024.

Portugal, cifras clave (%)	2019	2020	2021	2022e			2023e			2024e		
				Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
(Probabilidad Esc. 30%/60%/10%)												
PIB (a/a)	2,7	-8,4	5,3	4,0	5,2	5,7	-0,5	0,9	1,6	1,5	2,0	2,9
Déficit Público/PIB*	-1,9	-8,7	-3,6	-2,7	-2,2	-1,5	-1,5	-1,0	0,1	-0,5	0,0	0,2
Deuda/PIB*	131,3	134,6	132,6	127,2	125,5	124,2	125,8	123,9	122,3	120,3	119,2	117,7
Tasa de paro*	6,9	6,9	5,8	6,5	6,0	5,8	7,1	6,7	6,3	7,0	6,7	6,5
IPC*	0,4	-0,2	2,7	7,9	6,9	6,0	5,7	4,5	4,0	4,0	3,0	2,0
PIB/PIB 2019	100,0	91,6	96,0		100,8			101,7			103,8	

\*Datos a final del ejercicio

Fuente: datos INE, BdP y estimaciones Análisis Bankinter



### Carteras Modelo de Acciones Españolas



### Carteras Modelo de Acciones Europeas



### Carteras Modelo de Acciones USA

Valores Seleccionados	Cartera Análoga	Precio Inicial	Dividendo	Precio Final	Variación
Microsoft	Microsoft	110,40		110,38	-0,02%
Walmart	Walmart	39,50		42,10	6,58%
MasterCard	MasterCard	266,50		272,27	2,16%
Microsoft	Microsoft	110,40		110,38	-0,02%
Alibab	Alibab	94,10		87,01	-7,54%
Facebook	Facebook	103,00		104,33	1,29%
Home Depot	Home Depot	207,97		212,03	1,92%
Procter & Gamble	Procter & Gamble	104,80		110,04	4,96%
Coca-Cola	Coca-Cola	50,20	0,40	52,00	3,58%
Walt Disney	Walt Disney	173,20		179,00	3,35%
Target	Target	80,80		80,40	-0,49%
McDonald's	McDonald's	207,60		210,77	1,53%
Carlyle Group	Carlyle Group	407,00		422,93	3,90%
Walt Disney	Walt Disney	173,20	0,80	183,01	5,66%
Intuitive Surgical	Intuitive Surgical	54,70	0,35	55,40	1,28%
Amazon	Amazon	1893,00		1866,70	-1,39%
Google	Google	1982,80		2116,00	6,72%
Apple	Apple	197,80		211,00	7,18%
Colgate Palmolive Co.	Colgate Palmolive Co.	71,87		73,70	2,54%

### Carteras Modelo de Acciones Dividendo

Empresa	ISIN	Dividendo	Fecha	Dividendo																
Amgen	US0000121108	0,15	10/10/10	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Amgen	US0000121108	0,15	10/10/10	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Amgen	US0000121108	0,15	10/10/10	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15

## Estrategia de Inversión 4T 2022

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

## Compañías del Ibex-35

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	PER			BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div22e	ROE			EV/EBITDA 2022e	DFN/FFPP (Último)	P/V			Recomend.	P. Objetivo
						2021	2022e	2023e	2021	2022e	Var.%	2023e	Var.%		2022e	2023e	2022e			2023e	2021/21	2022e		
<b>Ibex-35</b>	7.422,1	-5,7	-5,9	-14,8	498.721	Negativo	10,1 x	10,4 x	57.244	49.583	n/r	48.102	n/r	4,1%	11,8%	15,1%	15,8%	15,5x	1,8 x	3,9 x	2,1 x	1,8 x		
Acciona Energía	39,40	-5,2	-4,9	+20,9	12.972	29,6 x	18,0 x	20,3 x	362	719	99%	638	-11%	1,7%	7,4%	13,1%	10,8%	9,2x	0,4 x	32,6 x	2,4 x	2,2 x	Comprar	48,90
ACS	22,49	-0,6	+1,3	-4,6	6.492	10,2 x	8,5 x	8,1 x	701	764	9%	799	5%	7,7%	18,0%	16,8%	16,6%	4,2x	0,4 x	2,1 x	1,5 x	1,5 x	Comprar	30,70
Acerinox	8,31	-3,2	-7,9	-27,0	2.158	5,4 x	2,8 x	6,0 x	572	767	34%	357	-53%	6,0%	10,0%	28,6%	12,3%	1,8x	0,2 x	1,4 x	0,8 x	0,7 x	Comprar	11,30
AENA	108,60	-4,0	-11,2	-21,8	16.290	Negativo	n/r	20,7 x	-60	390	n/r	787	102%	1,9%	22,1%	6,0%	11,3%	16,7x	1,2 x	3,7 x	2,5 x	2,3 x	Neutral	134,40
Amadeus	45,56	-10,0	-13,4	-23,6	20.525	-610,6 x	28,9 x	19,1 x	-44	710	1514%	1.073	51%	1,0%	33,3%	16,9%	22,6%	13,6x	1,0 x	8,2 x	4,9 x	4,3 x	Comprar	70,00
Acciona	184,00	-6,7	-5,7	+9,5	10.094	27,8 x	22,4 x	17,4 x	332	450	36%	579	29%	2,3%	9,1%	9,9%	11,9%	7,9x	1,0 x	1,5 x	2,2 x	2,1 x	Comprar	230,20
BBVA	4,64	-5,8	+3,4	-11,6	29.656	7,5 x	6,2 x	6,0 x	4.652	4.786	3%	4.940	3%	4,3%	9,1%	11,2%	11,5%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Neutral	6,50
Bankinter	5,73	-2,6	+12,3	+27,1	5.151	3,0 x	10,5 x	8,7 x	1.333	490	-63%	595	21%	3,5%	14,5%	10,1%	11,9%	n.a.	n.a.	0,9 x	1,0 x	1,0 x	Restringido	
CaixaBank	3,35	-4,7	+11,7	+38,9	27.035	3,7 x	10,6 x	9,2 x	5.226	2.556	-51%	2.928	15%	4,6%	10,2%	10,4%	11,7%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	3,70
Cellex	31,92	-5,8	-17,7	-37,6	21.684	Negativo	Negativo	Negativo	-350	-344	n/r	-176	n/r	0,2%	0,2%	Negativo	Negativo	13,6x	0,8 x	5,1 x	1,6 x	1,7 x	Comprar	52,93
Colonial	4,80	-12,5	-18,6	-40,1	2.588	63,6 x	17,2 x	14,6 x	70	150	114%	178	18%	5,0%	2,2%	2,5%	2,9%	30,2x	0,8 x	0,9 x	0,4 x	0,4 x	Comprar	8,81
Endesa	16,41	-6,5	-4,0	-18,8	17.374	14,9 x	9,8 x	9,0 x	1.435	1.771	23%	1.924	9%	7,3%	15,6%	30,1%	30,5%	6,6x	1,6 x	2,9 x	3,0 x	2,8 x	Comprar	22,60
Enagas	16,35	-4,6	-10,1	-19,9	4.282	13,2 x	11,1 x	14,0 x	404	387	-4%	305	-21%	10,5%	15,2%	13,3%	11,0%	9,9x	1,4 x	1,9 x	1,5 x	1,5 x	Neutral	19,90
Ferrovial	23,16	-4,9	-7,3	-16,0	17.082	n/r	151,7 x	101,8 x	1.197	113	-91%	168	49%	2,6%	6,5%	2,2%	3,5%	37,3x	0,9 x	3,1 x	3,3 x	3,5 x	Comprar	30,00
Fluidra	15,40	+1,0	-3,4	-56,3	3.013	30,6 x	11,2 x	11,5 x	225	269	20%	261	-3%	5,9%	7,8%	15,6%	14,4%	6,8x	0,6 x	2,7 x	1,8 x	1,7 x	Neutral	23,00
Grifols	9,08	-21,2	-24,6	-46,2	11.235	53,8 x	39,6 x	27,1 x	183	284	55%	415	46%	0,0%	12,1%	4,4%	6,0%	17,6x	1,6 x	3,6 x	1,0 x	0,9 x	Neutral	15,00
IAG	1,11	-8,3	-11,8	-35,1	5.483	Negativo	17,7 x	5,3 x	-2.980	310	n/r	1.040	235%	0,0%	31,5%	26,8%	47,4%	5,0x	13,9 x	4,0 x	5,5 x	2,8 x	Neutral	2,00
Iberdrola	9,76	-7,1	-6,0	-6,2	62.081	17,1 x	15,2 x	14,6 x	3.885	4.082	5%	4.251	4%	4,7%	9,0%	9,8%	9,9%	8,3x	1,0 x	1,5 x	1,5 x	1,5 x	Comprar	11,90
Indra	7,79	-4,9	-0,7	-18,2	1.375	13,0 x	8,8 x	7,7 x	129	156	21%	178	14%	2,1%	17,2%	17,0%	16,9%	4,8x	0,6 x	2,3 x	1,5 x	1,3 x	Comprar	11,90
Inditex	21,26	-3,6	-1,3	-25,5	66.260	27,4 x	17,9 x	17,3 x	3.242	3.703	14%	3.837	4%	4,2%	20,6%	22,2%	22,1%	7,7x	Caja Neta	5,9 x	4,0 x	3,7 x	Neutral	26,00
Mapfre	1,60	-4,4	-3,4	-11,6	4.915	7,3 x	7,1 x	6,5 x	765	692	-10%	758	10%	9,1%	7,3%	7,9%	8,4%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,6 x	0,5 x	Comprar	1,95
Meliá	4,91	-6,9	-18,9	-18,2	1.082	Negativo	n/r	12,4 x	-193	48	n/r	87	n/r	0,0%	9,3%	13,6%	19,8%	6,0x	4,2 x	2,3 x	3,1 x	2,5 x	Comprar	7,81
Merlin Properties	7,76	-8,8	-14,9	-10,7	3.645	21,9 x	15,2 x	15,3 x	205	240	17%	238	-1%	13,8%	3,2%	3,4%	3,5%	21,1x	0,8 x	0,8 x	0,5 x	0,5 x	Neutral	10,70
ArcelorMittal(3)	20,23	-7,5	-14,8	-28,7	17.758	1,9 x	2,0 x	4,3 x	14.956	8.943	n/r	3.996	-55%	2,0%	10,4%	17,2%	7,1%	1,1x	0,1 x	0,6 x	0,4 x	0,4 x	Neutral	29,40
Naturgy	24,98	-4,3	-9,1	-12,7	24.221	22,9 x	18,1 x	18,5 x	1.214	1.335	10%	1.310	-2%	4,8%	10,0%	21,9%	20,8%	9,1x	2,2 x	2,5 x	4,0 x	3,8 x	Vender	28,10
PharmaMar	54,14	-6,3	-6,7	-5,1	994	11,3 x	17,1 x	6,9 x	93	58	-38%	144	148%	1,2%	Negativo	25,9%	40,6%	12,3x	Caja Neta	23,9 x	4,4 x	2,8 x	Neutral	74,00
Red Eléctrica	16,44	-5,2	-9,8	-13,6	8.895	15,1 x	12,9 x	15,0 x	681	689	1%	595	-14%	6,1%	20,0%	18,2%	15,5%	9,1x	1,6 x	2,9 x	2,4 x	2,3 x	Neutral	20,20
Repsol	11,87	-0,1	-8,6	+13,7	17.240	6,4 x	4,4 x	5,5 x	2.499	3.952	58%	3.119	-21%	5,6%	Negativo	15,8%	11,4%	1,9x	0,3 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x	Neutral	13,30
Rovi	42,84	-3,8	-12,7	-42,0	2.314	27,0 x	14,0 x	11,4 x	153	166	8%	203	22%	2,4%	15,2%	41,0%	36,9%	10,5x	Caja neta	5,2 x	5,9 x	4,4 x	Comprar	71,25
Sabadell	0,71	-6,3	+3,3	+19,9	3.992	6,3 x	6,4 x	5,3 x	530	620	n/r	758	22%	2,1%	5,3%	6,0%	7,3%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Comprar	1,05
SACYR	2,16	-2,1	-3,0	-5,7	1.409	10,1 x	8,6 x	7,6 x	143	163	14%	186	14%	4,6%	1,7%	12,4%	12,9%	8,8x	5,2 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	Comprar	3,41
Santander	2,43	-6,0	+0,4	-17,5	40.743	6,3 x	4,8 x	4,7 x	8.124	8.559	5%	8.759	2%	7,4%	7,1%	11,7%	11,9%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,3 x	0,3 x	Comprar	3,80
Siemens Gamesa (4)	17,93	-0,1	+0,0	-14,9	12.209	-22,9 x	-21,2 x	48,1 x	-626	-577	n/r	254	-144%	0,0%	1,8%	Negativo	6,4%	145,9x	0,5 x	2,4 x	3,1 x	3,0 x	Vender	18,05
Solaria	16,71	-15,0	-21,1	-2,4	2.087	44,5 x	19,3 x	8,6 x	48	108	125%	244	126%	0,0%	17,0%	30,4%	40,7%	17,1x	2,1 x	6,5 x	5,9 x	3,5 x	Neutral	18,05
Telefónica	3,46	-6,1	-16,0	-10,2	19.977	2,7 x	9,6 x	8,4 x	8.137	2.075	-74%	2.374	14%	8,7%	11,3%	7,1%	7,7%	4,5x	2,8 x	1,3 x	0,9 x	0,8 x	Comprar	5,00

## Estrategia de Inversión 4T 2022

## Compañías Españolas No Ibex-35

No Ibex:																								
Cie Automotive	21,84	-5,0	-10,4	-20,2	2.676	12,5 x	9,1 x	7,8 x	268	293	9%	341	16%	3,6%	23,1%	17,9%	17,4%	6,2x	0,9 x	2,4 x	1,6 x	1,4 x	Comprar	30,10
Unicaja	0,95	-6,6	+5,6	+9,0	2.514	2,1 x	8,4 x	6,3 x	1.113	300	-73%	400	33%	3,7%	9,0%	7,2%	9,3%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,4 x	0,4 x	Neutral	n/d
Mediaset España	2,38	-10,7	-14,1	-42,2	744	7,1 x	4,8 x	4,7 x	181	154	-15%	157	2%	11,8%	19,5%	10,2%	9,9%	1,9x	Caja Neta	1,9 x	0,5 x	0,5 x	Neutral	5,20
Catalana Occidente	26,20	-6,6	-10,3	-12,1	3.144	8,4 x	7,2 x	7,3 x	427	438	2%	430	-2%	3,8%	11,4%	9,9%	9,0%	n.a.	n.a.	1,0 x	0,7 x	0,7 x	Neutral	34,20
Faes Farma	3,63	-4,6	-8,3	+4,2	1.127	13,1 x	12,2 x	11,8 x	83	92	11%	96	4%	6,0%	14,7%	15,1%	13,9%	9,2x	Caja neta	2,5 x	1,8 x	1,6 x	Neutral	4,40
Audax	0,80	-13,5	-27,1	-36,4	353	195,5 x	24,9 x	22,9 x	3	14	399%	15	8%	0,0%	12,4%	9,4%	9,2%	11,9x	3,2 x	4,9 x	2,3 x	2,1 x	Neutral	1,40
Reig Jofre	2,35	-1,5	-8,6	-28,1	184	49,2 x	24,8 x	20,0 x	5	7	46%	9	24%	0,0%	4,2%	3,8%	4,5%	8,3x	0,4 x	1,3 x	0,9 x	0,9 x	Comprar	3,30
Viscofán	55,30	-1,9	-1,1	-2,8	2.571	19,7 x	18,4 x	16,7 x	134	140	4%	154	10%	3,4%	15,5%	16,5%	17,0%	10,3x	0,1 x	3,2 x	3,0 x	2,8 x	Neutral	75,00
Ence	2,99	-4,6	-15,4	+32,1	736	-2,9 x	12,1 x	39,6 x	-190	61	n/r	19	n/r	4,3%	1,2%	10,1%	3,1%	3,8x	0,0 x	1,6 x	1,2 x	1,2 x	Comprar	3,66
FCC	8,16	-8,2	-8,8	-26,4	3.577	8,1 x	9,2 x	8,5 x	580	388	-33%	420	8%	5,5%	12,9%	10,7%	10,5%	5,4x	0,8 x	2,0 x	1,0 x	0,9 x	Comprar	13,50
Almirall	9,41	+4,0	+4,6	-16,8	1.707	Negativo	30,7 x	26,2 x	-41	56	36%	65	17%	2,1%	Negativo	4,2%	4,7%	9,9x	0,1 x	1,7 x	1,3 x	1,2 x	Comprar	13,80
OHL	0,53	-6,0	-7,0	-48,1	313	24,1 x	-312,7 x	Negativo	25	-1	n/r	16	n.a.	0,0%	3,8%	-0,2%	2,4%	5,7x	-0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	Vender	0,70
Ebro Foods	15,04	-3,8	-4,6	-10,9	2.314	9,9 x	15,2 x	14,1 x	262	152	-42%	164	8%	4,3%	8,8%	7,4%	7,8%	9,8x	0,5 x	1,3 x	1,1 x	1,1 x	Neutral	19,20
CAF	23,50	-11,0	-18,4	-34,3	806	14,6 x	8,3 x	8,4 x	86	97	13%	96	-1%	5,4%	5,7%	13,4%	12,3%	3,8x	0,4 x	1,8 x	1,0 x	1,0 x	Comprar	45,10
Talgo	2,59	-0,6	-2,3	-52,4	324	24,4 x	9,1 x	7,3 x	28	36	29%	45	25%	0,0%	9,8%	12,1%	13,3%	4,7x	0,1 x	2,3 x	1,0 x	0,9 x	Neutral	4,90
Técnicas Reunidas	6,04	-6,4	-2,2	-13,2	337	Negativo	Negativo	57,2 x	-192	-97	-151%	6	-106%	0,0%	7,0%	Negativo	43,7%	n.a.	0,7 x	2,8 x	1,1 x	1,0 x	Vender	6,40
Gestamp	3,17	-6,4	-13,5	-28,7	1.827	16,5 x	7,8 x	6,0 x	155	235	52%	302	29%	3,8%	6,4%	9,7%	11,2%	4,0x	1,0 x	1,3 x	0,8 x	0,7 x	Neutral	3,90
Lar España	4,16	-2,0	-9,4	-16,2	348	10,5 x	8,9 x	9,0 x	41	39	-4%	39	-1%	8,4%	4,2%	4,4%	4,3%	15,6x	0,6 x	0,6 x	0,4 x	0,4 x	Neutral	5,38
Neinor Homes	9,26	-7,3	-9,2	-1,6	741	8,4 x	7,5 x	7,2 x	100	99	-1%	103	4%	7,9%	6,6%	9,9%	9,9%	8,9x	0,4 x	1,3 x	0,8 x	0,7 x	Comprar	13,46
Aedas Homes	14,16	-9,6	-19,1	-37,2	663	10,1 x	5,1 x	4,4 x	111	130	17%	151	16%	16,3%	3,8%	12,2%	13,2%	5,5x	0,4 x	1,2 x	0,7 x	0,5 x	Comprar	29,20
Prosegur	1,55	-3,7	-15,6	-32,9	851	18,6 x	7,9 x	6,4 x	68	108	59%	133	23%	8,4%	19,6%	14,2%	17,2%	4,1x	1,5 x	2,5 x	1,2 x	1,2 x	Neutral	n/d
Prosegur Cash	0,63	-1,3	-8,1	-0,2	952	18,0 x	9,5 x	7,2 x	53	100	89%	132	32%	3,2%	70,2%	61,7%	57,6%	4,79	4,9 x	11,0 x	3,1 x	3,1 x	Neutral	n/d
Umbrella Solar	6,05	-16,6	+9,0	n.a.	130	n.a.	29,8 x	20,3 x	2	4	152%	6	46%	0,0%	40,0%	12,7%	12,1%	24,4x	3,2 x	n.a.	3,8 x	2,5 x	Comprar	7,60

## Estrategia de Inversión 4T 2022

### Compañías del EuroStoxx-50

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2021e	PER 2022e	2023e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE				Rentab. Div'22e	Media 2017/21	ROE 2022e	2023e	EV/EBITDA 2022e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/21	P/V 2022e	2023e	Recomend	
									2021r	2022e	Var.%	2023e	Var. %										
EuroStoxx-50	3.324,8	-4,8	-5,5	-22,7	3.223.933	12,3 x	12,0 x	10,8 x	261.593	268.887	3%	297.146	11%	4,3%	12,9%	15,2%	15,5%		0,7 x	3,2 x	2,6 x	2,3 x	
Adidas	129,40	-4,1	-12,6	-48,9	24.858	34,8 x	12,9 x	11,3 x	1.398	1.932	38%	2.209	14%	2,5%	20,0%	20,7%	20,7%	6,03	1,0 x	7,1 x	2,8 x	2,4 x	Vender
Ahold Delhaize	26,97	-0,6	-1,6	-10,5	28.198	16,3 x	13,6 x	14,4 x	1.937	2.072	7%	1.962	-5%	4,3%	13,0%	15,9%	11,8%	2,45	0,8 x	1,9 x	2,2 x	1,8 x	Vender
Air Liquide	117,72	-3,4	-6,0	-15,5	61.606	28,2 x	22,1 x	20,9 x	2.572	2.784	8%	2.951	6%	2,7%	12,2%	11,8%	11,7%	10,59	0,5 x	2,7 x	2,4 x	2,2 x	Comprar
Airbus	88,71	-5,0	-9,4	-21,0	69.916	21,0 x	17,9 x	14,6 x	4.213	3.897	-8%	4.793	23%	1,8%	11,5%	31,9%	30,5%	10,35	Caja Neta	10,0 x	5,7 x	4,4 x	Neutral
Allianz	160,10	-6,8	-5,0	-22,9	65.394	12,8 x	8,9 x	6,9 x	6.610	7.380	12%	9.423	28%	7,1%	10,1%	9,7%	11,5%	n.a.	n.a	1,2 x	0,8 x	0,8 x	Comprar
AB InBev	47,26	-4,0	-2,3	-11,1	95.420	17,5 x	13,3 x	13,6 x	6.121	7.183	17%	6.998	-3%	2,5%	9,1%	9,0%	8,5%	3,86	1,2 x	1,8 x	1,2 x	1,2 x	Vender
Adyen	1.251,00	-4,9	-19,0	-45,9	38.747	152,3 x	58,4 x	44,0 x	470	664	41%	880	33%	0,0%	26,4%	26,8%	26,2%	-6,49	Caja Neta	33,8 x	15,4 x	11,4 x	Comprar
ASML	449,10	-4,8	-7,3	-36,5	182.548	48,8 x	26,9 x	22,8 x	5.883	6.796	16%	8.019	18%	1,2%	29,3%	53,4%	49,5%	31,08	Caja Neta	12,1 x	14,7 x	11,4 x	Comprar
AXA	22,87	-8,3	-2,8	-12,7	53.422	8,7 x	7,7 x	7,1 x	7.294	6.975	-4%	7.508	8%	6,9%	6,5%	9,3%	9,9%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,8 x	0,8 x	Comprar
B. Santander	2,43	-5,8	+0,6	-17,3	40.852	Negativo	4,8 x	4,6 x	8.124	8.559	5%	8.833	3%	7,4%	3,4%	11,7%	12,0%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,5 x	0,5 x	Comprar
Basf	39,28	-5,8	-6,6	-36,4	36.078	10,3 x	6,4 x	6,1 x	5.523	5.647	2%	5.890	4%	4,0%	12,3%	14,0%	14,1%	4,60	0,3 x	1,8 x	1,0 x	0,9 x	Neutral
Bayer	48,02	-7,9	-8,7	+2,2	47.171	Negativo	8,1 x	7,8 x	1.000	5.834	483%	6.079	4%	4,4%	0,2%	15,8%	14,9%	3,03	1,0 x	1,6 x	1,3 x	1,2 x	Comprar
BBVA	4,65	-5,6	+3,6	-11,4	29.717	7,5 x	6,2 x	6,0 x	4.652	4.786	3%	4.940	3%	4,3%	7,5%	11,2%	11,5%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Neutral
BMW	71,51	-5,0	-2,7	-19,2	47.079	4,6 x	3,0 x	4,9 x	12.382	15.446	25%	9.604	-38%	10,1%	11,8%	17,2%	10,4%	1,27	Caja Neta	0,8 x	0,5 x	0,5 x	Comprar
BNP Paribas	43,40	-9,5	-6,6	-28,6	53.570	7,9 x	5,0 x	5,6 x	9.488	10.700	13%	9.500	-11%	7,3%	7,9%	11,3%	10,0%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,5 x	0,5 x	Comprar
CRH	33,02	-5,5	-10,3	-29,0	24.829	16,5 x	10,7 x	9,8 x	2.172	2.318	7%	2.546	10%	3,6%	10,4%	12,5%	12,5%	0,91	0,4x	1,7 x	1,4 x	1,2 x	Comprar
Danone	48,14	-2,5	-8,3	-11,8	32.532	23,6 x	15,4 x	14,7 x	1.594	2.118	33%	2.219	5%	4,2%	13,7%	12,6%	12,5%	2,89	0,7 x	2,5 x	1,8 x	1,7 x	Comprar
Deutsche Post	30,54	-6,0	-16,1	-46,0	37.841	13,9 x	7,3 x	7,1 x	5.053	5.151	2%	5.318	3%	5,9%	21,5%	27,7%	26,9%	4,17	0,7 x	3,1 x	2,0 x	1,9 x	Comprar
Deutsche Boerse	166,45	-2,4	-1,2	+13,2	31.626	23,0 x	23,9 x	20,8 x	1.217	1.325	9%	1.522	15%	1,8%	18,1%	18,7%	19,3%	0,58	0,2 x	4,0 x	4,3 x	4,2 x	Neutral
Deutsche Telekom	17,86	-4,4	-4,9	+9,6	89.048	16,6 x	15,0 x	12,3 x	4.900	5.938	21%	7.230	22%	3,6%	9,3%	7,8%	9,4%	5,54	2,7 x	1,3 x	1,1 x	1,1 x	Comprar
Enel	4,29	-11,5	-8,6	-39,1	43.656	12,8 x	7,6 x	6,9 x	5.616	5.725	2%	6.291	10%	9,3%	12,2%	18,6%	19,3%	5,21	1,8 x	2,3 x	1,4 x	1,3 x	Comprar
ENI	10,84	-4,4	-8,2	-11,3	38.708	7,2 x	7,5 x	7,8 x	6.147	5.152	-16%	4.960	-4%	6,3%	7,3%	11,0%	10,3%	1,40	0,5 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Comprar
EssilorLuxottica	141,75	-2,1	-5,0	-24,3	63.422	35,7 x	32,1 x	27,8 x	2.319	1.973	-15%	2.284	16%	1,7%	7,2%	5,5%	6,2%	11,88	0,4 x	3,4 x	1,7 x	1,7 x	Comprar
Flutter Entertainment	114,30	-1,6	-8,7	-17,8	20.102	49,3 x	31,6 x	20,8 x	495	636	28%	967	52%	0,0%	4,4%	5,5%	8,5%	26,83	0,2 x	2,1 x	1,7 x	1,8 x	Neutral
Iberdrola	9,77	-7,0	-5,9	-6,1	6.240	17,1 x	1,5 x	1,5 x	3.885	4.096	5%	4.232	3%	4,7%	8,9%	9,8%	9,9%	4,20	0,8 x	1,5 x	1,5 x	1,5 x	Comprar
Inditex	21,25	-3,7	-1,4	-25,5	66.229	27,4 x	17,9 x	17,3 x	3.242	3.703	14%	3.837	4%	4,2%	20,2%	22,2%	22,1%	7,67	Caja Neta	5,8 x	3,9 x	3,7 x	Neutral
Infineon	22,91	-8,0	-5,7	-43,8	29.919	45,6 x	19,4 x	15,7 x	1.168	1.539	32%	1.911	24%	1,4%	12,9%	12,3%	13,7%	11,20	0,2 x	3,7 x	2,4 x	2,1 x	Comprar
ING	8,64	-11,9	-1,4	-27,5	32.545	10,0 x	8,8 x	6,8 x	4.776	3.700	-23%	4.800	30%	8,1%	8,4%	6,5%	8,4%	n.a.	n.a	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Neutral
Intesa	1,70	-7,5	-1,4	-25,3	32.731	10,6 x	7,8 x	6,3 x	4.185	4.200	0%	5.200	24%	10,0%	9,3%	8,3%	10,2%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,5 x	0,4 x	Neutral
Kering	457,10	-8,9	-9,1	-35,3	57.044	23,4 x	13,3 x	12,3 x	3.761	4.286	14%	4.644	8%	2,5%	20,6%	26,6%	24,6%	7,95	0,0 x	2,5 x	1,7 x	1,6 x	Comprar
L'Oréal	323,30	-4,2	-5,8	-22,5	173.524	50,6 x	40,6 x	30,2 x	4.597	4.269	-7%	5.745	35%	1,7%	14,7%	21,3%	20,2%	20,35	0,5 x	5,9 x	6,7 x	6,1 x	Vender
Linde(3)	277,55	-3,3	-1,2	-9,3	137.758	23,8 x	21,8 x	20,1 x	5.579	6.073	9%	6.591	9%	1,7%	4,9%	11,9%	12,6%	13,62	0,3 x	2,1 x	2,8 x	2,6 x	Comprar
LVMH	611,10	-5,0	-5,6	-15,9	307.541	30,5 x	34,7 x	21,9 x	12.036	8.871	-26%	14.074	59%	1,3%	19,8%	15,8%	21,8%	12,38	0,5 x	5,5 x	5,5 x	4,8 x	Comprar
Mercedes Benz Group	54,24	-5,4	-3,3	-19,8	58.028	3,1 x	5,4 x	5,2 x	23.006	10.713	-53%	11.159	4%	7,4%	13,5%	13,4%	12,9%	0,97	Caja Neta	0,8 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
Munich RE	239,30	-6,4	+0,5	-8,1	33.526	12,4 x	10,0 x	8,8 x	2.932	3.346	14%	3.650	9%	4,7%	7,9%	10,5%	11,3%	n.a.	n.a.	1,1 x	1,0 x	1,0 x	Neutral
Nokia	4,46	-3,4	-11,1	-20,0	25.391	73,1 x	10,9 x	0,0 x	2.087	2.333	12%	2.527	8%	52,5%	-3,5%	12,3%	12,5%	1,39	n.a	1,4 x	1,3 x	1,2 x	Neutral
Nordea	8,93	-5,6	-3,6	-17,2	33.168	11,2 x	9,2 x	8,1 x	3.805	3.620	-5%	4.100	13%	7,7%	8,1%	5,0%	5,6%	n.a.	n.a	1,1 x	1,2 x	1,2 x	Neutral
Pernod Ricard	184,00	-1,6	+0,2	-13,0	47.462	39,8 x	28,9 x	26,1 x	1.393	1.640	18%	1.820	11%	0,9%	8,0%	10,7%	10,8%	21,08	0,6 x	2,9 x	3,1 x	3,0 x	Neutral
Prosus	54,14	-4,9	-12,1	-26,2	108.535	26,8 x	24,7 x	18,0 x	5.701	4.394	-23%	6.041	37%	0,2%	24,8%	8,7%	10,8%	-361,19	Caja Neta	3,6 x	1,9 x	1,7 x	Neutral
Safran	92,01	-5,5	-9,7	-14,5	39.311	40,3 x	23,1 x	17,9 x	1.140	1.700	4%	2.199	29%	1,8%	20,2%	11,0%	13,0%	12,71	0,1 x	3,9 x	2,8 x	2,6 x	Neutral
Sanofi	78,96	-0,2	-3,9	-10,4	100.080	18,0 x	11,3 x	10,4 x	6.223	8.843	42%	9.666	9%	4,4%	11,0%	12,1%	12,3%	8,14	0,2 x	1,6 x	1,4 x	1,3 x	Comprar
SAP	83,14	-1,6	-2,1	-33,1	102.138	29,2 x	25,6 x	22,6 x	5.263	3.987	-24%	4.515	13%	2,3%	13,5%	9,2%	9,9%	14,06	0,0 x	4,1 x	2,5 x	2,5 x	Comprar
Schneider Electric	115,98	-1,9	-2,4	-32,7	66.235	30,6 x	19,8 x	17,1 x	3.204	3.341	4%	3.883	16%	2,9%	11,3%	11,2%	12,2%	10,96	0,3 x	2,4 x	2,2 x	2,0 x	Comprar
Siemens	98,86	-2,0	-2,2	-35,3	84.031	21,1 x	13,0 x	12,5 x	6.162	6.465	5%	6.709	4%	4,0%	12,8%	13,6%	13,2%	9,23	0,3 x	2,0 x	1,6 x	1,5 x	Neutral
Stellantis	12,77	-4,2	-4,4	-23,5	40.009	3,9 x	2,8 x	2,7 x	13.400	14.200	6%	15.000	6%	8,6%	16,2%	23,6%	33,3%	2,49	Caja Neta	0,8 x	1,1 x	0,9 x	Neutral
TotalEnergies	47,13	-3,7	-7,0	+5,6	123.427	7,2 x	6,2 x	4,6 x	16.366	19.923	22%	26.613	34%	5,7%	10,2%	10,9%	19,1%	3,87	0,8 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	Comprar
UMG	18,83	+2,7	-4,9	n.d.	34.149	n.d.	24,7 x	21,7 x	1.162	1.381	19%	1.576	14%	2,1%	53,9%	51,6%	46,7%	17,16	1,0 x	n.a.	12,6 x	9,8 x	Neutral
Vinci	83,76	-6,6	-9,2	-9,8	50.052	21,4 x	13,9 x	14,2 x	2.599	3.603	39%	3.525	-2%	4,4%	12,8%	14,7%	13,6%	7,25	0,8 x	2,5 x	2,0 x	1,9 x	Comprar
Volkswagen	136,92	-7,4	-3,7	-22,9	84.891	7,6 x	5,5 x	4,8 x	14.843	15.555	5%	17.824	15%	6,8%	9,6%	9,9%	10,5%	1,26	Caja Neta	0,6 x	0,4 x	0,4 x	Comprar
Vonovia	21,34	-8,4	-21,0	-56,0	16.983	19,7 x	8,0 x	7,1 x	1.899	2.115	11%	2.380	13%	8,7%	12,2%	5,1%	5,3%	33,16	1,2 x	1,2 x	0,4 x	0,4 x	Neutral

## Estrategia de Inversión 4T 2022

## Compañías Europeas No EuroStoxx-50

No EuroStoxx 50:																							
ABN AMRO	9,07	-11,2	-5,3	-29,8	8.137	Negativo	8,3 x	6,5 x	1.231	975	-21%	1.250	28%	6,1%	7,8%	5,0%	6,2%	n.a.	n.a	0,8 x	0,4 x	0,4 x	Neutral
Carrefour	14,96	-4,0	-10,1	-7,1	11.099	17,6 x	14,0 x	13,3 x	722	791	10%	832	5%	3,3%	9,8%	7,0%	7,1%	4,09	0,4 x	1,2 x	1,0 x	1,0 x	Vender
Deutsche Bank	7,89	-10,5	-5,2	-28,4	16.315	9,6 x	4,7 x	4,2 x	2.365	3.500	48%	3.875	11%	2,8%	-1,1%	6,9%	7,5%	n.a.	n.a	0,3 x	0,3 x	0,3 x	Neutral
Engie	11,96	-6,6	+0,8	-8,1	29.136	10,0 x	8,9 x	8,9 x	2.901	3.287	13%	3.256	-1%	7,5%	5,4%	9,6%	9,1%	4,50	0,7 x	0,9 x	0,9 x	0,8 x	Neutral
H&M	104,78	-2,1	-6,5	-41,0	172.823	28,6 x	10,9 x	9,3 x	10.295	15.855	54%	18.536	17%	5,7%	18,4%	27,1%	30,4%	2,46	Caja Neta	4,8 x	2,8 x	2,5 x	Vender
Hellofresh	22,60	-5,8	-5,3	-66,5	3.883	30,0 x	6,6 x	6,3 x	391	591	51%	617	4%	8,1%	4,8%	46,1%	41,0%	5,04	Caja Neta	9,8 x	3,1 x	2,6 x	Neutral
E.ON	7,88	-6,1	-7,4	-35,3	20.824	13,6 x	8,9 x	8,9 x	2.360	2.347	-1%	2.337	0%	6,5%	16,1%	15,7%	15,6%	7,63	2,4 x	2,8 x	1,4 x	1,4 x	Comprar
Ferrari	194,30	-1,0	+0,6	-14,6	35.522	53,7 x	41,8 x	36,4 x	780	850	9%	975	15%	0,7%	49,8%	28,2%	39,0%	21,81	1,2 x	17,3 x	11,9 x	14,3 x	Vender
Fresenius	21,57	-7,7	-12,5	-39,1	12.149	15,4 x	7,2 x	6,3 x	1.818	1.686	-7%	1.916	14%	4,3%	11,5%	8,1%	8,9%	6,42	3,8 x	1,6 x	0,6 x	0,6 x	Vender
Kone	39,13	-0,9	-2,0	-37,5	20.715	32,9 x	24,8 x	20,1 x	1.014	835	-18%	1.032	24%	4,8%	30,0%	28,6%	33,3%	12,28	Caja Neta	9,1 x	6,9 x	6,4 x	Vender
Nestlé	105,66	-0,6	-7,8	-17,1	290.565	26,2 x	22,3 x	23,4 x	11.912	13.033	9%	12.429	-5%	2,8%	22,1%	23,7%	20,4%	16,88	0,6 x	5,2 x	5,5 x	4,9 x	Vender
Nokia	4,46	-3,4	-11,1	-20,0	25.391	162,6 x	12,7 x	11,6 x	1.918	1.995	4%	2.197	10%	2,2%	3,0%	10,1%	11,5%	4,89	Caja Neta	1,3 x	1,1 x	1,0 x	Neutral
RWE	38,63	-5,8	+1,4	+8,1	26.122	15,4 x	16,1 x	23,7 x	1.569	1.620	3%	1.100	-32%	2,4%	14,8%	10,0%	6,9%	8,05	0,2 x	1,0 x	1,6 x	1,6 x	Comprar
Royal Dutch Shell	25,39	-5,3	-4,0	+31,5	182.096	6,6 x	8,2 x	7,2 x	22.317	22.328	0%	25.198	13%	2,4%	5,3%	8,1%	13,1%	5,00	1,1 x	0,9 x	1,0 x	0,9 x	Neutral
Ryanair	10,64	-10,3	-13,9	-30,3	12.077	Negativo	Negativo	8,8 x	-1.015	-241	n/r	1.373	n/r	0,0%	23,7%	Negativo	19,8%	n.a.	3,7 x	3,5 x	2,2 x	1,7 x	Neutral
Soc. Generale	20,93	-9,6	-5,2	-30,7	17.784	Negativo	5,1 x	4,7 x	5.641	3.500	-38%	3.750	7%	6,2%	3,8%	7,2%	7,5%	n.a.	n.a	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Neutral
Unicredit	10,46	-2,1	+6,8	-22,8	21.156	Negativo	6,0 x	5,2 x	1.540	3.525	129%	4.100	16%	4,6%	5,9%	6,7%	7,7%	n.a.	n.a	0,4 x	0,4 x	0,4 x	Neutral
Unilever	45,31	-2,5	-0,3	-3,7	115.216	20,9 x	18,8 x	18,5 x	5.748	6.133	7%	6.225	2%	4,0%	44,9%	35,4%	32,8%	13,36	1,7 x	8,7 x	6,7 x	6,1 x	Vender
Vivendi	8,16	-2,6	-9,9	-31,4	9.046	17,7 x	11,2 x	10,8 x	744	805	8%	841	4%	9,3%	6,4%	6,6%	7,4%	14,25	0,3 x	0,6 x	0,7 x	0,8 x	Neutral
Galp	9,63	-3,7	-10,8	+13,0	7.986	n.d.	10,7 x	10,8 x	4	743	n/r	737	-1%	5,6%	11,1%	20,6%	21,4%	4,36	1,0 x	2,6 x	2,4 x	2,4 x	Comprar

## ANÁLISIS Y MERCADOS

Estrategia de Inversión 4T 2022

---

## ANEXO IV.-

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

	% Comprar	% Neutral	% Vender
El 28.09.2021	55%	37%	8%
El 21.12.2021	54%	36%	10%
El 24.03.2022	60%	32%	8%
El 27.06.2022	55%	34%	11%
El 26.09.2022	46%	42%	12%