

Estrategia de Inversión 2T 2022

Más inflación y menos crecimiento. Manda la geoestrategia. Desenlace no inmediato. Protección mejor que ambición, por un 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	7
2.- España y Portugal	32
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	43
4.- Estrategia en Bonos	52
5.- Temática Trimestral: Ciberseguridad	54
ANEXO I: Estimaciones detalladas sobre España y Portugal según escenarios	56
ANEXO II: Carteras Modelo de Fondos y Acciones de Análisis Bankinter. Popcoin	58
ANEXO III: Ratios y estimaciones para las compañías del Ibex-35 y EuroStoxx-50	60
ANEXO IV: Estadística de Recomendaciones Emitidas	64

Equipo de Análisis y Mercados

▪ Análisis

Ramón Forcada
Juan Tuesta
Rafael Alonso
Eduardo Cabero
Jorge Pradilla

Aránzazu Cortina
Elena Fernández-Trapiella
Aránzazu Bueno
Luis Piñas
Mariana Queirós Ferro

Pilar Aranda
Esther Gutiérrez de la Torre
Juan Moreno
Pedro Echeguren

▪ Mesa de Ejecución y Ventas

Lorena Pinedo
Félix Montero

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Estrategia de Inversión 2T 2022

Resumen

▪ La geoestrategia y los tipos de interés se convierten en los 2 factores clave.-

Las estimaciones realizadas pierden vigencia y fiabilidad, pero aún no se dispone de otras que si lo sean y reemplacen a las anteriores. Técnicamente, las primas de riesgo aplicables aumentan sin que sea posible determinar cuáles son los niveles adecuados. Pero lo que sí sabemos es que la mayoría de las referencias, más o menos fiables, que teníamos ya no sirven. Por tanto, debemos concentrar la atención en Ucrania/Rusia y en los tipos de interés, considerando todo lo demás como consecuencia o incluso algo accesorio de éstos.

▪ Sorprende la deportividad con que las bolsas están encajando este cambio de contexto.-

La herencia de la invasión de Ucrania consistirá, conceptualmente (no exacto cuantitativamente), la mitad de crecimiento, el doble de inflación y beneficios empresariales cuestionados. Esto, junto a tipos de interés superiores, no puede dar como resultado valoraciones más generosas, sino inferiores. Las bolsas aún no descuentan nada de esto, pero las valoraciones de compañías e índices se actualizarán a lo largo de abril y mayo... y entonces su reacción podría ser distinta, menos complaciente. El fin de los programas de compras de activos de la Fed (marzo) y el BCE (junio) no será neutral para las bolsas. El binomio riesgo/rentabilidad esperada se ha deteriorado notablemente, así que la correcta gestión del riesgo sigue siendo prioritaria. La protección debe anteponerse a la ambición, al menos durante algún tiempo.

▪ Los tipos de interés subirán más rápidamente de lo que se espera .-

Porque los bancos centrales se verán forzados a anteponer su deber de controlar los precios al de fomentar crecimiento y empleo. Sobre todo la Fed, porque actuará con más libertad puesto que el ciclo económico americano es robusto. Por eso seguirá adelante con más determinación de lo esperado subiendo tipos, ejerciendo así una influencia indirecta e ineludible sobre el BCE... que terminará aceptando subir un poco este mismo año, aunque probablemente sólo su tipo de depósito, que permanece en negativo desde 2014.

▪ Resulta clave monitorizar la probable inversión de la curva de tipos americana 2-10 años.-

Ese *spread* o diferencial podría situarse en negativo enseguida. Históricamente los retrocesos significativos de Wall St. han tenido lugar precisamente justo después de que eso sucediera. Tipos al alza y *spread* 2-10 años en negativo actúan sobre las bolsas como la fuerza de la gravedad sobre los cuerpos, limitando cualquier avance serio. Y esto es así porque suele funcionar como una especie de alarma que avisa sobre una probable recesión o, al menos, una seria pérdida de impulso del ciclo económico y los beneficios empresariales.

▪ La democracia liberal saldrá reforzada de esta prueba y Europa más unida.-

Pero las consecuencias de corto plazo son ya tan irreversibles como fácilmente identificables: aún más inflación, reducción de los flujos comerciales, menos crecimiento, creación de empleo más débil y beneficios empresariales vulnerables. Este deterioro del contexto tendrá lugar incluso en el caso de que la guerra terminase inmediatamente. Por eso defendemos que, ante una incertidumbre superior que implica una **prima de riesgo también superior en las valoraciones**, éstas se verán revisadas inevitablemente a la baja y los potenciales de revalorización de las bolsas sustancialmente disminuidos.

▪ Nuestras valoraciones de bolsas actualizadas bajo los nuevos parámetros ofrecen potenciales de revalorización modestos o incluso nulos.-

Por eso, mientras llega la oportunidad de volver a subir exposición a bolsas, seguimos anteponiendo la protección a la ambición y concentrando nuestras recomendaciones en Materias Primas, específicamente en Petroleras, Ciberseguridad, Infraestructuras, Defensa y, tal vez algo más adelante este año, selectivamente, Bancos.

Estrategia de Inversión 2T 2022

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e
1.- PIB (media anual)								
España	3,0	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,0	4,4	3,0
Eurozona	1,9	2,6	1,8	1,6	-6,4	5,3	2,6	2,7
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>110</i>	<i>40</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>-440</i>	<i>-30</i>	<i>180</i>	<i>30</i>
Portugal	1,4	2,7	2,1	2,5	-7,6	4,3	3,0	1,7
EE.UU.	1,6	2,3	3,0	2,2	-3,4	5,7	3,0	2,4
R.Unido	2,3	2,1	1,7	1,7	-9,4	8,3	3,6	1,6
Irlanda	2,0	8,9	9,3	4,9	5,8	13,7	5,1	5,8
Suiza	2,0	1,7	3,0	1,2	-2,5	3,7	2,6	1,9
Japón (año natural)	0,8	1,7	0,6	0,3	-4,5	1,8	2,2	1,0
China	6,7	6,9	6,7	6,0	2,2	8,1	4,6	5,0
India (año natural)	9,0	6,1	7,3	4,5	-6,7	9,2	8,6	7,0
Brasil	-3,3	1,3	1,8	1,2	-3,9	4,8	0,5	1,5
Rusia	0,2	1,8	2,8	2,2	-3,0	4,3	-10,0	0,0
Turquía	3,2	7,5	3,1	1,0	1,6	11,5	3,4	3,9
2.- IPC								
España	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,5	6,5	4,1	2,0
Eurozona	1,1	1,3	1,5	1,3	-0,3	5,0	6,0	2,0
Portugal	0,9	1,5	0,7	0,3	-0,1	2,7	6,5	3,6
EE.UU.	0,9	1,5	0,7	0,4	1,4	7,0	4,8	2,7
R.Unido	1,6	3,0	2,1	1,3	0,6	5,4	6,0	2,5
Irlanda	0,0	0,4	0,7	1,3	-1,0	5,5	5,8	2,5
Suiza	0,0	0,5	0,9	0,4	-0,7	1,4	2,0	0,8
Japón	0,3	1,0	0,3	0,8	-1,2	0,8	1,4	0,7
China	2,1	1,6	2,1	2,9	0,2	1,5	3,5	3,0
India	3,4	5,2	2,1	7,4	4,6	5,7	7,0	5,5
Brasil	6,3	3,0	3,8	4,3	4,5	10,0	8,5	6,0
Turquía	8,5	11,9	20,3	11,8	14,6	36,1	38,0	10,0
3.- Paro								
España (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	13,3	13,7	13,0
Eurozona	9,6	8,7	7,9	7,5	8,2	7,0	6,9	6,8
Portugal	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	6,3	6,2	6,2
EE.UU.	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	3,9	3,5	3,4
R.Unido	4,7	4,4	4,0	3,8	5,2	4,1	4,5	4,3
Irlanda	6,9	6,2	5,3	4,7	5,8	5,2	5,2	4,6
Suiza	3,3	3,2	2,6	2,5	3,3	2,6	2,3	2,1
Japón	3,1	2,7	2,4	2,2	3,0	2,7	2,5	2,4
China	4,0	3,9	3,8	3,6	3,8	3,7	3,8	3,7
India	6,4	4,7	7,0	7,6	9,1	7,9	8,2	7,0
Brasil	12,0	12,1	11,8	11,4	14,4	11,6	12,8	11,8
4.- Crédito s. privado								
España, empresarial Stock (%)	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	8,3	0,6	2,7	2,5
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-17,8	5,1	2,4	0,4	2,5	-16,2	4,5	3,0
España, hipotecario Stock (%)	-3,0	-2,4	-1,2	-0,6	-1,2	1,3	1,6	1,6
España, hip. Nueva Produc. (%)	5,0	3,6	10,8	1,2	0,9	35,2	3,5	2,5
España, consumo Stock (%)	3,1	4,8	4,4	0,3	-0,7	-1,4	0,2	0,9
España, consumo Nueva Produc. (%)	28,4	15,9	17,0	5,4	-26,6	6,8	7,0	4,0

Estrategia de Inversión 2T 2022

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021 r	2022e	2023e
5.- Tipos oficiales (Dic.)								
UEM. Tipo intervención	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
UEM. Tipo depósito	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,25
UEM. Compra activos ('000M€ / mes)***	80,00	60,00	15,00	20,00	120,00	70,00	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	1,50/1,75	2,0/2,25
EEUU. Compra activos (MM\$/mes)	0,00	0,00	0,00	0,00	120,00	90,00	0,00	0,00
R.Unido	0,25	0,50	0,75	0,75	0,10	0,25	1,25	2,00
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,30
India	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	4,00	4,50	4,50
Brasil	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	12,25	10,00
Turquía	8,00	8,00	24,00	12,00	17,00	14,00	16,00	14,50
6.- Euribor (Dic.)								
Euribor 3M	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,57	0,15	0,60
Euribor 12M	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	0,40	0,80
7.- Bono 10A (Dic.)**								
España	1,36	1,56	1,41	0,47	0,02	0,56	1,60/1,80	1,90/2,10
Prima de riesgo España	115	114	117	66	59	74	110	120
Alemania	0,21	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	0,50/0,70	0,70/0,90
Portugal	3,76	1,94	1,71	0,43	0,03	0,46	1,60/1,90	1,60/1,80
EE.UU.	2,45	2,35	2,69	1,92	0,92	1,51	2,30/2,50	2,30/2,50
R.Unido	1,24	1,19	1,27	0,82	0,19	0,97	1,80	2,30
Irlanda	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	0,24	1,20	1,40
Suiza	-0,20	-0,07	-0,14	-0,53	-0,46	-0,15	0,30	0,50
Japón	0,05	0,04	-0,01	-0,02	0,01	0,07	0,30	0,40
8.- Divisas**								
Eurodólar	1,052	1,175	1,147	1,121	1,220	1,137	1,09/1,14	1,12/1,18
Euroyen	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	130,9	130,0/135,0	133,0/138,0
Dólar yen	117,0	112,7	109,7	108,6	103,2	115,1	118,4/119,3	116,9/118,8
Eurolibra	0,853	0,888	0,899	0,845	0,894	0,841	0,82/0,85	0,81/0,84
Eurosuizo	1,070	1,170	1,130	1,090	1,080	1,038	1,00/1,05	1,05/1,010
EuroYuan (offshore)	7,338	7,814	7,877	7,807	7,943	7,227	6,90/7,25	7,25/7,35
9.- Materias primas (Dic.)**								
Petróleo (Brent, \$/b.)	53,6	66,9	53,8	66,0	51,1	77,8	85,0	80,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	53,7	60,4	45,4	61,1	47,8	75,2	82,0	77,0
Oro (\$/oz.)	1.147	1.302	1.282	1.517	1.898	1.829	1.900	1.700
10.- Precios de Vivienda (Dic.)**								
España (%)	4,5	7,2	6,6	3,6	1,5	6,4	2,0	1,0
Portugal (%)	7,1	9,2	10,3	9,6	8,4	8,1	6,4	6,0
Irlanda (%)	9,0	12,1	6,3	0,3	2,2	11,0	4,0	3,0

Fuente: Estimaciones Mar. '22 Análisis Bankinter

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

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

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

Estrategia de Inversión 2T 2022

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023
EE.UU.	-3,5	0,5	12,2	4,9	5,6	5,7	4,0	3,3	3,0	1,8	3,0	2,7	2,6	2,2	2,2	2,4
ESPAÑA	-10,8	-4,3	17,7	3,4	5,2	5,0	6,6	5,5	3,3	2,3	4,4	3,4	3,4	2,5	2,8	3,0
UEM	-6,7	-0,9	14,6	4,0	4,6	5,3	3,9	2,1	2,2	2,3	2,6	2,7	2,8	2,7	2,4	2,7
PORTUGAL	-7,6	-5,3	15,5	3,3	3,7	4,3	7,5	2,1	1,2	1,4	3,0	1,5	2,2	1,7	1,4	1,7
R. UNIDO	-9,4	-5,0	24,6	7,0	6,5	8,3	5,7	2,5	2,7	3,5	3,6	2,3	2,0	1,1	1,0	1,6
IRLANDA	5,8	11,8	21,6	11,4	9,6	13,7	7,2	4,0	4,5	4,5	5,1	5,0	6,4	6,0	5,8	5,8
SUIZA	-2,5	-0,6	8,0	3,6	3,7	3,7	3,6	2,5	2,1	2,0	2,6	1,9	2,1	1,9	1,8	1,9
JAPÓN	-4,5	-1,8	7,3	1,2	0,4	1,8	1,4	1,4	3,2	2,6	2,2	1,5	0,7	0,2	1,4	1,0
CHINA	2,2	18,3	7,9	4,9	4,0	8,1	4,2	4,0	4,5	5,5	4,6	5,1	4,9	5,0	5,0	5,0
BRASIL	-3,9	1,3	12,3	4,0	1,6	4,8	0,2	0,5	0,6	0,7	0,5	1,0	1,5	1,6	2,0	1,5
RUSIA	-2,9	-0,7	10,5	4,3	3,2	4,3	-20,0	-12,0	-5,0	-3,0	-10,0	-3,0	0,0	1,0	2,0	0,0
INDIA	-6,7	2,5	20,3	8,5	5,4	9,2	7,5	8,5	9,0	9,5	8,6	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
TURQUÍA	1,6	7,4	22,0	7,5	9,1	11,5	5,2	1,0	3,0	4,5	3,4	4,2	4,3	3,5	3,5	3,9
IPC	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023
EE.UU.	1,4	2,6	5,4	5,4	7,0	7,0	8,0	6,9	6,5	4,8	4,8	4,3	3,5	3,0	2,7	2,7
ESPAÑA	-0,5	1,3	2,7	4,0	6,5	6,5	8,3	7,9	6,6	4,1	4,1	1,8	1,5	1,9	2,0	2,0
UEM	0,3	1,3	1,9	3,4	5,0	5,0	6,7	7,4	7,4	6,0	6,0	3,5	2,4	1,9	2,0	2,0
PORTUGAL	-0,1	0,5	0,5	1,5	2,7	2,7	4,3	5,7	6,2	6,5	6,5	4,5	3,5	3,7	3,6	3,6
R. UNIDO	0,6	0,7	2,5	3,1	5,4	5,4	5,8	8,0	7,0	6,0	6,0	5,5	3,5	3,0	2,5	2,5
IRLANDA	-1,0	0,0	1,6	3,7	5,5	5,5	6,0	7,5	6,0	5,8	5,8	3,0	2,8	2,5	2,5	2,5
SUIZA	-0,7	-0,4	0,5	0,8	1,4	1,4	2,2	2,8	2,3	2,0	2,0	1,3	0,5	0,6	0,8	0,8
JAPÓN	-1,2	-0,4	-0,5	0,2	0,8	0,8	1,8	1,5	1,5	1,4	1,4	1,2	0,9	0,8	0,7	0,7
CHINA	0,2	0,4	1,1	0,7	1,5	1,5	1,0	2,5	3,0	3,5	3,5	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0
BRASIL	4,5	6,1	8,4	10,3	10,0	10,0	9,4	9,0	9,0	8,5	8,5	8,0	7,0	6,5	6,0	6,0
INDIA	4,6	5,5	6,3	4,4	5,7	5,7	6,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,5	5,5	5,5
TURQUÍA	14,6	16,2	17,5	19,6	36,1	36,1	54,0	54,0	45,0	38,0	38,0	25,0	20,0	15,0	10,0	10,0

Estrategia de Inversión 2T 2022

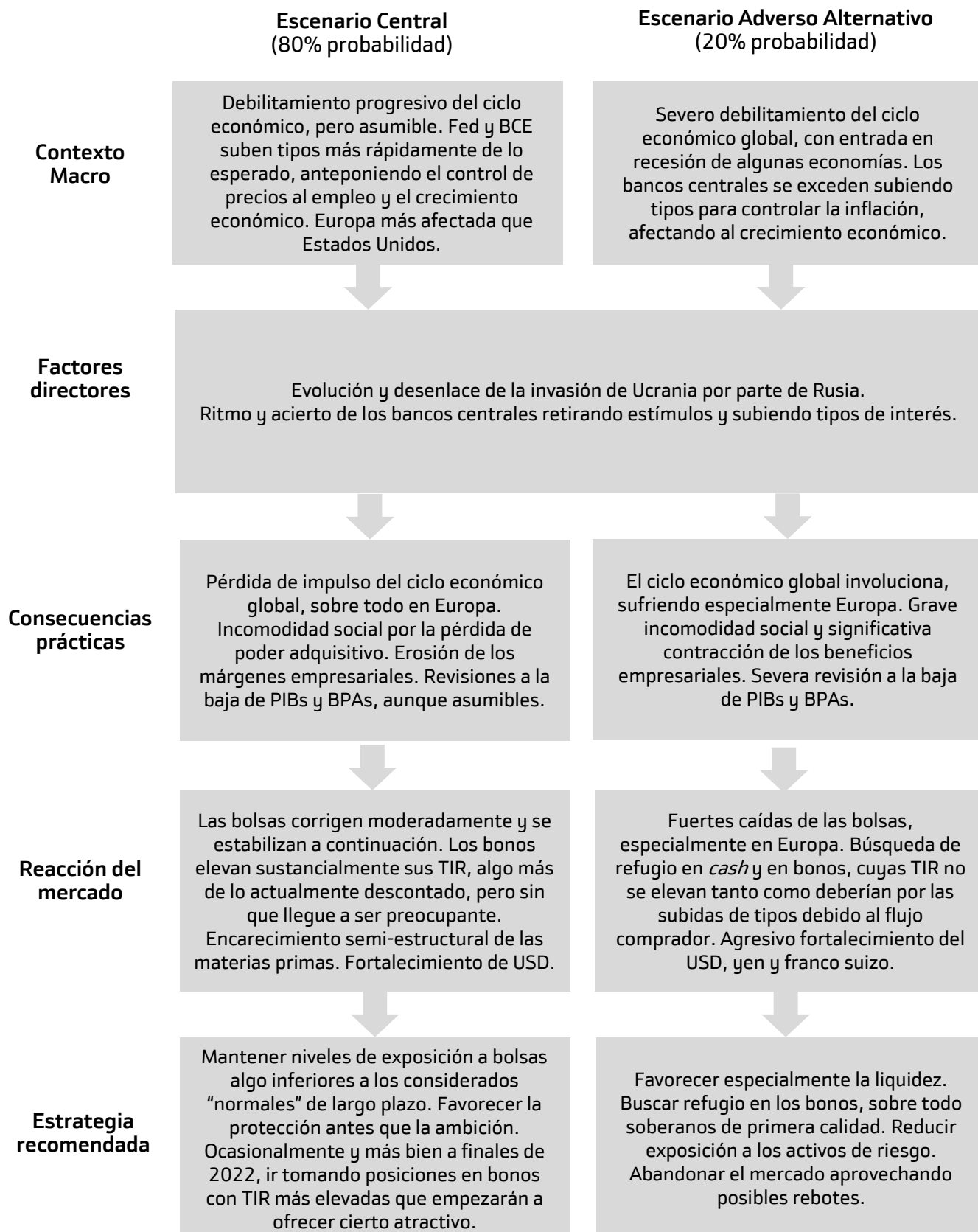
Paño	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023
EE.UU.	6,7	6,0	5,9	4,7	3,9	3,9	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4
ESPAÑA	16,1	16,0	15,3	14,6	13,3	13,3	12,9	12,8	13,1	13,7	13,7	13,6	13,3	13,2	13,0	13,0
UEM	8,0	8,1	7,8	7,3	7,0	7,0	6,8	6,7	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8
PORTUGAL	7,1	7,1	6,7	6,4	6,3	6,3	6,2	6,2	6,4	6,2	6,2	6,2	6,1	6,2	6,2	6,2
R. UNIDO	5,2	4,9	4,7	4,3	4,1	4,1	4,2	4,4	4,5	4,5	4,5	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3
IRLANDA	6,2	5,8	6,8	5,2	5,2	5,2	5,2	5,5	5,5	5,2	5,2	5,2	5,0	5,0	4,6	4,6
SUIZA	3,3	3,4	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1
JAPÓN	3,0	2,7	2,9	2,8	2,7	2,7	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4
CHINA	3,8	3,7	4,8	3,9	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7
INDIA	9,1	6,5	9,2	6,9	7,9	7,9	8,1	8,2	8,2	8,2	8,2	8,0	8,0	7,0	7,0	7,0
BRASIL	14,4	14,7	14,6	13,1	11,6	11,6	13,6	13,6	13,0	12,8	12,8	12,5	12,4	12,0	11,8	11,8
Tipo Dtor.	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023
EE.UU.	0,0/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,25/0,50	0,75/1,00	1,25/1,50	1,50/1,75	1,50/1,75	1,75/2,00	2,00/2,25	2,00/2,25	2,00/2,25	2,00/2,25
UEM	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50
UEM (Dep.)	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM. Compra activos ('000M€ / mes)**	120	110	100	95	70	70	60	20	0	0	0	0	0	0	0	0
R. UNIDO	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25	0,25	0,75	1,00	1,00	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75	2,00	2,00
SUIZA	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
JAPÓN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CHINA (*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30
BRASIL	2,00	2,75	4,25	6,25	9,25	9,25	11,75	12,25	12,25	12,25	12,25	11,00	11,00	10,00	10,00	10,00
INDIA	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
TURQUÍA	17,00	19,00	19,00	18,00	14,00	14,00	14,00	14,00	15,00	16,00	16,00	16,00	15,00	15,00	14,50	14,50

Fuente: Estimaciones Mar. '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 2T 2022

Informe de Estrategia de Inversión 2T 2022

Abril/Junio, 2022.

1.- Perspectiva Global.

"Grandes pruebas deberá enfrentar Europa para entender que la única alternativa a su unión política es su irrelevancia."

Jean Monnet, 1888/1979. Principal inspirador de la Declaración de Schuman (1950), germen de la UE.

La **geoestrategia** y los **tipos de interés** se convierten en los **2 factores clave**, pasando a segundo o tercer plano cualquier otro. Especialmente los convencionales, como el ciclo económico y los resultados empresariales, sobre los que pesa una seria incertidumbre. Las estimaciones realizadas pierden vigencia y fiabilidad, pero aún no se dispone de otras que sí lo sean y reemplacen a las anteriores. Técnicamente, las **primas de riesgo** aplicables aumentan sin que sea posible determinar cuáles son los niveles adecuados. Pero lo que sí sabemos es que la mayoría de las referencias, más o menos fiables, que teníamos ya no sirven. Por tanto, debemos concentrar la atención en Ucrania/Rusia y en los tipos de interés, considerando todo lo demás como consecuencia o incluso algo accesorio a éstos.

La herencia que recibiremos de la invasión de Ucrania por parte de Rusia consistirá, conceptualmente (no exacto cuantitativamente), la mitad de crecimiento, el doble de inflación y beneficios empresariales cuestionados. Por eso sorprende la deportividad con que las bolsas están encajando este **cambio de contexto**. Porque se trata de un cambio de contexto en toda regla. El **binomio riesgo/rentabilidad** esperada se ha deteriorado notablemente con la guerra, de manera que la correcta gestión del riesgo sigue siendo prioritaria. Es decir, **la protección debería anteponerse a la ambición**, al menos durante algún tiempo hasta comprobar con cifras en la mano el alcance de los daños, así como las consecuencias de los cambios semiestructurales en los frentes geopolítico, comercial, social y de diferente naturaleza que traerá consigo.

El contexto ha cambiado y eso implica que la mayoría de las referencias, más o menos fiables, que teníamos ya no sirven.

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

BOLSAS EN 2021/22	VAR.% TRIMESTRALES					
	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	2021	1T 2022 ⁽¹⁾
Ibex-35	+6,3%	+2,8%	-0,3%	-3,8%	+7,9%	-2,6%
PSI20	+0,6%	+2,1%	+8,5%	+15,6%	+13,7%	+4,5%
EuroStoxx-50	+10,3%	+3,7%	-0,4%	-3,4%	+21,0%	-8,7%
S&P 500	+5,8%	+8,2%	+0,2%	+4,8%	+26,9%	-5,5%
Nikkei 225	+6,3%	-1,3%	+2,3%	-5,4%	+4,9%	-5,4%

(1) Hasta el 22.03.2022

Si desde marzo de 2020, cuando la pandemia apenas había avanzado unas semanas decíamos que ésta debía gestionarse como un *shock* de impacto, no como un cambio de ciclo, y que, por tanto, merecía la pena permanecer invertidos para capturar la rápida recuperación en V que tendría lugar, ahora nuestro análisis es distinto. **No habrá una vuelta rápida en V. Los daños y los cambios se percibirán más progresiva que inmediatamente.** La calidad de los indicadores económicos empezará a deteriorarse en abril. Por eso las bolsas aún no tienen en consideración de forma seria este cambio de contexto. No lo descuentan porque aún los datos no permiten verlo, pero

La calidad de los indicadores económicos empezará a deteriorarse en abril.

Estrategia de Inversión 2T 2022

recomendamos no confiarse. Los primeros daños serios se percibirán, resumidamente, sobre el crecimiento (la mitad), la inflación (el doble) y los beneficios empresariales (revisiones a la baja), en un entorno de tipos al alza más agresivo, con el riesgo de error por autoconfianza que ello implica. Además, **las bolsas empezarán a notar la ausencia de los flujos forzados y artificiales procedentes de los bancos centrales**. La Fed concluirá su programa de compra de activos a finales de marzo (es decir, en torno al momento de redactar este informe) y el BCE a finales de junio. Posteriormente, pero tal vez no mucho después, al menos la Fed empezará a reducir su balance. Es decir, a no reinvertir cupones y vencimientos o incluso a vender progresivamente parte de los bonos adquiridos mediante el QE (Quantitative Easing) previamente aplicado. Y eso no puede resultar neutral para las bolsas. Será un cambio importante... y arriesgado.

El mercado está comportándose de manera excesivamente complaciente. No parece buena idea ignorar los riesgos. Estamos en un contexto distinto, en que los precios de los activos resultan más vulnerables de lo habitual. Nos movemos **desde un QE (Quantitative Easing)** o políticas monetarias agresivamente expansivas **hacia un QT (Quantitative Tightening)** o políticas monetarias represivas o casi represivas, lo que supone una mutación relevante que conviene no olvidar en ningún momento. Porque esa mutación, en combinación con una guerra que encarece las materias primas y eleva la prima de riesgo de mercado, no puede "valer cero".

Las bolsas empezarán a notar la ausencia de los flujos forzados y artificiales procedentes de los bancos centrales y estos subirán tipos más rápidamente de lo que generalmente se descuenta.

Tabla 1.2. Estimaciones de crecimiento (PIB) actuales y anteriores.

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021p	2022e		2023e	
										Anterior*	Actual	Anterior*	Actual
UEM	-0,4%	+0,9%	+1,6%	+1,7%	+2,5%	+1,9%	+1,3%	-6,7%	+5,3%	+4,3%	+2,6%	+2,3%	+2,7%
España	-1,2%	+1,4%	+3,8%	+3,0%	+3,0%	+2,3%	+2,1%	-10,8%	+5,0%	+5,8%	+4,4%	+2,9%	+3,0%
Portugal	+1,9%	+0,6%	+1,5%	+1,4%	+2,7%	+2,1%	+2,5%	-7,6%	+4,3%	+3,6%	+3,0%	+1,7%	+1,7%
EE.UU.	+2,2%	+2,4%	+2,4%	+1,6%	+2,3%	+3,0%	+2,2%	-3,5%	+5,7%	+3,8%	+3,0%	+2,5%	+2,4%
R.Unido	+1,7%	+2,5%	+2,3%	+2,3%	+2,1%	+1,7%	+1,7%	-9,4%	+8,3%	+4,8%	+3,6%	+2,2%	+1,6%
Irlanda	-0,3%	+5,3%	+25,2%	+2,0%	+8,9%	+9,0%	+4,9%	+5,9%	+13,7%	+6,5%	+5,1%	+5,5%	+5,8%
Suiza	+2,0%	+2,0%	+1,6%	+2,0%	+1,7%	+3,0%	+1,1%	-2,5%	+3,7%	+2,9%	+2,6%	+1,9%	+1,9%
Japón**	+1,7%	+0,0%	+1,6%	+0,8%	+1,7%	+0,6%	+0,3%	-4,5%	+1,8%	+2,4%	+2,2%	+1,0%	+1,0%
China	+7,7%	+7,4%	+6,9%	+6,7%	+6,9%	+6,7%	+6,0%	+2,2%	+8,1%	+4,9%	+4,6%	+5,5%	+5,0%
India**	+4,7%	+5,3%	+7,4%	+9,0%	+6,1%	+7,3%	+4,5%	-6,7%	+9,2%	+9,1%	+8,6%	+6,3%	+7,0%
Brasil	+3,0%	+0,5%	-3,5%	-3,3%	+1,3%	+1,8%	+1,2%	-3,9%	+4,8%	+2,5%	+0,5%	+2,3%	+1,5%
Turquía	+9,0%	+5,1%	+6,1%	+3,2%	+7,5%	+3,1%	+1,0%	+1,6%	+11,5%	+3,4%	+3,4%	+3,9%	+3,9%
Rusia	+1,8%	+0,8%	-2,0%	+0,2%	+1,8%	+2,8%	+2,2%	+3,0%	+4,3%	+2,5%	-10,0%	+2,0%	+0,0%

e = Estimación propia

(*) Dic. 2021. Informe de Estrategia de Inversión 1T 2022.

(**) Año natural.

Es cierto que la convivencia de las bolsas con los *shocks* es cada vez más cordial, pero eso no significa que los *shocks* ya no tengan consecuencias. **La herencia que dejará este "shock de guerra"** no será irrelevante ni transitoria, si entendemos por "transitoria" un periodo máximo de 6 meses:

(i) **Severa desaceleración de la expansión económica.** La Fed revisó en su reunión del 16 de marzo su PIB 2022 estimado para la economía americana - tal vez la menos afectada - desde +4,0% hasta +2,8%. Nosotros estimamos que podría ser +3,0% en el mejor de los casos y que, en el caso de la UEM, podría reducirse hasta +2,6% desde +4,3% de nuestra estimación anterior. Es decir, unas pérdidas de crecimiento esperadas del 30% y del 40% respectivamente. No son despreciables.

(ii) **Una inflación aún superior.** La Fed estima para 2022 (Deflactor del Consumo Privado) +4,3% vs +2,6% anterior (nosotros +4,8%, pero en IPC) y para la Eurozona estimamos +6,0% vs 2,2% *preguerra*. Es decir,

La convivencia de las bolsas con los shocks es cada vez más cordial, pero eso no significa que los shocks ya no tengan consecuencias.

Estrategia de Inversión 2T 2022

inflaciones un 40% y un 63% superiores. Y se trata de estimaciones de inflación para diciembre, de manera que los máximos intermedios a lo largo de 2022 serán claramente superiores, rebasando ocasionalmente +10% en determinadas economías. Tampoco parecen irrelevantes.

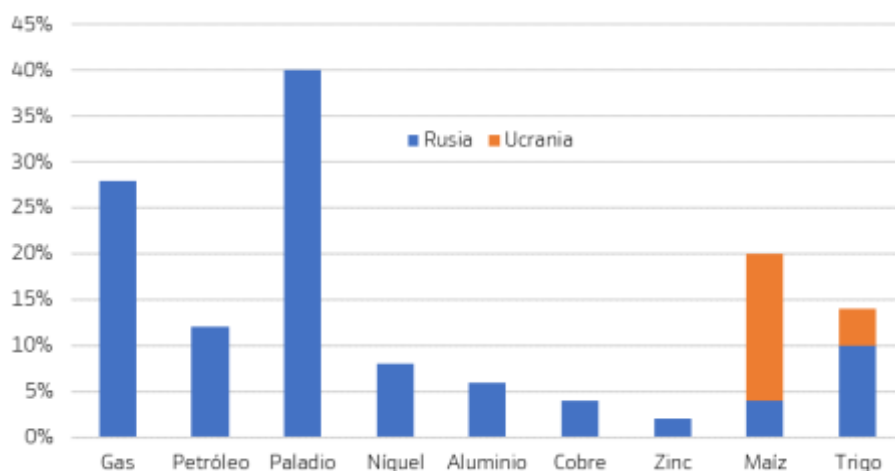
(iii) Todo esto forzaría una revisión a la baja de los **resultados empresariales** estimados para 2022 (BPAs)... revisión que no ha comenzado a publicarse aún por falta de orientación fiable y que, por eso, las bolsas no descuentan todavía. Orientativamente, los avances de los BPAs del S&P500 y EuroStoxx-50 se estima serán +7,5% y +12,3% respectivamente, que no son de por sí incrementos realmente generosos, pero, aún así, se verán revisados a la baja a lo largo de las próximas semanas y meses.

(iv) **Tipos de interés superiores.** Ya han comenzado el BoE y la Fed, entre los principales bancos centrales. Esto ya estaba descontado, pero no que sucediera en un contexto de menos crecimiento y más inflación en el cual subir tipos resulta más arriesgado porque las consecuencias son menos previsibles. Y puede que los bancos centrales confíen demasiado en el margen de que disponen para subir tipos sin perjudicar crecimiento y empleo. Este **riesgo de error** también se eleva.

(v) **La prima de riesgo implícita del mercado ha aumentado** con la incorporación del "factor guerra", aunque más en Europa que en EE.UU. por nuestra superior vulnerabilidad y proximidad al conflicto. El gasto militar y en ayuda a refugiados recaerá fundamentalmente sobre Europa, mientras que las exportaciones de petróleo y gas desde Estados Unidos para tratar de contrarrestar la fuerte disminución del suministro desde Rusia aportarán algo más de crecimiento a la economía americana.

(vi) Finalmente, es innegable que menos crecimiento, más inflación, beneficios inferiores, tipos más altos y prima de riesgo superior no pueden resultar en **valoraciones** más generosas, sino menos. Las bolsas aún no descuentan nada de esto, pero las valoraciones de compañías e índices **se actualizarán a lo largo de abril y mayo** (es decir, con posterioridad a las nuestras, recogidas en este mismo informe)... y entonces su reacción podría ser distinta, menos complaciente.

Gráfico 1.1. Cuota mundial en materias primas de Rusia y Ucrania.

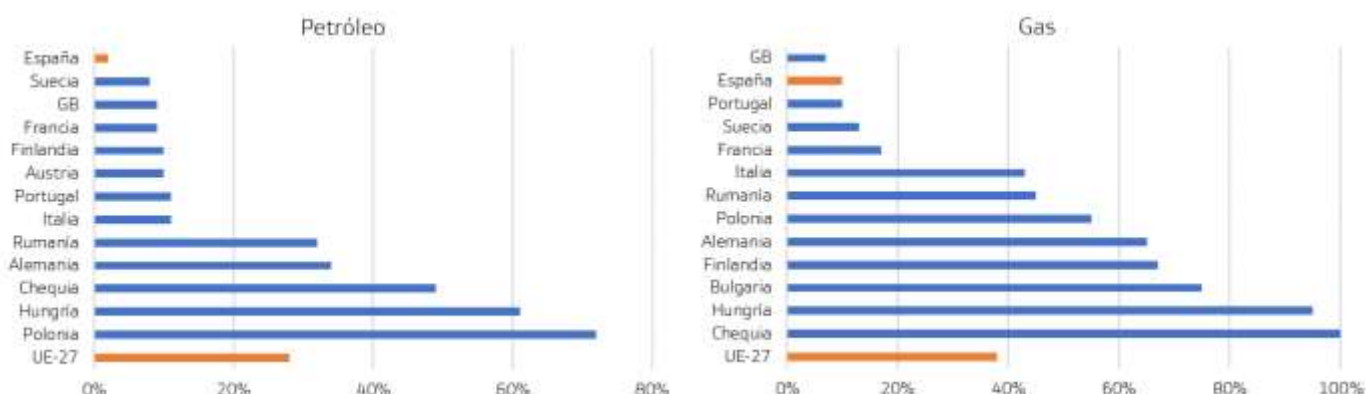


Subir tipos en un contexto de menos crecimiento y más inflación resulta más arriesgado porque las consecuencias son menos previsibles.

Menos crecimiento, más inflación, beneficios inferiores, tipos más altos y prima de riesgo superior no pueden resultar en valoraciones más generosas, sino menos.

Estrategia de Inversión 2T 2022

Gráficos 1.2 y 1.3. Dependencia europea del petróleo y del gas rusos.



Fuentes: FMI WEO, USDA, Haver, Bloomberg

De los dos factores clave - la guerra y los tipos de interés -, abordemos primero estos últimos, puesto que es el frente en el que podemos ofrecer explicaciones y estimaciones más técnicas.

La **autoconfianza de los bancos centrales** con respecto a las implicaciones que tiene subir tipos de forma prolongada en el tiempo puede representar un riesgo que no ha sido bien evaluado hasta ahora. Porque si antes de la invasión de Ucrania sosteníamos que tenía lugar una elevada inflación, pero eminentemente de oferta que decaería más bien rápidamente a lo largo de 2022, ahora la situación ha cambiado. La invasión de Ucrania ejercerá un impacto severo sobre los precios de las materias primas, por un lado, y reducirá los flujos comerciales globales, por otro. El encarecimiento de las materias primas (energía, agrícolas e industriales) supondrá un segundo impacto sobre la inflación - aunque más proporcionalmente sobre la europea que sobre la americana -, lo que hará inevitable la existencia de efectos de segunda ronda sobre los precios, permeando sobre toda la cadena productiva y de servicios. Esto **transformará una inflación de oferta en otra también de demanda**, forzando a los bancos centrales a actuar con mayor determinación de lo que pensaban y de lo que el mercado descuenta.

Los tipos de interés subirán más rápidamente de lo que se espera porque los bancos centrales se verán forzados a anteponer su deber de controlar los precios en detrimento del de favorecer crecimiento y empleo. Sobre todo la Fed - y, en menor medida, pero también - el BoE y el BCE. Porque la economía americana enfrenta el *shock* por la invasión de Ucrania desde una situación más cómoda: con pleno empleo (Tasa de Paro 3,8%), crecimiento holgado (PIB 4T 2021 +5,6%), avances notables de los ingresos personales (+7,5% a/a en Dic.'21) que prácticamente neutralizan la pérdida de poder adquisitivo por la inflación (+7,9% a/a Feb.'22) y precios inmobiliarios expandiéndose casi excesivamente (+15% a/a Feb.'22). Además de disfrutar de autosuficiencia energética. Pero las circunstancias europeas son muy diferentes, lamentablemente. Por eso **el riesgo es superior en Europa**.

Es inevitable que la **Fed** priorice el control de la inflación actuando más agresivamente sobre su política monetaria, con la tranquilidad de saber que dispone de un cómodo margen de seguridad para el error a la vista de su sólida posición en términos de ciclo económico. Las subidas de tipos provocarán inevitablemente un encarecimiento de la financiación de familias y empresas, pero es improbable que en Estados Unidos afloren

Inevitablemente, surgirán efectos de segunda ronda sobre los precios, permeando sobre toda la cadena productiva y de servicios, transformando una inflación de oferta en otra también de demanda y forzando a los bancos centrales a actuar con mayor determinación

Estrategia de Inversión 2T 2022

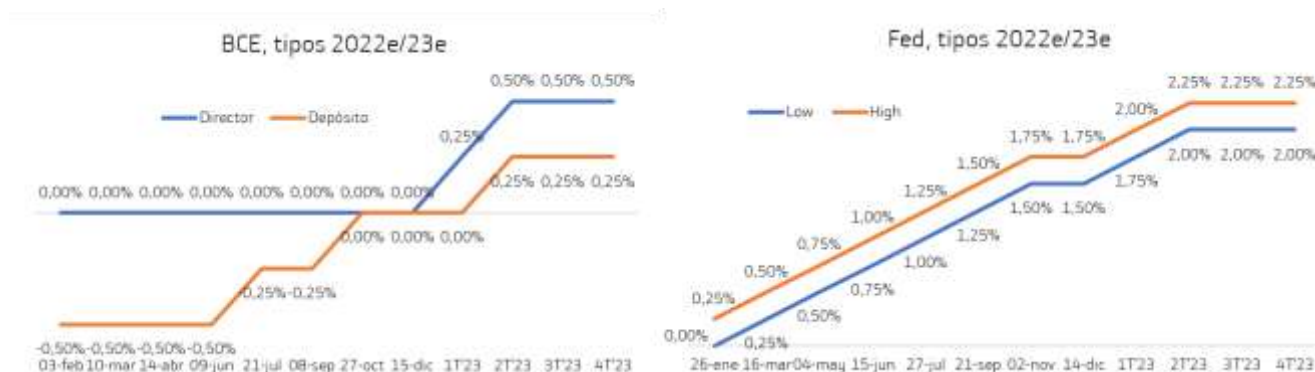
tensiones sociales derivadas de ello, ya que el balance entre la evolución de la inflación (+7,9%) y los ingresos personales nominales (+7,5%) parece equilibrado, al menos por ahora. Por eso **la Fed probablemente seguirá adelante con más determinación de lo esperado subiendo tipos**, ejerciendo una influencia ineludible sobre el BCE... que terminará aceptando subir un poco este mismo año, aunque probablemente sólo su tipo de depósito, que permanece en negativo desde 2014 (-0,50% desde junio 2016).

Estimamos que **la Fed subirá hasta 1,50%/1,75%**, al menos, este año, desde 0,25%/0,50% actual, después de haber aplicado su primera subida (+25 p.b.) en su reunión del 16 de marzo. Por supuesto, sus compras de activos (bonos) terminaron en marzo, como las del **BCE** terminarán previsiblemente en junio. Y, con respecto a este último, estimamos que subirá 25 p.b. su **tipo de depósito** en su reunión del 21 de junio, hasta -0,25%, para repetir este mismo movimiento probablemente en su reunión del 27 de octubre y **dejarlo en 0%**. Pero es improbable que suba su tipo de crédito desde el 0% actual antes de 2023, año en que sí lo elevará hasta 0,50%. Estimamos que, por su parte, los *Fed funds* subirán hasta el rango 2,00%/2,25% en 2023. El consenso del mercado se encuentra algo por encima de estas expectativas, pero creemos que, aunque los primeros movimientos de la Fed serán más contundentes, después podrían moderarse o distanciarse en función de los resultados... no solo sobre la inflación, sino también sobre el consumo privado y la inversión empresarial.

La Fed subirá hasta 1,50%/1,75%, al menos, este año, y hasta 2,00%/2,25% en 2023.

Y el BCE se verá presionado para actuar también este año, subiendo su tipo de depósito hasta 0% y el de crédito o director hasta 0,50% en 2023.

Gráficos 1.4 y 1.5. Estimaciones de tipos directores en Europa y Estados Unidos.



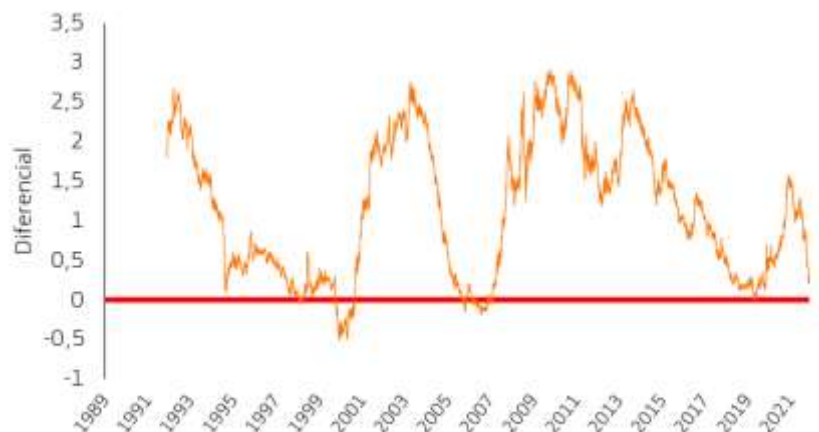
Para terminar con los tipos de interés, una cuestión absolutamente determinante a tener en cuenta es la **probable inversión de la curva de tipos americana 2-10 años**, hasta el punto en que este *spread* diferencial llegue a situarse en negativo. Históricamente los retrocesos significativos de Wall St. han tenido lugar precisamente justo después de que esto sucediera: en el año 2000 entró en negativo de forma prolongada en el tiempo y lo que sucedió fue que el S&P500 retrocedió -10,1%, -13,0% en 2001 y -23,4% en 2002. También se colocó en negativo en 2008 y el S&P500 reaccionó retrocediendo -38,5%. En 2018 no llegó a situarse en negativo, pero estuvo muy cerca (casi invertida) y el retroceso fue de -6,2%.

Tipos al alza y *spread* 2-10 años en negativo actúan sobre las bolsas como la fuerza de la gravedad sobre los cuerpos, limitando cualquier avance serio. Y esto es así porque suele funcionar como una especie de **alarma que avisa sobre una probable recesión o, al menos, sería pérdida de impulso** del ciclo económico. Ahora se encuentra en torno a tan solo 20 p.b., como puede apreciarse en el Gráfico 1.6 siguiente...

La probable inversión de la curva de tipos americana 2-10 años es el indicador que nos dirá cuánto de preocupados deberemos estar.

Estrategia de Inversión 2T 2022

Gráfico 1.6. Spread Bonos 2-10 años americanos.



En definitiva, las **referencias a monitorizar estrechamente** en el segundo trimestre serán el desenlace de la invasión de Ucrania por parte de Rusia y las subidas de tipos por parte de la Fed y el BCE. Y el cambio de contexto no ha sido a mejor, sino a peor.

Y ahora abordemos la segunda clave del mercado. La invasión de Ucrania por parte de Rusia tendrá **consecuencias de corto y largo plazo**. Estas últimas dependerán de su desenlace final y puede que no sean necesariamente negativas, ya que parece probable que **la democracia liberal salga reforzada de esta prueba y Europa más unida**.

Pero las consecuencias de corto plazo son ya tan irreversibles como fácilmente identificables: aún más inflación, reducción de los flujos comerciales - bien por sanciones, bien por autoprotección -, menos crecimiento, creación de empleo más débil y beneficios empresariales sujetos a una incertidumbre superior. Estos cambios, este deterioro del contexto, ya tendrá lugar igualmente incluso en el caso de que la guerra terminase inmediatamente. Por eso defendemos que, ante una incertidumbre superior que implica una prima de riesgo también superior en las **valoraciones**, éstas se verán **revisadas inevitablemente a la baja** y los potenciales de revalorización de las bolsas sustancialmente disminuidos. La síntesis de nuestros cálculos actualizados desde esta perspectiva se ofrece en la Tabla 1.3 siguiente:

Las referencias a monitorizar estrechamente en el segundo trimestre serán el desenlace de la invasión de Ucrania por parte de Rusia y las subidas de tipos por parte de la Fed y el BCE. Y el cambio de contexto no ha sido a mejor, sino a peor.

Ante una incertidumbre superior que implica una prima de riesgo también superior, las valoraciones se verán revisadas inevitablemente a la baja y los potenciales de revalorización de las bolsas sustancialmente disminuidos.

Tabla 1.3. Valoraciones actualizadas de las principales bolsas.

	Var.%	Valoración			Cotización	Potencial(3)	Máximo Histórico	Fecha del máximo
	2022 (1)	Anterior(2)	Actual (3)	% Revisión	22/03/22	Dic.'22e		
Ibex-35	-2,6%	9.664	8.776	-9,2%	8.487	+3,4%	15.946	08.11.2007
PSI-20	+4,5%	5.865	5.633	-4,0%	5.821	-3,2%	13.702	17.07.2007
EuroStoxx-50	-8,7%	4.875	3.868	-20,7%	3.926	-1,5%	5.464	06.03.2000
S&P 500	-5,5%	5.266	4.533	-13,9%	4.505	+0,6%	4.797	03.01.2022
Nikkei 225	-5,4%	31.875	27.117	-14,9%	27.224	-0,4%	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2022 hasta 22.03.2022. (2) Calculado en Dic. 2021 para la Estrategia de Inversión 1T 2022. (3) Valoración y potencial de revalorización estimados desde el 22.03.2021 hasta 31.12.2022.

Estrategia de Inversión 2T 2022

La sensación de que **el ciclo se ha vuelto vulnerable** en ciertos frentes, como inmobiliario o bolsas, empieza a tomar forma si consideramos la herencia que dejará la guerra. No significa necesariamente que vayamos a enfrentar correcciones graves, pero sí que **un estancamiento en torno a los niveles actuales parece probable. O modestos retrocesos, al menos durante un tiempo.** ¿Cuánto? Depende de la duración y del desenlace de la guerra. Consideramos que **son 3 los desenlaces más probables** y ninguno de ellos bueno, puesto que ni las cosechas en Ucrania se recogerán ya este año (lo que encarecerá las denominadas *soft commodities* o agrícolas), ni las sanciones contra Rusia se desactivarán rápidamente una vez terminada la guerra. Permanecerán años, como sucede en estos casos.

:: **Desenlace "Regular".**- Consiste en alcanzar una paz negociada hacia abril/mayo. La fecha del **9 de mayo** (o su víspera) será determinante porque ese día Rusia celebra anualmente su victoria en la IIGM con un vistoso desfile en la Plaza Roja de Moscú y el sentido común dice que Putin querrá ofrecer en esa celebración algún tipo de victoria con el que dar por terminada una invasión que puede terminar volviéndose en su contra, incluso internamente. Asignamos una **probabilidad del 40%** a este desenlace. Es la salida más razonable desde una perspectiva militar pura, pero no la más probable considerando la rotunda negativa de Ucrania a ceder territorio - ni siquiera la ocupada e irrecuperable Crimea - y el lento avance ruso, sometido a un serio desgaste y agotamiento que probablemente derivará en un estancamiento. No es probable que se alcance un acuerdo negociado hasta que Rusia agote sus recursos militares, algo que aún no ha sucedido en el momento de redactar este informe. Aun siendo este el desenlace menos malo, las consecuencias adversas sobre los precios y el crecimiento son ya inevitables.

:: **Desenlace "Malo".**- El conflicto deriva en una guerra de guerrillas y de desgaste mutuo extendido en el tiempo, tal vez varios años y en cierto modo similar al de Afganistán. Asignamos una **probabilidad del 55%**. En este caso, aunque el mercado se acomodará a convivir con ello, los daños sobre la economía global, y particularmente la europea, se extenderán en el tiempo. Y los desafíos geoestratégicos sobre Europa también.

:: **Desenlace "Muy Malo".**- Afortunadamente es el **menos probable (5%)** porque consiste en una escalada entre Rusia y la OTAN de consecuencias imprevisibles.

El que Ucrania eligiera a un humorista como presidente, la inacción tras las ocupaciones de Georgia y de territorio ucraniano por parte de Rusia (Crimea y la franja del Donbás, en el sureste) y la confusa y precipitada retirada de Estados Unidos de Afganistán facilitaron la percepción por parte de Rusia de sendos liderazgos débiles - ucraniano y americano - lo que ha demostrado ser un grave error de cálculo por su parte. El aislamiento hace muy vulnerable a Rusia, de manera que se volverá cada vez más dependiente de **China, ganadora indirecta de este conflicto** porque podrá asegurarse el suministro de materias primas desde Rusia, de quien será cliente absolutamente preferente, y a unos precios más atractivos de los que pagaría si la invasión de Ucrania no hubiera sucedido. Este encaje de intereses mutuos llevará a una mayor cooperación "de facto", pero improbablemente formalizada, que podría derivar con el paso del tiempo en una especie de relación de vasallaje económico de Rusia hacia China que reforzaría la capacidad de influencia de esta última a escala global, en los ámbitos comercial, político y militar.

Paralelamente, lo ocurrido forzará a aumentar la **inversión en defensa** en todo el mundo, pero proporcionalmente más en Europa, con las

La sensación de que el ciclo se ha vuelto vulnerable en ciertos frentes, como inmobiliario o bolsas, empieza a tomar forma si consideramos la herencia que dejará la guerra.

No significa necesariamente que vayamos a enfrentar correcciones graves, pero sí que un estancamiento en torno a los niveles actuales parece probable. O modestos retrocesos, al menos durante un tiempo.

Estrategia de Inversión 2T 2022

consecuencias presupuestarias que eso tendrá, y Estados Unidos se verá obligado a aumentar su protagonismo en Europa sin dejar de proyectar su tutela sobre Asia-Pacífico, prioritaria durante los últimos 20 años.

Vivimos en un mundo - o hemos estado viviendo hasta ahora - **unipolar**, tutelado por la *pax americana*, inspirado globalmente por los principios de la democracia liberal... con sus imperfecciones, sin duda. Y lo que está ahora en juego es **la transición o no a un mundo tripolar** en el cual los dos nuevos polos estarían representados por dos potencias autocráticas emergentes, que son Rusia y China, con reglas comerciales, sociales y políticas absolutamente diferentes. Porque lo que realmente se decide con la invasión de Ucrania es, precisamente, tan importante como eso.

Lo que suceda en Ucrania, geoestratégicamente determinará la actitud de China con **Taiwán**. En relación a este delicado asunto geoestratégico se identifican 2 números clave que conviene retener: **2035** y **2049**. El primero porque se estima que en el año 2035 la capacidad militar convencional (es decir, no nuclear) de China superará a la de Taiwán, lo que posibilitaría forzar la unificación. Este es un objetivo de particular interés para China de cara al año 2049, que es la otra cifra clave, cuando se celebrarán los 100 años de la institucionalización del actual régimen comunista en el país, en caso de que no tenga lugar ningún cambio hasta entonces.

Identificamos **3 conclusiones** relevantes, prácticas y fiables **derivadas de la invasión de Ucrania** que conviene tener presentes: su resolución no será rápida, sus consecuencias económicas adversas ya son ineludibles cualquiera que sea el desenlace y el factor geoestratégico será a partir de ahora tan determinante para el mercado como los convencionales (ciclo económico, tipos de interés, resultados empresariales...).

En ese contexto, por cálculos objetivos pero también por sentido común, **las valoraciones de las bolsas son más ajustadas** y, por extensión, **sus potenciales modestos**. Solo la presión de la liquidez explica la resistencia de las bolsas hasta ahora a reconocer que esto es así y retroceder, aunque solo sea preventivamente. **Los riesgos se mueven claramente al alza** y es muy difícil identificar algún estímulo potencial claro que permitiera esperar subidas continuadas de las bolsas. Si la resistencia de las bolsas respondiese solo la presión de la liquidez, entonces **podría tratarse de una burbuja** que terminaría pasando factura. Y esto puede empezar a suceder una vez que los programas de compras de activos de los bancos centrales hayan expirado totalmente, en marzo en el caso de la Fed y en junio en el del BCE. Veremos.

En coherencia con la perspectiva descrita, ya en enero diseñamos un Plan de Reacción en 2 fases. Una primera cualitativa que consistió en cambiar las preferencias sectoriales (menos tecnología y más bancos, básicamente) y que ejecutamos el 31 de enero, de forma preventiva. Una segunda cuantitativa, que consistió en reducir -10% exposición linealmente a todos los perfiles de riesgo de nuestros clientes y que ejecutamos el 24 de febrero, el mismo día que comenzó la invasión de Ucrania, como así anunciamos que haríamos si sucedía. A partir de ese día nuestros niveles de exposición recomendados quedaron: 15% Defensivo, 25% Conservador, 40% Moderado, 55% Dinámico y 70% Agresivo. Posteriormente, ante el deterioro de la situación y tras comprobar que, una vez iniciada la invasión de Ucrania, las consecuencias negativas sobre el crecimiento, la inflación y los beneficios empresariales serían inevitables, el 7 de marzo redujimos definitivamente los niveles de exposición hasta 0%/0%/15%/25%/40% para priorizar la protección del patrimonio y reducir el riesgo asumido.

Lo que está ahora en juego es la transición o no a un mundo tripolar en el cual los 2 nuevos polos estarían representados por 2 potencias autocráticas emergentes, con reglas comerciales, sociales y políticas absolutamente diferentes.

El final de la guerra no será inmediato, sus consecuencias económicas adversas ya son ineludibles cualquiera que sea el desenlace y el factor geoestratégico será a partir de ahora tan determinante para el mercado como los convencionales.

Estrategia de Inversión 2T 2022

¿Cuándo volver a aumentar, hipotéticamente, exposición a riesgo (bolsas)?.

Solo bajo alguna de las siguientes 2 circunstancias: bien ante el fin de la guerra o bien ante la evidencia de que la invasión rusa deriva en una guerra de desgaste, prolongada en el tiempo y sin escalar más allá de Ucrania, con la cual el mercado se acostumbraría a convivir pacíficamente al entender que no puede causar ya más daño al ciclo económico global del que ya se encuentre en ese momento descontado en las cotizaciones. Entonces sí volveríamos a subir exposición, aunque no para recuperar los generosos niveles que mantuvimos entre marzo de 2020 y febrero de 2022 (rango 25%/80%), que eran coherentes con unas expectativas de revalorización igualmente generosas. Sino probablemente más bien hacia niveles casi neutrales o algo por debajo, compatibles con un contexto casi estabilizado caracterizado por un mejor equilibrio entre riesgo y retorno esperado. Orientativamente podría tratarse del rango 10%/60% vs 0%/40% actual.

Mientras llega el momento de hacer eso, **seguimos anteponiendo la protección a la ambición** y concentrando la exposición a renta variable en Materias Primas (fondos de inversión GAM Commodities y JPM Naturals Resources), específicamente Petroleras (Repsol, ENI, Galp), Ciberseguridad (Fortinet, CrowdStrike, Palo Alto; fondos Allianz Cyber Security, Pictet Security, Credit Suisse Security y Natixis Thematics Safety), Infraestructuras (REE, Enagás), (M&G Global Listed infrastructures), Defensa (Rheinmetall, Leonardo, Thales, Lockheed Martin, Indra) y, ocasionalmente, pero tal vez algo más adelante este año, Bancos.

Puede ser una buena decisión **favorecer proporcionalmente el cash** durante un tiempo, al menos hasta que el alcance y las consecuencias de la invasión de Ucrania y las subidas de tipos puedan evaluarse adecuadamente. Mientras tanto, una manera razonable de **cubrirse contra una inflación elevada** será posicionarse en materias primas y la de **protegerse contra un ciclo debilitado** empezar a considerar la posibilidad de ir invirtiendo en unos bonos que ganarán atractivo al ofrecer TIR superiores.

Un detalle completo al respecto se ofrece en el apartado 3 de este informe correspondiente a Ideas de Inversión.

Volveríamos a recomendar subir exposición, bien ante el fin de la guerra o bien ante la evidencia de que la invasión rusa deriva en una guerra de desgaste, prolongada en el tiempo y sin escalar más allá de Ucrania, con la cual el mercado se acostumbraría a convivir pacíficamente al entender que no puede causar ya más daño.

Estrategia de Inversión 2T 2022

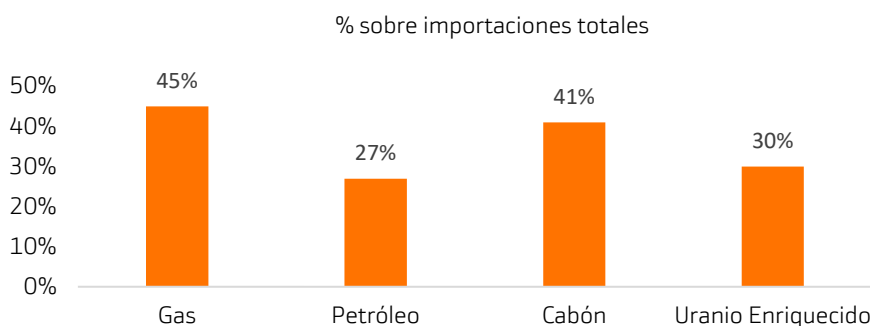
UEM: "El conflicto de Ucrania abre un periodo de más inflación y menos crecimiento. El BCE prioriza la normalización de la política monetaria. Fin a la etapa de tipos negativos."

La invasión de Ucrania por parte de Rusia supone un punto de inflexión para la economía europea. Rusia es una pieza clave en el mercado energético de Europa. El 41% del gas y el 27% del petróleo procede de Rusia. En represalia a la invasión, Europa aplica importantes sanciones comerciales y financieras con el objetivo de aislar a Rusia y dificultar la financiación de la guerra. Europa se enfrenta a un periodo de más inflación y menor crecimiento. El IPC repunta hasta niveles no vistos desde hace más de 40 años y las perspectivas de inflación a medio plazo superan claramente los objetivos de BCE. El impacto final sobre la economía dependerá de la evolución del conflicto y la repercusión de las sanciones, pero las estimaciones de crecimiento se revisan claramente a la baja. Nuestras estimaciones contemplan ahora un PIB de +2,6% para 2022 vs 4,3% ant. El BCE se enfrenta a la difícil tarea de combatir la inflación y al mismo tiempo proteger a la economía. En este contexto, el BCE se decanta por priorizar la normalización de la política monetaria y anuncia la retirada acelerada de su programa de compras de deuda (APP) que finalizaría en junio. En cuanto a los tipos de interés, esperamos que las subidas comiencen en el tercer trimestre del año, con el tipo de depósito. Estimamos que el tipo de depósito se sitúe en cero a finales de año vs -0,50% actual. Las subidas en el tipo director (0% actual) llegarán en 2023. Tras estos movimientos se pondrá fin a la etapa de tipos negativos en la Eurozona que comenzó en junio de 2014.

El PIB de la UEM retornó a los niveles previos a la pandemia a finales de 2021, tras un crecimiento del PIB del +4,6% en el 4T. Sin embargo, la invasión rusa de Ucrania es un punto de inflexión para Europa. La guerra Rusia-Ucrania tendrá un impacto sustancial en la actividad económica debido a las subidas de los precios de la energía y de las materias primas, la interrupción del comercio internacional y la merma de la confianza.

La invasión rusa de Ucrania supone un punto de inflexión para la economía europea.

Gráfico 1.7. UEM-. Dependencia Energética de Rusia.



Fuente: Agencia Internacional de la Energía

Rusia es una pieza clave en el mercado energético de Europa. El 45% del gas (61% en Alemania), el 27% del petróleo y el 41% del carbón procede de Rusia. Desde el comienzo del conflicto, el petróleo ha subido un +21% (+50% en el año) y el gas en Europa un 12%. Otras materias primas tanto de materiales (níquel, aluminio, paladio,....) como de alimentación (trigo, soja,....) también registran fuertes repuntes en el periodo.

Alta dependencia de Rusia en el mercado energético en Europa.

El impacto final sobre la economía dependerá de la evolución del conflicto y de la repercusión de las sanciones. Europa aprueba importantes sanciones comerciales y financieras con el objetivo de aislar a Rusia y dificultar la financiación del régimen de Putin. Estas sanciones incluyen la exclusión de bancos del sistema de pagos SWIFT, la prohibición de exportar determinados productos y bloqueos a transacciones con sectores clave. Además muchas empresas han decidido abandonar totalmente la actividad en el país. Rusia es el quinto socio comercial de la UE. Las exportaciones a Rusia representan el 0,7% del PIB de la UEM.

La duración del conflicto y la repercusión de las sanciones claves para determinar el impacto final sobre el crecimiento.

Estrategia de Inversión 2T 2022

Por el lado positivo, algunos factores adversos que frenaban el crecimiento están desapareciendo. Los rebrotes del Covid son de menor virulencia y las medidas para contener su propagación son más suaves y están en proceso de retirada. Los cuellos de botella causados por la pandemia muestran signos de moderación. **El fin de la pandemia supone menores restricciones y una moderación de los cuellos de botella.**

El ahorro acumulado durante la pandemia también ayudará a moderar las consecuencias del conflicto. Durante 2020 y 2021 los consumidores europeos ahorraron un 50% más de lo que hubiesen ahorrado si la pandemia nunca hubiese ocurrido. Esto se traduce en un exceso de ahorro de aproximadamente un billón de euros, lo que representa el 9% del PIB.

Las políticas de apoyo fiscal y los avances en empleo también jugarán a favor del crecimiento. Los fondos procedentes del Next Generation deberán impulsar el crecimiento en Europa. Estos fondos totalizan 807.000M€ para el periodo 2021-27, pero conllevarán un mayor desembolso en los primeros años. Y a nivel individual, los países ponen en práctica medidas adicionales de compensación fiscal para aliviar el impacto de la guerra (subsidios y rebajas fiscales para la electricidad y petróleo,...). Además, la mejora gradual del mercado laboral llevará a avances de empleo y salarios que favorecerán la renta de los hogares.

Los indicadores adelantados y de confianza de la UE comienzan a deteriorarse reflejando las consecuencias del conflicto. Es el caso del ZEW alemán que sufre el mayor desplome de toda la serie histórica (que comienza en diciembre 1999) al caer hasta -39,3 desde +54,3. La Confianza del Consumidor también retrocede con fuerza hasta niveles cercanos a los de la pandemia.

Nuestra estimación de PIB 2022 se sitúa ahora en +2,6% vs +4,3% ant. (5,3% en 2021). Para 2023 esperamos un crecimiento de +2,7%.

Factores que mitigan el impacto en crecimiento: Moderación del Covid y de los cuellos de botella.

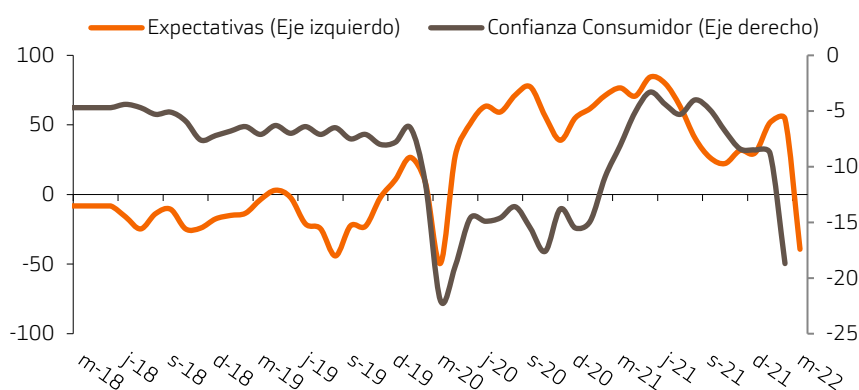
Exceso de ahorro de las familias

Apoyo de políticas fiscales y mejora del empleo.

Claro deterioro en los indicadores de confianza

Revisión a la baja de las expectativas de crecimiento

Gráfico 1.8. Confianza del Consumidor UEM y ZEW Alemania



Fuente: Comisión Europea y ZEW – Leibniz Centre for European Economic Research

La inflación repunta con fuerza. El último registro de febrero muestra una subida del IPC de +5,9 % (5,1% ant.). Estos registros de IPC no se veían desde hace 40 años en Europa. El encarecimiento de la energía (+32% a/a) es el principal impulsor de la subida, pero se extiende también a otros componentes. La Tasa Subyacente se sitúa en +2,7% (vs 2,3% ant.).

Fuerte repunte de la inflación hasta niveles no vistos desde hace 40 años:

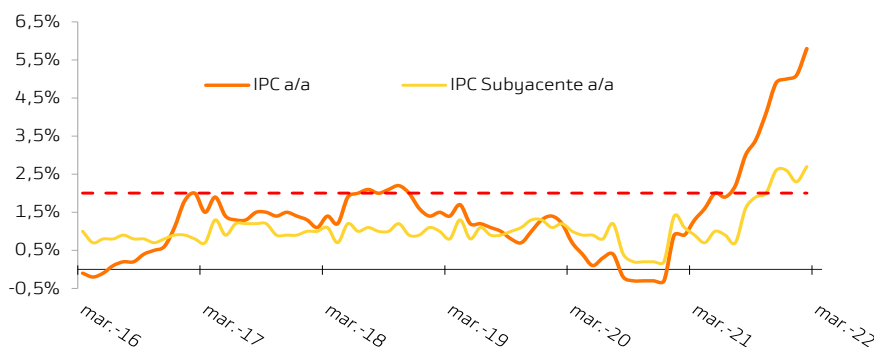
Estrategia de Inversión 2T 2022

Las expectativas de inflación también están repuntando y superan claramente los objetivos del BCE del 2%. En Alemania, el *breakeven* de inflación a dos años se sitúa en 4,9%. El *breakeven* a cinco años en 2,9% y el diez años en 2,5%. Nuestras estimaciones asumen un IPC medio de +6,7% en 2022 (6,0% final de año) y +2,7% en 2023 (2,0% final de año)

El Banco Central Europeo se enfrenta a la difícil tarea de combatir la inflación que se sitúa en niveles récord y al mismo tiempo proteger a una economía que pierde vigor con las consecuencias del conflicto en Ucrania. En este contexto, en su última reunión de política monetaria, el BCE se decanta por seguir avanzando en la normalización de la política monetaria y acelera la retirada de compras de deuda (APP).

Las compras pasan a ser ahora de 40.000M€ en abril, 30.000M€ en mayo y 20.000M€ en junio. Además, las compras finalizarían aquí, si los datos apoyan que la inflación no se debilita tras la retirada de las compras. Anteriormente el BCE contemplaba unas compras de 40.000M€ en el 2T, 30.000M€ en el 3T y 20.000M€ a partir de octubre y durante el tiempo que fuese necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos.

Gráfico 1.9. UEM-. Evolución de la Inflación



Fuente: Eurostat

En cuanto a los tipos de interés, el BCE elimina el automatismo entre el fin de la compra de activos y la subida de tipos. La subida de tipos llegará "tiempo después" del fin de las compras y dependiendo de la evolución de los datos. Antes, el mensaje era que las compras no acabarían hasta "poco antes" de la primera subida de tipos.

El BCE quiere huir de calendarios y enfatiza que el cambio es una llave a la flexibilidad que les permitirá actuar de forma ágil. El banco central trata de mantener un amplio margen de flexibilidad debido a la gran incertidumbre sobre el impacto que la guerra en Ucrania tendrá en la zona euro.

Nuestro escenario asume que la primera subida de tipos comenzará en el 3T de 2022, con una subida en el tipo de depósito hasta -0,25% desde -0,50% actual. Esperamos que para diciembre se sitúe en 0%. Con estos movimientos se podría fin a la etapa de tipos de interés negativos en la UEM que comenzó en junio de 2014.

En cuanto al tipo de referencia (0% actual), esperamos que la primera subida tenga lugar en el 1T de 2023 hasta 0,25%. Para diciembre 2023 estimamos un nivel de 0,50%.

Las expectativas de inflación a medio plazo superan los objetivos del BCE

El BCE avanza en la normalización de la política monetaria:

Aceleración en la retirada de compras de activos del BCE

El BCE elimina el automatismo entre compras y subida de tipos

... con el objetivo es priorizar la flexibilidad y la dependencia de los datos.

Nuestro escenario asume el comienzo de la subida de tipos en el 3T 2022.

Fin a la etapa de tipos negativos en la UEM.

Estrategia de Inversión 2T 2022

Suiza: "Más inflación, pero controlada. Los tipos seguirán en negativo."

Rebajamos nuestras previsiones de crecimiento hasta +2,6% en 2022e (vs +2,9% en diciembre). El conflicto Rusia-Ucrania frenará el crecimiento y llevará a un repunte de inflación más intenso y prolongado en el tiempo. El IPC superará el objetivo del SNB (2%) durante buena parte del año, aunque es probable que retroceda a finales de 2022 hasta el +2% (vs +1,2% estimado en diciembre) y hasta el +0,8% en 2023e. Por ello, no prevemos cambios en política monetaria. El franco suizo continuará apreciado (1,00/1,05 2022e), en un entorno de mayor incertidumbre en el frente geopolítico, y el SNB tendrá cierto margen de tolerancia, ya que supone un alivio para las tensiones inflacionistas provenientes del exterior.

El PIB continuará creciendo por encima de su potencial estimado (+2,6% 2022e vs +2% de media en 2017/2019), aunque desacelerando de forma significativa frente al +3,7% de 2021. El **Consumo Privado** será el principal motor de la economía, animado por la reapertura económica tras la pandemia. Mientras que el principal detractor será el **Gasto Público**, que se reducirá por la eliminación de los estímulos fiscales para amortiguar el impacto del virus. Aunque las exportaciones seguirán creciendo, la **Balanza Comercial** tendrá una menor contribución al crecimiento, por el fuerte incremento de costes de la energía (petróleo y gas).

Rebajamos previsiones de crecimiento. PIB +2,6% 2022e desde +2,9% estimado en diciembre.

Suiza presenta unos **fundamentales sólidos**: (i) El **mercado laboral** ya ha recuperado los niveles previos al virus, con una Tasa de Paro del 2,6% en 2021 y que prevemos continúe reduciéndose hasta 2,3% 2022e y 2,1% 2023e. (ii) Podría volver en 2022 a **superávit fiscal**, tras 2 años consecutivos de déficit por las medidas para mitigar el impacto del virus.

El **repunte de inflación será más intenso y prolongado** de lo estimado inicialmente. El conflicto Rusia-Ucrania ha supuesto un fuerte repunte en los precios de petróleo y gas. Por ello, revisamos al alza nuestras previsiones de inflación, hasta **+2% en diciembre 2022** (desde +1,4% en 2021) y alcanzando un pico del +2,8% en 2T. De cara a **2023**, es previsible que modere hasta **+0,8%**, por efecto comparable.

La inflación podría alcanzar un pico de +2,8% en 2T para retroceder posteriormente hasta +2% a diciembre de 2022e.

Estimamos una **Política Monetaria continuista** por parte del **SNB**, con tipos estables en -0,75% tanto en 2022e como en 2023e. La inflación cerrará este año en niveles próximos al **objetivo del 2%**, para volver a situarse significativamente por debajo en 2023e. Por otra parte, un endurecimiento de la política monetaria podría fortalecer aún más el franco, penalizando sus exportaciones y, por tanto, el crecimiento económico. Una de las principales preocupaciones en un entorno de tipos negativos, es la formación de burbujas, sobre todo en el **sector inmobiliario**, pero lo cierto es que *UBS Real Estate Bubble Index* está retrocediendo y ya no marca burbuja, si no sobrevaloración.

El SNB mantendrá una política monetaria laxa.

El **franco suizo** se mantendrá apreciado, actuando como activo refugio en un entorno de tensiones geopolíticas. Prevemos **niveles próximos a la paridad frente al euro** (1,00/1,05 en 2022e), y mientras no traspase significativamente esos niveles, parece poco probable que el SNB intervenga la divisa. Es cierto que un franco apreciado resta atractivo a las exportaciones, pero en esta ocasión también permite mitigar las presiones inflacionistas que vienen del exterior. Por ello, creemos que **habrá cierta tolerancia por parte del SNB**.

El franco suizo continuará apreciado y el SNB tendrá cierta tolerancia.

Estrategia de Inversión 2T 2022

Reino Unido: "El BoE continuará subiendo tipos pese a la desaceleración del crecimiento"

El contexto se torna más complejo. La guerra entre Rusia y Ucrania añade presión a unos niveles de precios ya muy elevados, el comercio global se reduce y la incertidumbre aumenta. Es inevitable que Consumo e Inversión se resientan, lo que se unirá a un Sector Exterior penalizado tras la salida de Reino Unido de la Unión Europea. En resumen, el crecimiento se moderará con fuerza en próximos trimestres y, consecuentemente, recortamos nuestras estimaciones de PIB para el ejercicio (hasta +3,6% desde +4,8% anterior). Todo ello mientras elevamos las de inflación (hasta +6,0% desde +3,0%). El Banco de Inglaterra afronta este escenario con tres subidas de tipos consecutivas mientras que comienza a moderar su programa de compra de activos. El proceso no ha hecho más que comenzar. Este año estimamos dos nuevas subidas de tipos adicionales (hasta 1,25%), a las que le seguirán otras tres en 2023 (hasta 2,0%). Todo ello mantendrá a la libra apreciada y cotizando dentro de un rango estrecho. En definitiva, el crecimiento se modera, la inflación sube y los riesgos aumentan.

Nuestras estimaciones apuntan a una importante moderación del crecimiento en próximos trimestres. **Nos adentramos en un periodo marcado por elevados niveles de inflación, una política monetaria más restrictiva y un menor nivel de comercio global** derivado en gran medida de las sanciones impuestas por la guerra entre Rusia y Ucrania. Todo ello pesará negativamente sobre el Consumo y la Inversión, ya penalizada por los altos niveles de incertidumbre tras la salida de la Unión Europea. Sin olvidar la tensión comercial post *Brexit*, que seguirá suponiendo un reto para el Sector Exterior.

En concreto, **reducimos nuestras estimaciones de crecimiento** hasta +3,6% en 2022 (desde +4,8% anterior) y hasta +1,6% en 2023 (desde +2,2%). Por su parte, **elevamos significativamente nuestras expectativas de inflación**, hasta +6,0% (desde +3,0%) en 2022 y hasta +2,5% (desde +2,0%) en 2023. Tras esta revisión destaca especialmente el encarecimiento de las materias primas, los persistentes problemas de suministro y unos salarios que se moderan, pero siguen al alza (+4,8% y +3,8% ex bonus en febrero).

En este escenario el Banco de Inglaterra (BoE) ha dejado clara su intención de frenar el alza de los precios. En su última reunión del 17 de marzo subió tipos de nuevo (+0,25% hasta 0,75%). Es la tercera subida consecutiva, que devuelve el tipo director a su nivel prepandemia. Sin embargo, el tono del mensaje muestra un sesgo ligeramente más *dovish* (suave). El BoE tendrá que lidiar con un contexto complejo: mayor inflación, pero también menor crecimiento. En cuanto al programa de compra de bonos soberanos (875.00M GBP) ya ha dejado de reinvertir vencimientos mientras que anuncia que venderá totalmente los corporativos (20.000M GBP) hacia finales de año. Ese mismo proceso, el de venta de bonos soberanos, comenzará previsiblemente después de que el tipo director suba hasta el 1,0%. Nivel que llegará este mismo año. En concreto, **estimamos dos subidas de tipos adicionales en 2022, que llevarán el tipo director hasta 1,25% a cierre de año, y tres más en 2023, hasta alcanzar 2,0%.**

Estos movimientos mantendrán a la libra apreciada, aunque el tono más *dovish* del BoE puede llevar a la esterlina a testear puntualmente niveles más elevados. Por ello, ampliamos ligeramente el rango previsto para este año hasta 0,82/0,85 frente al euro (vs. 0,82/0,84 previo), para posteriormente continuar el proceso de fortalecimiento en 2023 hasta el rango 0,81/0,84 (vs. 0,80/0,83 anterior).

El crecimiento se moderará en próximos trimestres en un entorno marcado por el aumento de la inflación, una política monetaria más restrictiva y unos elevados niveles de incertidumbre.

El BoE tratará de contener el alza de los precios y seguirá con su senda de subidas de tipos. Prevemos dos subidas más este año y tres el próximo.

Estrategia de Inversión 2T 2022

Irlanda: Su S. Exterior desacelerará el crecimiento en 2022 (menos ingresos fiscales). Pero impacto de corto plazo. En 2023 uno de los países UE con mayor crecimiento.

Revisamos a la baja nuestras perspectivas de crecimiento económico en Irlanda para 2022. El motivo principal es el impacto de la guerra Rusia/Ucrania (algo común en todas las economías). Pero, en este caso, estimamos que tendrá impacto limitado y en el corto plazo. La mayor desaceleración estará por el lado de los ingresos fiscales de las compañías domiciliadas en Irlanda (peores resultados empresariales en 2022 y, por tanto, menos impuestos pagados) y su elevada tasa de endeudamiento (financiación más cara por tipos en aumento). Pero en el largo plazo Irlanda seguirá siendo una de las economías más saneadas en la Unión Europea: Paro casi estructural, demografía joven, aumento de actividad empresarial... quizás el país europeo con mayor crecimiento económico.

Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento económico en 2022 hasta +5,1% a/a vs +6,5% estimado anterior. Pero mejoramos las perspectivas de 2023 hasta +5,8% a/a vs +5,5% anterior. La guerra entre Rusia y Ucrania tendrá impacto sobre Irlanda, pero consideramos que solo en el corto plazo y mucho menor que en otros países de la Unión Europea.

El principal motivo por el que reducimos las perspectivas sobre Irlanda es la desaceleración esperada de los resultados empresariales. Las compañías, en términos generales, estarán afectadas por (i) **encarecimiento extraordinario de la energía** (brent +45% año), (ii) **encarecimiento de la financiación** por aumento tipos de interés (compañías en Irlanda muy endeudadas, 170% s/PIB vs 85% s/PIB UEM), (iii) **problemas logísticos** por escasez de materias primas y obstáculos geográficos (p. ej. espacio aéreo ruso cerrado) y (iv) **menores ventas** por la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores derivada de la inflación. El resultado final será una **desaceleración de los BPAs de las compañías y los impuestos pagados sobre estos resultados**. También por un menor Consumo Privado y Gasto Público, por la incertidumbre inflacionista y aumento del endeudamiento durante 2020/2021 (CV-19) respectivamente.

Para Irlanda los resultados empresariales son especialmente importantes porque una parte representativa de su PIB depende precisamente de los impuestos que pagan. Es el país desarrollado con **menor presión fiscal** sobre las sociedades (12,5%). Y por este motivo las sedes de muchas compañías globales están allí establecidas (p. ej. Accenture o Kerry Group). Esta dependencia está reflejada parcialmente en las siguientes dos partidas de sus cuentas nacionales: (i) **Exportaciones Netas**, que incluye comercio convencional y productos vendidos por estas compañías (44% s/PIB) y (ii) **la Inversión Empresarial**, fundamentalmente propiedad intelectual (21% s/PIB). Lo positivo es que casi la mitad de las compañías (42% del total) son tecnológicas y de telecomunicaciones y **sus resultados estarán menos mermados que, por ejemplo, el Sector Industrial**.

Por el lado positivo, pensamos que una vez pase (o se estabilice) el conflicto Rusia/Ucrania, Irlanda está bien posicionada para seguir aumentando su PIB a un ritmo de +5% a/a sostenible en el medio plazo. Los factores más importantes que impulsarán su economía son (i) **la actividad empresarial** explicada, (ii) **población joven con mayor tendencia al consumo** (38 años media vs 42 en UEM; Ventas Minoristas +4% a/a media 5A), (iii) **una Tasa de Paro** casi en nivel **estructural** (5,2%) y (iv) **indicadores de confianza manufactureros y del consumidor ganando tracción**. Por eso, estimamos que a partir de 2023 Irlanda seguirá siendo uno de los países europeos con mayor crecimiento económico y menos sensibilidad a los ciclos económicos.

Revisamos a la baja su crecimiento en 2022. Lógico impacto de la guerra Rusia/Ucrania.

Su economía es muy dependiente de los ingresos fiscales (país desarrollado con menor tasa fiscal de sociedades). BPAs de las compañías desacelerando y mayor coste de financiación implicarán menos ingresos fiscales para Irlanda.

Pero solo impacto en el corto plazo. A partir de 2023 seguirá siendo uno de los países europeos con mayor crecimiento por: actividad empresarial, demografía joven, paro casi estructural e indicadores de confianza acelerando.

Estrategia de Inversión 2T 2022

EE.UU.: "Menos afectada, pero no inmune a la guerra en Ucrania. Presiones adicionales en precios dificultan la maniobrabilidad de la Fed para orquestar un aterrizaje suave."

La economía americana está menos afectada por la guerra en Ucrania, pero no es inmune. EE.UU. sufrirá una mayor desaceleración del crecimiento y más acusadas y persistentes presiones inflacionistas que dificultan la maniobrabilidad de la Fed para orquestar un aterrizaje suave de la economía. La exposición directa de EE.UU. a Rusia/Ucrania es pequeña (~0,15% del PIB¹). El impacto principal en su economía procede de mayores precios de la energía, nuevas posibles disrupciones en las cadenas de suministro y la desaceleración en Europa, con quien tiene mayores lazos comerciales (5,5% del PIB¹). El encarecimiento de la energía y otras materias primas agudiza unas presiones inflacionistas más persistentes y generalizadas de lo anticipado a comienzos de año. Por el lado positivo, el mercado laboral y los balances de familias y empresas son muy sólidos, y la dependencia energética del país es menor que en shocks anteriores. En este entorno la Fed mantiene e incluso acelera la retirada de estímulos. El tono se va endureciendo y combatir la inflación es la prioridad, incluso a expensas del crecimiento económico. Prevedemos 6 subidas de tipos en 2022 hasta 1,50/1,75%. El endurecimiento reciente de las condiciones financieras (aumento de las rentabilidades de los bonos, spreads de crédito, coste de las hipotecas, caída de las bolsas) contribuye al endurecimiento perseguido por la Fed, al que se añadirá la reducción de su balance a partir de mayo.

La economía americana está menos afectada por la guerra en Ucrania, pero no es inmune. EE.UU. también sufrirá una mayor ralentización del crecimiento y mayores y más persistentes presiones inflacionistas.

La exposición directa de EE.UU. al conflicto Rusia/Ucrania es pequeña. Los intercambios comerciales brutos (Importaciones más Exportaciones) con ambos países representa el 0,15% del PIB¹. El impacto principal en su economía procede de (i) mayores precios de la energía, (ii) nuevas posibles disrupciones en las cadenas de suministro y (iii) una desaceleración acusada en Europa, con mayor dependencia de Rusia y más afectada por las sanciones a este país, y con quien sí tiene mayores lazos comerciales (5,5% del PIB¹).

Los mayores precios de la energía y otras materias primas agudizan unas tensiones inflacionistas que ya estaban resultando más persistentes y extendidas de lo anticipado a comienzos de año. En febrero el IPC alcanzó cifras no vistas en décadas (+7,9%) con 2/3 de los componentes de la cesta con registros >+3%. Tanto factores de demanda como de oferta ejercen presión. Por el lado de la demanda, demanda embalsada, altos niveles de ahorro privado y, en el frente laboral, aumento de salarios y fuerte creación de empleo ejercen presión sobre bienes duraderos y, más recientemente, servicios. Por el lado de la oferta, la subida de los precios de la energía y otras materias primas presionará los precios de manera más prolongada. Una mejora en las disrupciones en las cadenas de suministro es crítica para una moderar la tensión por el lado de la oferta, pero, además de la guerra en Ucrania, potenciales riesgos adicionales emergen de posibles rebrotes de CV-19 en China y políticas comerciales más proteccionistas (por ejemplo, en materias primas alimenticias).

Exposición directa a Rusia/Ucrania pequeña, pero impacto de la guerra vía precios de la energía, nuevas disrupciones en las cadenas de suministro y desaceleración en Europa.

Se agudizan unas tensiones inflacionistas más persistentes y extendidas de lo anticipado.

Tabla 1.4. Intercambios Comerciales con Rusia y Ucrania

'000M\$	Ucrania	Rusia	R. Unido	EU27
Exportaciones	2,4	10,9	147,4	467,6
Importaciones	1,3	24,1	125,5	597,9
Total Comercio	3,7	35	272,9	1065,5
#Posición Ranking Comercial	67	11	7	7
Total Comercio/PIB	0,01%	0,14%	1,10%	4,31%

Fuente: United States Trade Representative. ¹Datos de 2019. PIB con importaciones añadidas

Estrategia de Inversión 2T 2022

En este entorno, **la Fed mantiene e incluso acelera la retirada de estímulos**. En su última reunión del 16 de marzo subió el tipo de interés de referencia (*Fed Funds rate*) +25 p.b. hasta el rango 0,25%/0,50% y el diagrama de puntos apunta a 6 subidas adicionales de +25 pb en 2022 (vs 3 en diciembre) y 4 en 2023 (vs 4 anterior). Anticipa que comenzará a reducir su balance en la próxima reunión (3/4 de mayo). **Revisa significativamente a la baja las estimaciones de PIB para 2022 (-120pb hasta +2,8%) y al alza las del PCE - Deflactor del Precios de Consumo (+170pb hasta +4,3%)**. La estimación de crecimiento ya incluye una valoración inicial del impacto de la guerra en Ucrania, pero **los riesgos se mantienen a la baja**. La inflación se revisa significativamente al alza y se mantiene por encima del objetivo del 2% durante el horizonte de la proyección de la Fed (2023 +2,7%, 2024 +2,3%). Más recientemente Powell no descarta un ritmo más acelerado con subidas de +50pb en alguna/s de las próximas reuniones.

Nuestras estimaciones están en línea con las proyecciones de la Fed (6 subidas en 2022 y 2 en 2023). El tensionamiento reciente de las condiciones financieras (aumento de las rentabilidades de los bonos, spreads de crédito, coste de las hipotecas, caída de las bolsas) contribuye al endurecimiento perseguido por la Fed, al que se añadirá la reducción del balance que, dependiendo del ritmo, equivaldrá a subidas adicionales de tipos. **Pero el riesgo es claramente al alza**, como anticipan Powell y otros miembros de la Fed.

A pesar de la significativa reducción del **crecimiento** esperado para 2022, éste **se mantiene por encima del nivel tendencial de largo plazo (+1,8%)** y superior al ritmo de crecimiento anterior a la pandemia (PIB +2,3% en 2019). **El punto de partida es sólido en base a un mercado laboral muy sólido, balances robustos tanto de familias como de empresas y menor dependencia energética** que en shocks de energía anteriores. Pero precios energéticos, condiciones financieras, inventarios y disrupciones en las cadenas globales de suministros sesgan los **riesgos a la baja**.

En el **frente laboral**, a pesar de Omicron, se han generado 1,75 millones de puestos de trabajo en los últimos 3 meses. La Tasa de Paro (3,8% en febrero) se acerca a niveles de pleno empleo más rápido de lo anticipado y los salarios nominales crecen a ritmos no vistos en décadas (salarios medios por hora +5,1% en febrero) en un entorno de recuperación lenta de la tasa de participación tras la pandemia. Aunque el crecimiento de las rentas reales (descontada la inflación) desacelera desde mediados de 2021, **las tasas de ahorro son elevadas** y el porcentaje que las familias destinan al pago de intereses es bajo (9% vs un máximo de 14% en el ciclo).

En 2022 **los estímulos fiscales disminuyen**. No es probable que el programa "Build Back Better", rebautizado en "**Building a Better America**", para reforzar proyectos sociales y la transición energética con un horizonte de 10 años, se apruebe en su totalidad (1,2 Billones \$); algo más realista ascendería a la mitad del importe de partida. Su impacto, además será más tangible a partir de 2023 (0,1% del PIB).

En términos de dependencia energética, EE.UU. es hoy el mayor productor de petróleo y su economía es menos intensiva en esta fuente de energía. Hoy, **una subida del crudo tiene un impacto mixto en la economía**. Por un lado, reduce la renta real de las familias y, por tanto, el consumo; por otro lado, aumenta eventualmente la inversión en exploración de petróleo beneficiando especialmente a las cuencas petrolíferas. **El impacto neto es ligeramente negativo en términos de demanda agregada** pero mucho menor que en la anterior crisis del petróleo de la década de los '70.

La Fed mantiene e incluso acelera la retirada de estímulos priorizando la reducción de la inflación. Revisa a la baja el crecimiento previsto en 2022 y el riesgo se mantiene a la baja.

Preveemos 6 subidas de tipos en 2022 hasta 1,50%/1,75% y 2 adicionales en 2023 hasta 2,0%/2,25%. Riesgo al alza.

A pesar de la desaceleración, el crecimiento económico en 2022 se mantiene por encima del potencial de largo plazo.

Mercado laboral muy sólido y situación financiera saneada de las familias.

Menores estímulos fiscales.

Menor dependencia energética: subida del crudo tiene un impacto ligeramente negativo en la economía, menor que en anteriores shocks.

Estrategia de Inversión 2T 2022

Japón: "Impone su carácter de valor refugio, los nuevos estímulos fiscales apoyan el crecimiento del PIB y la guerra en Ucrania impactará solo moderadamente."

Las medidas de contención contra la variante Ómicron penalizaron más de lo estimado el Consumo en 4T 2021 y el PIB aumentó +1,8% en el año 2021 vs. nuestra estimación de +2,0%. La guerra en Ucrania generará inflación por la traslación a precios de los costes de energía y de materias primas, pero el IPC se seguirá siendo bajo si se compara con otros países desarrollados. Esperamos que el impacto de la guerra en Ucrania sea moderado sobre el crecimiento del PIB, este se acelerará, aunque por debajo de nuestras previsiones anteriores. La inflación podría acercarse coyunturalmente en 2022 al 2%, objetivo de política monetaria del Banco de Japón. No esperamos que cambie el sesgo de su política monetaria ultra laxa y que es un fuerte apoyo al crecimiento. El nuevo paquete de ayudas a la economía incorpora estímulos fiscales por un importe equivalente al 10% del PIB. El yen mantiene su tendencia de depreciación al ampliarse el diferencial de tipos. Desde nuestro último informe, el consenso de BPAs del Nikkei se revisa un -6,4% a la baja y recorta el potencial. En este entorno, el Nikkei apenas ofrece potencial de revalorización. En positivo está su carácter de valor refugio, una economía muy estable, el ilimitado apoyo del gobierno y, el escaso impacto que tiene la guerra en Ucrania sobre la economía. Nuestra recomendación sobre el Nikkei es Neutral.

El crecimiento del PIB en 4T 2021 se vio perjudicado por las medidas de contención contra la variante Ómicron, más severas y prolongadas que lo anticipado y, por el aumento del precio del petróleo. Así, en 4T la recuperación del Consumo Privado y especialmente la demanda de Servicios, fue inferior a lo esperado. La fortaleza del sector exterior y en menor medida del Gasto Público compensaron esta debilidad. En 4T 2021, el PIB aumentó +0,4% a/a, vs. nuestra estimación de +0,5% y, en el año 2021 +1,8% vs. nuestra estimación de +2,0% que compara con -4,5% en 2020. En 2021 el Consumo Privado creció +1,5%, la expansión del PIB estuvo impulsada principalmente por el Gasto Público (+2,1%) y el Sector Exterior (Exportaciones +12,6% e Importaciones +5,3%), este último con una contribución de +1,2 p.p. al crecimiento. La debilidad del PIB en 4T 2021 aleja las expectativas que se recupere en 2022 a niveles pre pandemia: en 2021 se sitúa un -3,2% por debajo y en 4T 2021 -2,1%.

La guerra en Ucrania perjudicará solo moderadamente al crecimiento de la economía japonesa en 2022 pero añadirá inflación. Esperamos que el aumento de los precios de la energía (Japón es una isla energética y no tiene centrales nucleares operativas) frene el crecimiento del PIB. La última estimación del Banco de Japón del PIB 2022 y 2023 es anterior a la guerra: +3,8% y +1,1%, respectivamente. Nosotros recortamos ligeramente nuestras estimaciones PIB 2022 a +2,2% (+2,4% anterior). Esperamos una evolución peor en el primer semestre por el efecto del sector exterior (encarecimiento de energía unido a un posible menor crecimiento de las exportaciones) y que este efecto adverso se modere en el segundo semestre. En enero, el déficit por Cuenta Corriente supera c. -1T¥ por primera vez en ocho años. Para 2023, mantenemos invariada nuestra estimación en +1,0%.

Persiste la lentitud en la recuperación de la economía japonesa en comparación con los restantes países del G-8. El último paquete de ayuda a la economía son 79B¥ (680.000M\$) e incluye estímulos fiscales por 56B¥ (483.000M\$, supone el 10% del PIB). Debería contribuir a amortiguar el efecto adverso de la guerra en Ucrania. Desde que comenzó la pandemia en marzo 2020 Japón ha introducido estímulos por un total de aproximadamente 3Bn\$, casi 2/3 de su PIB.

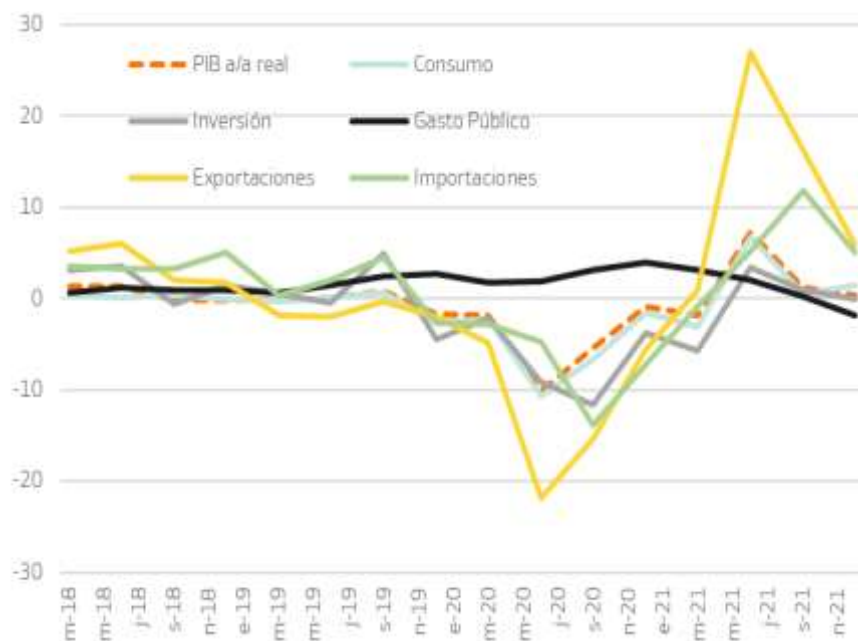
Las medidas de contención contra la variante Ómicron pesan sobre el Consumo y, el PIB del 4T crece ligeramente por debajo de lo esperado

La guerra en Ucrania perjudicará poco al potencial de crecimiento (seguirá con signo positivo) pero añade inflación. Recortamos ligeramente nuestras previsiones para el PIB 2022 y las elevamos para el IPC

Los paquetes de ayuda a la economía apoyan la recuperación económica, el último supone el 10% del PIB

Estrategia de Inversión 2T 2022

Gráfico 1.10. Evolución del PIB y sus principales componentes (a/a)



Fuente: Economic and Social Research Institute Japan y Análisis Bankinter

El crecimiento de la **Inflación** es moderado. El IPC alcanzó **+0,8% a/a en dic. 2021** y la **Inflación Subyacente -0,7%**, tasa inferior a la referencia del Banco de Japón (+2%). **Revisamos al alza nuestra previsión de IPC dic. 2022 a +1,4% desde +0,5% y para dic-2023 a +0,7% desde +0,4%** debido al esperado traspaso de precios de producción al consumidor y, el encarecimiento de la energía. El Banco de Japón espera que el IPC se acercará coyunturalmente a su objetivo en 2022, es una opinión con la que coincidimos.

La **Tasa de Paro** se sitúa en 2,7% en dic-2021, las ganancias salariales caen -0,2% a/a (dic. 2021) pero rebotan a +0,9% a/a en ene. 2022.

Seguimos opinando que el Banco de Japón no modificará su política ultra laxa y que el tipo director continuará en **-0,1%**. Con la excepción del programa de recompra de pagarés y bonos corporativos que desde marzo 2022 se recorta desde 20B¥ a 5B¥, esperamos que las **compra de activos** (ETFs 12B¥, SOCIMIs 180.000M¥, ilimitado para bonos soberanos y fondos en USD) continúen **sin cambios** con el **objetivo** de mantener el **tipo del bono a 10 años alrededor de 0%**, aunque creemos que éste podría elevarse circunstancialmente a +0,30% en 2022 y +0,40% en 2023.

Esperamos que la **divisa** siga depreciándose frente al euro a medida que aumente el diferencial de tipos de interés y la disparidad en los crecimientos del PIB frente a la UE y EE.UU. Mantenemos nuestras estimaciones para el Euro Yen invariadas en 130/135 en 2022 y modificamos nuestra estimación 2023 a 133/138 (anterior 130/135).

Desde nuestro último informe, el consenso de BPAs para el **Nikkei** se revisa un -6,4% a la baja. Este **apenas ofrece potencial de revalorización**. La **esperada depreciación de la divisa es otro punto adverso**. En positivo, está su carácter de **valor refugio** gracias a la estabilidad de la economía, el ilimitado apoyo del gobierno y, el escaso impacto que tiene la guerra en Ucrania sobre la economía.

La inflación aumentará coyunturalmente y se acercará al objetivo del 2% del BoJ. Permite mantener una política monetaria ultra laxa

La tendencia a largo plazo del yen es depreciatoria, debido a la política monetaria y al aumento del diferencial de tipos de interés vs las principales economías

El Nikkei es un valor refugio sin apenas potencial de revalorización

Estrategia de Inversión 2T 2022

Emergentes: "Demasiados frentes abiertos: Política monetaria, geopolítica y perspectivas de crecimiento a la baja = pérdida de interés inversor".

Los emergentes pierden interés inversor. La geopolítica (Rusia/Ucrania) tiene consecuencias globales permanentes, como la inflación que alcanza tasas de doble dígito en Brasil, Turquía, Rusia... La agenda política no acompaña porque hay elecciones en Brasil, India y Turquía y la subida de tipos de la Fed pone en jaque el flujo inversor. China afronta un entorno desafiante a nivel doméstico e internacional. El Banco Central (PBOC) aboga por relajar las condiciones financieras, pero China no es inmune a las presiones inflacionistas. India liderará el crecimiento económico mundial y aplica una política monetaria expansiva, pero su fuerte dependencia energética, la debilidad de sus cuentas públicas y las elecciones presidenciales le hacen vulnerable. En Brasil el alza de las materias primas es un soplo de aire fresco para el PIB, pero la inflación presiona al banco central. Turquía tiene una inflación galopante, alta dependencia de la energía y las perspectivas de crecimiento son moderadas. -

China afronta un entorno macro y de mercado desafiante a nivel doméstico e internacional. El viraje en la **política interna** hacia el denominado "common prosperity" viene acompañada por un endurecimiento en la **regulación**, que juega en contra de la productividad, la inversión extranjera y el crecimiento en sectores estratégicos como la **tecnología** (plataformas de internet/Alibaba, Fintech, medios de pago y videojuegos online/Tencent...). El objetivo "Cero Covid" y el brote de contagios en el nordeste del país, conllevan restricciones a la movilidad y un menor ritmo de actividad.

La crisis de la promotora Evergrande refleja la delicada situación por la que atraviesa el mercado inmobiliario.

La crisis de la promotora **Evergrande**, refleja la delicada situación por la que atraviesa el mercado **inmobiliario**. El sector vive un inevitable proceso de desapalancamiento en un entorno de clara desaceleración en los precios de la vivienda (+2,3% en febr. 2022 vs +3,8% en dic.20 vs +6,6% en dic.19). El ejecutivo aboga por un ajuste gradual del sector mediante un plan de venta ordenada de activos y la refinanciación de **deuda** a un coste asequible.

El plan es evitar un mal desenlace o evento de crédito *default* generalizado que provoque un efecto bola de nieve sobre el sistema financiero y la economía. Por ahora, la **morosidad** de la banca se mantiene en niveles históricamente bajos (~2,0% vs 5,5% en la crisis de 2008) y no se aprecian tensiones de **liquidez**. El PBOC relaja las exigencias de reservas a la banca y el crédito bancario (+11,5% en marzo) crece por encima del PIB.

No hay que bajar la guardia porque la bolsa china es muy sensible al ciclo y a la geopolítica. Las caídas del CSI 300 alcanzaron -30,0% en 2018 y -45% en 2015.

El **riesgo sistémico** parece controlado, por eso el CDS a 5 Años - *proxy* al riesgo soberano - está lejos de niveles de estrés (~70 pb vs 90 pb en marz.2020 vs 190 pb en 2011 vs 250 pb en 2009), pero no hay que bajar la guardia. El índice bursátil de referencia (CSI 300) acumula una caída de -11,0% en 2022/YTD (vs -7,0% del MSCI World) y el Hang Seng de Hong Kong - *proxy* al interés inversor extranjero - ronda mínimos históricos tras un descenso de -10,0% YTD. **¿Suficiente?** La historia reciente demuestra que el CSI 300 es especialmente sensible al ciclo macro y la geopolítica. Como referencia, la caída registrada desde máximos por el CSI 300 alcanzó el -30,0% durante la guerra comercial con EEUU en 2018 y -45% durante el *sell-off* del mercado en 2015. La buena noticia es que el ejecutivo chino prepara un paquete de **estímulos** ¿fiscal y/o monetario? para impulsar la economía.

En el frente **internacional**, la invasión rusa de Ucrania conlleva un escenario de menor crecimiento global y más Inflación que pasa factura al **comercio** y el Sector Exterior - principal motor del crecimiento chino - y dificulta la gestión de la política monetaria. El Banco Central chino (PBOC) aboga por relajar las **condiciones financieras** porque el ritmo de crecimiento está en niveles históricamente bajos (PIB: +4,0% en 4T 2021 vs +5,5% de objetivo para 2022 vs +8,1% en 2021 vs +6,5% de media en 2017/2019) y las estadísticas oficiales aún no reflejan presiones inflacionistas (+0,9% en el

La invasión rusa de Ucrania conlleva un deterioro en las perspectivas de crecimiento global que pasa factura al Sector Exterior.

Estrategia de Inversión 2T 2022

IPC de febrero). El PBOC tiene un gran reto por delante porque: (i) la mayoría de los bancos centrales (Fed, BCE, BoE, Canadá, Australia, Brasil...) abogan por normalizar/endurecer la política monetaria y (ii) China no es inmune a las **presiones inflacionistas** que acusa el resto del mundo. La escalada en el precio de las materias primas encarece los costes de producción (+8,9% en marzo), desincentiva la inversión en capacidad productiva y frena la demanda interna.

El banco central (PBOC) aboga por relajar las condiciones financieras, pero China no es inmune a las presiones inflacionistas

El ejecutivo aboga por un crecimiento equilibrado - menos dependiente de la deuda - y la creación de Empleo, pero el objetivo para 2022 (+5,5% en PIB) parece ambicioso en el entorno actual. Revisamos a la baja nuestras estimaciones de crecimiento en PIB hasta +4,6% en 2022 (vs +4,9% ant.) y +5,0% en 2023 (vs +5,5% ant.) y revisamos al alza las previsiones de Inflación hasta +3,5% en 2022 (vs +2,5% ant.) y +3,0% en 2023 (vs +2,2% ant.).

Brasil atisba una situación más cómoda que otros emergentes, por la exposición de su economía a las materias primas. Por ello, su bolsa alcanza una revalorización este año de +31,0% y el Real brasileño se aprecia +15,0% frente al dólar. Solo como referencia, es el primer productor mundial de café o caña de azúcar y tiene un papel relevante en la producción de soja, madera, ganado, hierro o carbón. El PIB 2021 se ha visto beneficiado del alza de las materias primas y de las menores restricciones para combatir el COVID - 19 (+4,8% a/a en 2021). No obstante, el crecimiento de los próximos trimestres será más débil por el endurecimiento de las condiciones de financiación, en un entorno de incremento del nivel de precios (10,5%), elevado desempleo (11,2%) e incertidumbre derivada de las elecciones presidenciales que se celebrarán en octubre 2022. **Situamos nuestra estimación de crecimiento de PIB este año +0,5% (vs +2,5% anterior) y +1,5% en 2023 (vs +2,3%).**

Brasil atisba una situación más cómoda que otros países emergentes por su exposición a MM.PP.

La inflación alcanza +10,5%, por el aumento del precio de las materias primas, alimentación, educación y disrupciones en las cadenas de suministro. También la fuerte sequía sufrida este año eleva los costes de la electricidad. Este aumento de inflación tiene repercusión directa en la actuación del Banco Central, que se ha visto obligado en varias ocasiones a subir los **tipos de interés** hasta el **11,75% actual (6,25% en septiembre 2021)**, lo que tiene impacto directo en las condiciones financieras tanto de empresas como de familias. **Estimamos que subirá tipos hasta 12,25%.**

La inflación alcanza el 10,5%, lo que obliga al b.c. a elevar los tipos de interés.

En 2021 Brasil ha realizado un importante esfuerzo en reconducir sus cuentas. De hecho, cierra el año con un **Déficit Fiscal -3,6% en marzo** (vs -13,6% en dic. 2020), menor nivel desde 2013. La Deuda Pública también registró una reducción, hasta el 80%, después de que en algunos momentos de 2021 llegara a superar el 90%. Aun así, es un nivel elevado, particularmente para un país emergente, y podría poner en riesgo su *rating* actual (BB- por S&P).

Brasil se beneficia del alza de las materias primas, pero a su vez tiene que enfrentar importantes desafíos. (i) **Incertidumbre electoral**. Las próximas elecciones generales se celebran el 2 de octubre y no existe visibilidad en cuanto a quién resultará vencedor, si Lula Dasilva o Jair Bolsonaro. (ii) **El aumento de los precios obligará al banco central a elevar los tipos de interés**, endureciendo así las condiciones de financiación. (iii) **Las subidas de tipos de interés de la Fed provoca una salida de flujo de fondos de los países emergentes**. Todo ello nos lleva a no recomendar tomar posiciones en el país.

El aumento de precios y la incertidumbre electoral nos hacen elevar la cautela en el país.

Estrategia de Inversión 2T 2022

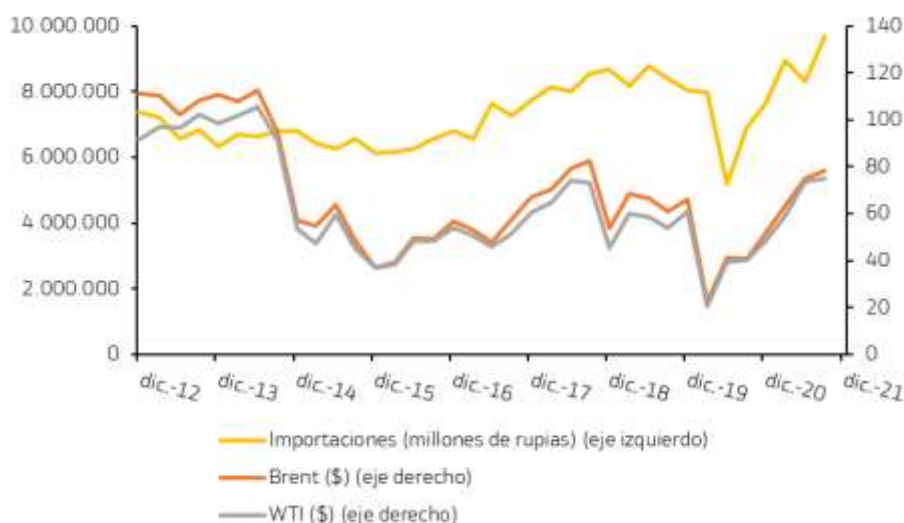
India: lidera el crecimiento económico global y recupera niveles previos a la pandemia. El PIB 4T 2021 ascendió a +5,4%, gracias al aumento de las exportaciones y a la recuperación económica global. Además, los PMIs anticipan una actividad fuerte en los próximos trimestres, principalmente por la componente manufacturas (54,9 en febrero). Su gran "Talón de Aquiles" es la dependencia de materias primas energéticas (tercer consumidor mundial de petróleo), lo que puede lastrar a la economía en un contexto de fuerte incremento de los precios del gas y del petróleo. Sin embargo, se ve beneficiado por las materias primas agrícolas que alcanzan niveles máximos. Con dos de los grandes exportadores de trigo mundiales involucrados en un conflicto (Rusia y Ucrania), India puede convertirse en el primer exportador mundial. En este contexto, revisamos ligeramente nuestra estimación de PIB en 2022 hasta +8,6% desde +9,1% por la pérdida de tracción global y el alza del petróleo, pero elevamos hasta +7,0% en 2023 desde +6,3%.

India lidera el crecimiento económico global y recupera niveles previos a la pandemia.

Las condiciones de financiación son atractivas. No obstante, está limitada por el alza de los precios, que alcanzaron +6,1% en febrero. Aunque se encuentra próxima al rango objetivo del banco central (+2%/+6%, pero +4% en el medio plazo), esperamos que repunte en los próximos meses, por el alza de las materias primas. Por ello, lo razonable es que el banco central endurezca su política monetaria en los próximos trimestres. **Estimamos que el tipo director cerrará 2022 y 2023 en 4,5%.**

Las condiciones de financiación son atractivas, pero limitadas por el alza de los precios: +6,1% en febrero.

Gráfico 1.11: Evolución Brent (\$) e Importaciones de petróleo (M rupias).



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

India ha presentado los Presupuestos Generales del Estado y con ellos el Gobierno quiere impulsar el crecimiento a través de inversiones en capital. Se llevará a cabo un programa de privatizaciones y fuertes inversiones públicas. Además, potenciará la digitalización y la descarbonización. Con estos presupuestos, parece evidente que India está favoreciendo el crecimiento económico frente a la consolidación fiscal. A pesar de que el Déficit Fiscal haya alcanzado un máximo de 9,2% y la deuda pública se sitúe en torno al 90% del PIB.

Ha presentado los Presupuestos Generales del Estado y favorece el crecimiento frente a la consolidación fiscal.

Estrategia de Inversión 2T 2022

En definitiva, India liderará el crecimiento económico global en los próximos trimestres. Sin embargo, la alta dependencia del crudo y su impacto en Déficit, PIB e Inflación nos hacen mantener la cautela. Además, celebra elecciones en el mes de julio y ello podría condicionar la agenda política.

Turquía: El crecimiento de PIB 2021 fue fuerte: +11,5% (+9,1% en 4T 2021). No obstante, estimamos una pérdida de inercia en los próximos trimestres. La invasión de Ucrania y la consiguiente alza de las materias primas seguirá introduciendo presión en el país.

La inflación alcanza máximos históricos en febrero (+54,4% vs +15,6% febrero 2021) y su dependencia energética no augura un cambio a mejor (+51% el petróleo Brent). El banco central mantiene los tipos de interés en 14,0%, pero probablemente se vea obligado a subirlos en los próximos meses. Algo que permitiría recuperar, parcialmente, parte de la confianza inversora, que cuestiona la independencia de su banco central al considerar que es altamente intervencionista. Erdogan mantiene claramente una postura contraria a elevar los tipos de interés y por ello varios banqueros centrales han sido reemplazados en los últimos años.

También preocupa el estado de sus finanzas públicas. Turquía ha combinado grandes obras de infraestructuras con fuerte crecimiento del crédito. Ello ha permitido crecimiento económico generoso, pero también elevada inflación y fuertes déficits por cuenta corriente, que fueron financiados con deuda exterior y reservas y lastraron a la lira. Por otra parte, el déficit por cuenta corriente alcanzó en enero el mayor nivel desde 2017, por el alza de los precios energéticos.





En definitiva, el futuro de Turquía viene marcado por: (i) **Inflación galopante** que empeorará por su dependencia energética. Los niveles de inflación persistentes reducirán el poder de compra de los hogares y provocarán un endurecimiento de las condiciones de financiación. El nivel de precios actual (+54,4%) se encuentra muy lejos del objetivo del banco central (5,0%). (ii) **La guerra entre Rusia-Ucrania impacta directamente en términos de crecimiento económico** por el alza de las materias primas. Pero además porque es un importante destino turístico para rusos y ucranianos. (iii) **Fuerte déficit por cuenta corriente.** (iv) **Elecciones generales en 2023** que puede condicionar la agenda política. Reiteramos nuestras estimaciones de crecimiento de PIB para este año y el próximo: +3,4% y +3,9% respectivamente.

A pesar de su fuerte crecimiento, mantenemos la cautela por la incertidumbre electoral y su dependencia de la energía.

La inflación en Turquía alcanza +54,4%. A pesar de ello, los tipos permanecen en 14,0%.

Reiteramos recomendación de no tomar posiciones por Inflación galopante, dependencia de las MM.PP. y Déficit por Cuenta Corriente.

Perspectivas para las principales divisas

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2022)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,09/1,14	Mantenemos la previsión de un rango 1,09/1,14 para el €/€ en 2022. A pesar del endurecimiento del tono de la Fed, el diferencial de rentabilidades entre el bono americano a 10 años y el alemán se mantiene relativamente estable reduciendo el atractivo relativo de los activos sin riesgo del dólar. Aunque EE.UU. está mucho menos afectada por la guerra en Ucrania y sus niveles de pleno empleo le dan un mayor soporte al PIB que en Europa, las tasas de crecimiento a medio plazo van convergiendo (PIB `23 +2,4% esperado en EE.UU. vs +2,7% en UEM). Un entorno de menor riesgo, cuando se alcance algún tipo acuerdo en Ucrania o, por lo menos, disminuya la intensidad bélica, reducirá la prima por divisa refugio del dólar que debería retornar gradualmente a los niveles previos a la crisis Rusia-Ucrania.	Depreciatoria 
Yen	130/135	El yen mantendrá su tendencia estructural de depreciación frente al euro a pesar del carácter que tiene el yen como divisa refugio y, que se ha visto acentuado con motivo de la guerra en Ucrania. Pese a ello, el aumento del diferencial de tipos frente a las principales economías, la disparidad de crecimientos del PIB vs UE y EE.UU. y, la política económica ultra laxa del Banco de Japón nos reafirman en nuestro escenario. Mantenemos invariadas nuestras estimaciones para el Euro Yen en 130/135 en 2022 y modificamos nuestra estimación 2023 a 133/138 (anterior 130/135).	Depreciatoria 
Franco Suizo	1,00/1,05	El franco suizo se mantendrá apreciado, actuando como activo refugio en un entorno de tensiones geopolíticas. Prevemos niveles próximos a la paridad frente al euro, y mientras no traspase significativamente esos niveles, parece poco probable que el SNB intervenga la divisa. Tendrá cierta tolerancia con la apreciación de la divisa, ya que permite mitigar las presiones inflacionistas que vienen del exterior. Por ello, creemos que habrá cierta tolerancia por parte del SNB.	Lateral = 
Libra	0,82/0,85	El contexto se torna más complejo. El crecimiento desacelera y la inflación aumenta con fuerza. Un binomio complicado para el Banco de Inglaterra. Sin embargo, pensamos que el BoE priorizará el control del frente precios. Por ello, estimamos que el ciclo de subidas de tipos está lejos de terminar. Puede que el ritmo sea menos agresivo de lo inicialmente previsto, pero el BoE subirá tipos dos veces más este año (hasta 1,25%) y tres más en 2023 (hasta 2,0%).	Apreciatoria 

Estrategia de Inversión 2T 2022

2. España y Portugal.

2.1.- España: "La inflación principal riesgo a corto plazo. Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2022."

Revisamos a la baja nuestras proyecciones de crecimiento del PIB para 2022 al **+4,4% (-1,4pp)**, ante el impacto preliminar de la invasión a Ucrania por parte de Rusia y **mantenemos** prácticamente sin cambios para 2023e **+3,0% (+0,1pp)**. El impacto en España es indirecto, pero relevante, a través del **aumento de precios** de las materias primas (especialmente el petróleo, gas), así como nuevos **cuellos de botella** en las cadenas globales de suministro. Este nuevo *shock* supone que **la recuperación de los niveles prepandemia se retrasa a mediados de 2023**.

El principal riesgo al crecimiento proviene de la **inflación**, por su impacto sobre la capacidad real de gasto de los Hogares, márgenes empresariales y sobre S. Exterior. El IPC ya había comenzado a subir en el último trimestre (+6,5% a/a en dic-21), pero la **tendencia se ha acentuado** con el conflicto en Ucrania. **Nuestras estimaciones contemplan una moderación a partir de mediados del 2T 2022, desde niveles más elevados. Proyectamos +4,1% a/a dic- 2022e (+2,1pp sobre el estimado ant.), lo que supondría una media anual del +6,9%**. Para final de 2023e proyectamos un **+2,0% a/a** y en media (+0,5pp vs estimado anterior).

Los motores del crecimiento en 2022 serán la **Inversión**, ante la puesta en marcha de los proyectos del NGEU (en 2021 se recibieron 19.000M€), junto a compromisos como el REpowerEU y la **progresiva recuperación del Turismo Internacional**. En sentido contrario actúan la **revisión a la baja del Consumo Privado**, afectado por una menor capacidad real de gasto (+2,6% a/a vs 4% ant) y una contribución al crecimiento agregada del S. Exterior (+0,5pp) menor de la esperada anteriormente, por el impacto de la ralentización global, los cuellos de botella y el deterioro de la balanza energética.

Las dos variables que evolucionaban mejor de lo esperado, **Mercado laboral y Déficit**, podrían verse **frenadas o ralentizadas**. El **mercado laboral recuperó en 2021 los niveles prepandemia** (Tasa de Paro y Nº de Ocupados). Estimamos +13,7% en 2022e y +13% 2023e (vs 13,8% ajustado 2021). El **riesgo** es la capacidad de trasladar el incremento de costes vs **mantenimiento de la competitividad**. El **Déficit se moderará menos de lo esperado** en 2022e (revisamos al -6,5% vs -5,5% ant.), bajo la incertidumbre del impacto de las medidas para limitar la subida de la energía. La **Deuda Pública/PIB** sigue siendo elevada y una **vulnerabilidad a medio plazo**, ante un entorno de **mayor tensionamiento monetario**.

Los riesgos siguen **sesgados a la baja** (geopolítica, inflación, tipos, rebrotes): Escenario Pesimista apunta un PIB +2,9% a/a para 2022e (-1,4pp vs anterior) y +2,0% a/a 2023e. El escenario Optimista +5,3% a/a 2022e (-1,6pp y por debajo del escenario Central previo en +5,8%), +3,8% a/a 2023e.

La **invasión de Ucrania por parte de Rusia** supone, además del enorme drama humanitario, un **cambio de escenario para nuestras proyecciones**. Todavía con un elevado grado de incertidumbre sobre el impacto, derivado de la intensidad y duración del conflicto.

Revisamos nuestras estimaciones para 2022 a la **baja PIB +4,4% a/a (vs +5,8% a/a ant.)** y mantenemos **prácticamente sin cambios** las expectativas de crecimiento para 2023e **+3% (vs +2,9% ant.)**. El impacto indirecto, pero relevante, del conflicto; se produce fundamentalmente vía aumento de precios de las materias primas (especialmente el petróleo, gas), así como nuevos cuellos de botella en las cadenas globales de suministro. La exposición directa a Rusia y Ucrania son escasas (+1,8% y +0,5% respectivamente de las Importaciones y +0,7% y +0,2% de nuestras Exportaciones respectivamente en 2021). Sin embargo, el efecto indirecto en precios afecta a la **capacidad de Consumo real de los Hogares, márgenes empresariales y al Sector Exterior**.

Esto supone un **retraso en las expectativas de recuperación de los niveles prepandemia** (2019), que tendrá que esperar a mediados de 2023.

Revisamos PIB 2022 +4,4% (-1,4pp). Nuevo shock externo, con impacto indirecto, pero relevante.

Se retrasan a 2023 las expectativas de recuperación del PIB prepandemia.

Estrategia de Inversión 2T 2022

La inflación, el principal foco de riesgo e incertidumbre

La inflación ha pasado al primer plano de los riesgos al crecimiento, por su impacto sobre la capacidad real de gasto de los Hogares, márgenes empresariales y sobre S. Exterior. El último trimestre de 2021 ya se observó un fuerte incremento de los precios en España, con un IPC en el +6,5% a/a en dic-21 (desde +4,0% a/a en sep-21).

Esta evolución se produce inicialmente por: (1) la recuperación de la demanda global, tras la distorsión exógena por la pandemia; (2) los cuellos de botella; y (3) el cambio en los hábitos de consumo (con una mayor demanda de productos electrónicos (semis)).

La subida de precios se ha acelerado a comienzos de año con el inicio del conflicto bélico en Ucrania, dado el peso de Rusia en las importaciones de gas europeo (en torno al 40%, aunque solo sobre 9% para España) en una fase de transición a un modelo energético más sostenible en Europa. El IPC general se elevó hasta +7,6% a/a en febrero y +3% a/a en la Tasa Subyacente.

Proyectamos una moderación a partir de mediados del 2T 2022, aunque con la incertidumbre de que el conflicto se extienda en el tiempo, ante el final del invierno y la reducción de los efectos base (derivados de la escasez de demanda durante el ejercicio anterior).

Hemos elevado nuestras proyecciones a un +4,1% a/a para final de 2022e (+2,1pp vs estimado ant.), lo que supondría una media anual del +6,9%. Para final de 2023e proyectamos un +2,0% a/a (+0,5pp vs estimado anterior).

Esperamos moderación a partir del 2T 2022

Elevamos nuestras estimaciones al +4,1% a/a dic-22 (6,9% media) y +2% a/a dic-23

Proyecciones de PIB 2022-2023, lideradas por la Inversión

Partimos de la recuperación en 2021 del +5,0% a/a del PIB (datos provisionales), que se aceleró en el 4T 2021 por encima de las expectativas (+5,2% a/a, +2% t/t). Los motores del crecimiento fueron la Inversión (Formación Bruta de Capital Fijo +3,7% a/a vs -0,6% a/a en el 3T 2021) y el Sector Exterior, que incrementó su contribución al +1,7% en el 4T 2021 (desde +0,9% en el 3T). Por el contrario, el Consumo Privado moderó su crecimiento (al +2,4% a/a vs +2,7% a/a en el 3T 2021), mientras el deflactor del PIB mostraba un aumento al +4,4% (+2,8pp por encima del 3T 2021).

PIB 2021 +5,0% a/a (provisional). Se aceleró en 4T 2021 por la Inversión y S. Exterior

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



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 2T 2022

Nuestras proyecciones de PIB 2022e (+4,4%) y 2023e (+3,0%) seguirán lideradas por la Demanda Interna, con la Inversión como principal motor del crecimiento.

PIB 2022e, debería estar liderado por Inversiones . .

. . . implementación de los fondos del NGEU. . . .

. . . y nuevos compromisos como REpowerEU

Consumo Privado el crecimiento se modera (hasta 2,6% a/a vs +4% estimado anterior) por el repunte de la inflación

El Sector Exterior, contribuye positivamente (+0,5pp 2022e), aunque menos de lo anticipado anteriormente

- La Inversión debe ser el principal motor del crecimiento este año, ante la esperada implementación de los fondos del NGEU, aunque la incertidumbre y el incremento de costes, también puede retrasar algunas decisiones de inversión. En 2021 se recibieron 19.000M€ (entre agosto y diciembre) cuyos proyectos deberían comenzar a desarrollarse este ejercicio, en el que además deberían recibirse, de cumplir todos los hitos, 18.000M€ (12.000M€ y 6.000M€), más 17.000M€ en 2023e (10.000 y 7.000M€).

Los recientes acontecimientos mantienen el compromiso europeo con la transición energética (Plan REpowerEU), que reduzca la dependencia exterior (diversificando el suministro de gas) e impulsar la eficiencia energética (a través de renovables, electrificación o resolver cuellos de botella de las infraestructuras).

Mantenemos por tanto nuestras estimaciones de un impacto del NGEU +1,6pp en 2022e (unos 20.230M€), ejercicio que debe concentrar el mayor impacto, y +1,1pp en 2023e (vs +1,0pp ant., unos 14.700M€).

- El Consumo Privado, donde reducimos nuestra estimación de crecimiento esperado para 2022 (+2,6% a/a vs +4% anterior), ante el descenso de la capacidad real de consumo. La Tasa de Ahorro todavía por encima de la media histórica puede amortiguar a corto plazo la moderación del Consumo, pero la elevada incertidumbre mantendrá elevado el motivo "precaución" sobre el ahorro.
- El Sector Exterior mantiene las expectativas de mejora y especialmente las de recuperación del Turismo Internacional (que proyectamos recuperará en torno al 90% en 2022e y 98% en 2023e respecto a 2019). Sin embargo, esperamos una contribución menor a la anticipada +0,5pp (vs +1pp estimado anterior), por impacto de la ralentización en las expectativas de crecimiento global, los cuellos de botella y el deterioro de la balanza energética con el Exterior.

El mercado laboral, menor crecimiento y riesgo de nuevos ERTES

El mercado laboral registró un comportamiento mejor del esperado en 2021. Se recuperaron niveles previos a la pandemia en: (1) Tasa de Paro 13,3% dic-21 (13,8% si incluimos los 119,8mil ERTES a dic-21) vs 13,8% en 2019, y (2) número de Ocupados, con 20,18M de personas en el 4T 2021 (+4,3% a/a), supera el nivel de cierre de 2019 (en 19,97M).

El mercado laboral recuperó en 2021 los niveles previos a la pandemia, en Tasa de Paro y en Ocupación

El ritmo podría ralentizarse en 2022.

El riesgo es la capacidad de trasladar costes vs mantenimiento de la competitividad

Nuestras proyecciones apuntan a una Tasa de Paro al 13,7% a final de 2022e (vs 13,8% ajustado 2021) y una mejora al 13% a final del 2023e. Estas proyecciones suponen un ritmo menor de recuperación que en 2021, que se vio favorecido por la reapertura del sector Servicios. El riesgo a nuestras estimaciones reside en la capacidad de traslación del rápido incremento de costes y el mantenimiento de la competitividad.

Los ERTES de la pandemia finalizan el 31 de marzo. A partir del 1 de abril, se modifican los tradicionales de ERTES y se establecen nuevos ERTES (Mecanismo RED) para hacer frente a crisis cíclicas y sectoriales con flexibilidad interna.

Estrategia de Inversión 2T 2022

El Déficit Fiscal se moderará menos de lo esperado. No tanto impacto en Deuda/PIB

El déficit comenzó una tendencia de moderación en 2021 (tras el -10,97% del año de la pandemia) y, sin cifras todavía definitivas para el año, podría haberse situado en torno al -6,8% / -7% en el año. Habría supuesto una mejora respecto a las estimaciones del Gobierno (-8,4% para el año), además de mejorar respecto al año anterior.

Hasta nov-2021, el déficit agregado de las Administraciones Públicas (ex Ad. Local) era del -4,61% del PIB (-55.477M€), lo que supone una mejora de 3,37pp respecto al mismo período del año anterior.

Para 2022 hemos elevado nuestra proyección, ante los últimos acontecimientos, al -6,5% (vs 5,5% est. anterior y -5% estimado en los Presupuestos), mientras que para 2023e mantenemos el -4% estimado anteriormente. El impacto en Déficit de la subida de la energía es incierto y dependerá de las medidas para limitar el efecto en Familias y Empresas (posibles bajadas de impuestos, subvenciones o la necesidad de mayores inversiones en Defensa o Energía).

Revisamos el Déficit Público para 2022e hasta -6,5% (vs -5,5% ant.), ante la incertidumbre sobre las medidas para limitar la subida de la energía

En términos de Deuda/PIB mantenemos las expectativas de una tendencia de ligera moderación ya que, a pesar de un déficit superior al esperado, se produciría un **incremento mayor del PIB nominal**. En 2021 el ratio se sitúa en 118,7% (datos provisionales), lo que supondría -1,27pp vs 2020. De cara a 2022e mantendríamos esta tendencia de ligera mejora hacia 117,6% y 117,2% en 2023e.

En cualquier caso, el nivel de apalancamiento del S. Público se mantiene ampliamente por encima del 100%, lo que supone una fuente de vulnerabilidad. El aumento de la inflación está **minorando el ritmo esperado de recuperación del PIB real**, mientras las condiciones de financiación comienzan a ser **menos laxas** (reducción de las compras del BCE y posible incremento de tipos a medio plazo).

Vulnerabilidad: el apalancamiento sigue siendo elevado vs el tensionamiento en las condiciones de financiación

Los Precios de Vivienda continuarán al alza, aunque desacelerando.

Tras incrementarse los **Precios de Vivienda** +6,4% en 2021, las subidas deberían moderarse, hasta **+2% en 2022e y +1% en 2023e**. Se verán lastrados por: (i) Menor tasa de Ahorro de los Hogares, por la fuerte inflación en bienes de consumo básico, como energía y alimentación; y (ii) Costes de financiación ligeramente al alza.

Los Precios de Vivienda seguirán al alza, aunque desacelerando (+2% 2022e).

Los fundamentales del **mercado inmobiliario se mantienen sólidos**: (i) **Tasa de esfuerzo** por debajo de la media histórica (30% actual vs 35% histórico). Además, más de la mitad de las nuevas hipotecas ya son a tipo fijo; (ii) **Oferta y demanda equilibrada** en unas 100k unidades al año; y (iii) **Atractiva rentabilidad** de la vivienda en alquiler (3,7% bruta), frente a otras alternativas de inversión consideradas de bajo riesgo (1,3% del Bono Español 10A). Tan sólo apreciamos una **ligera sobrevaloración** en precios de vivienda (~5%), aunque tenderá a ajustarse de forma natural por un incremento de precios inferior a la inflación (+4,1% 2022e y +2,0% en 2023e).

La **actividad inmobiliaria** debería aflojar algo en 2022e. Venimos de niveles **máximos de los últimos 15 años** (565k vivienda en 2021) y prevemos que tienda a moderarse progresivamente (-5% anual), para estabilizarse en torno a **500k transacciones a partir de 2023e**. Estos son niveles que consideramos razonables a largo plazo, con una composición de unas 100k viviendas nuevas y 400k de segunda mano.

Las Transacciones deberían moderarse, desde niveles máximos de 15 años.

Estrategia de Inversión 2T 2022

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

Los riesgos están ampliamente sesgados a la baja, cuya variable principal es la duración y profundidad del conflicto de Rusia en Ucrania. El escenario Pesimista supone -1,5pp vs Central y el Optimista +0,9pp. Además, el escenario Optimista actual es inferior al Central previo (+5,3% vs +5,8% Central anterior).

Riesgos sesgados a la baja.

El Escenario Optimista apunta un crecimiento estimado del PIB 2022e del +5,3% a/a (-1,6pp respecto al anterior) y similar en 2023e +3,8% a/a. Mantenemos nuestros escenarios para las ayudas europeas, de un impacto entorno al +2,0pp y +1,4pp en 2022e y 23e respectivamente.

El escenario Optimista para 2022 (+5,3%) se sitúa por debajo de nuestro escenario central previo (5,8%)

El Escenario Pesimista supondría +2,9% en 2022 (vs -1,4pp ant.) y +2,0% en 2023e. El impacto estimado de las ayudas europeas, entorno al +1,4pp y +1,0pp en 2022e y 23e respectivamente.

Tabla 2.1.1: Resumen de estimaciones 2017r/23e

España, cifras clave (%)	2017r	2018r	2019r	2020r	2021p	Pesimista	2022e Central	Optimista	Pesimista	2023e Central	Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,0	2,9	4,4	5,3	2,0	3,0	3,8
Consumo Privado	3,0	1,7	1,0	-12,0	4,6	2,1	2,6	3,1	1,3	2,0	2,8
Gasto Público	1,0	2,3	2,0	3,3	3,0	0,0	0,5	1,0	-0,2	0,3	0,8
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,3	4,6	-9,6	4,1	7,2	11,1	13,3	4,4	6,0	7,1
Demanda interna (aportación)	3,1	2,9	1,6	-8,6	4,6	2,6	3,9	4,6	1,6	2,5	3,2
Sector Exterior (aportación)	-0,2	-0,6	0,5	-2,2	0,4	0,3	0,5	0,7	0,4	0,5	0,6
Déficit Público/PIB*	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-6,8	-8,0	-6,5	-5,0	-5,5	-4,0	-2,5
Deuda/PIB*	98,6	97,6	95,5	120,0	118,7	120,9	117,5	115,3	122,8	117,2	112,6
Tasa de paro (EPA)*	16,5	14,4	13,8	16,1	13,3	14,2	13,7	13,5	14,0	13,0	12,2
IPC*	1,1	1,2	0,8	-0,5	6,5	6,6	4,1	2,5	3,6	2,0	1,9

*Datos a final de ejercicio.

Datos 2021 preliminares. Déficit Público/PIB estimado

Fuente: datos INE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter.

Perspectiva sobre España

Escenario Central

Contexto Macro

- × **El ritmo de recuperación se modera más en 2022.**
PIB +5,0% en 2021 (preliminar); +4,4% 2022e y +3,0% 2023e (revisamos a la baja 2022e -1,4pp y ajustamos 2023e +0,1pp.)
- × **Inflación, principal riesgo.** La invasión de Ucrania ha acentuado las presiones que comenzaron a final de 2021.



Factores directores

- ✓ **La Demanda Interna: liderada por la Inversión en 2022**
- ✓ **Consumo Privado: la inflación drena** capacidad de Consumo real de los Hogares.



Consecuencias prácticas

- **Motores del Crecimiento:**
 - La Inversión, debe tomar el relevo en 2022 (implementación del NGEU y REpowerEU).
 - Mantenemos expectativas de reactivación del Turismo Internacional.
- **Incertidumbres se elevan:** (1) duración e intensidad del conflicto en Ucrania; (2) contención de la inflación y; (3) el ritmo de impacto del NGEU
- **Retos:** recuperar niveles prepandemia 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, prevemos rentabilidad moderadamente al alza.

Estrategia de Inversión 2T 2022

2.2. Portugal: "Volvemos a reducir estimaciones de crecimiento debido a la situación del conflicto geopolítico y su consecuente impacto económico, en un entorno de retirada de estímulos y subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales. Perspectiva positiva pero moderada para el 2022.

*Tras un inicio de 2021 de fuerte recuperación, la economía moderó su crecimiento en el 4T 2021, como esperado. La inflación repunta ahora tras varios trimestres de resiliencia. El conflicto Rusia/Ucrania afectará la economía global y en particular las economías europeas. Asimismo, **revisamos a la baja las previsiones para la economía portuguesa en 2022**. El mercado laboral sigue demostrando fortaleza, con una **Tasa de Paro cerca de mínimos históricos**. Es preciso monitorizar crecimiento e inflación. El Turismo seguirá recuperándose de forma progresiva hasta niveles previos a la pandemia.*

Portugal sigue una trayectoria de recuperación, acercándose a niveles previos a la pandemia. El PIB del 2021 representa ya el 96,0% del PIB de 2019 y estimamos que a finales del 2022 se sitúe muy próximo de la recuperación total (98,9%). El incremento de riesgos provocado por la guerra entre Rusia/Ucrania, agudizando la escasez de materias primas y presiones inflacionista, y una postura más agresiva por parte de los bancos centrales, impactarán negativamente sobre el crecimiento ya en el 2T 2022. Estimamos que 2022 seguirá siendo un año de crecimiento, aunque más reducido.

En el 4T 2021 el PIB avanza +3,7% a/a, siguiendo una trayectoria de recuperación progresiva

El PIB repunta +3,7% a/a (+0,6% t/t) en el 4T 2021, evidenciando la progresiva retirada de restricciones impuestas debido a la pandemia y la reapertura de la economía comparativamente al 4T 2020.

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

- (i) **El Consumo Privado impacta positivamente en el PIB: +4,9% a/a (+1,0% t/t)**. El repunte del Consumo Privado está en línea con la reducción de la demanda embalsada, consecuencia de la retirada de restricciones por CV-19.
- (ii) **El Consumo Público se reduce en el 4T 2021, -0,6% t/t** con la reducción de los apoyos por parte del Gobierno tras la situación pandémica del primer trimestre del año (+4,4% a/a). **En línea con nuestra previsión de mejora del Déficit Fiscal hasta -4,3%** debido a la mejora de la evolución de las cuentas públicas. **La estimación de Deuda Pública en % del PIB se mantiene en niveles elevados, debido a un menor crecimiento económico**. Revisamos ligeramente al alza las previsiones de Déficit Fiscal hasta -3,5%/-3,0% en 2022/2023, respectivamente, y el menor crecimiento del PIB 2022 nos lleva empeorar también nuestras estimaciones de Deuda Pública en % del PIB para dichos años: 127,7% y 126,3%, también respectivamente.
- (iii) **La Inversión retrocede**, con una reducción de -2,1% a/a. En nuestra opinión, **la Inversión seguirá retrocediendo en la primera mitad del 2022 afectada por la subida de tipos de interés, una inflación al alza y un entorno de mayor incertidumbre**. Sin embargo, los Fondos Europeos darán soporte a esta componente del PIB, que deberá recuperarse en la segunda mitad del 2022 gracias a la ejecución del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia.
- (iv) **La Demanda Externa se estanca en el 4T 2021**. Las Exportaciones (+0,0% t/t) se mantienen prácticamente inalteradas y lo mismo ocurre con las Importaciones (0,0% t/t). **El Turismo sigue recuperando**, pero se encuentra todavía en niveles inferiores a los de 2019. La situación geopolítica y la elevada inflación podrán

El Consumo Privado recupera, impulsado por la demanda embalsada y contribuyendo para una evolución positiva del PIB

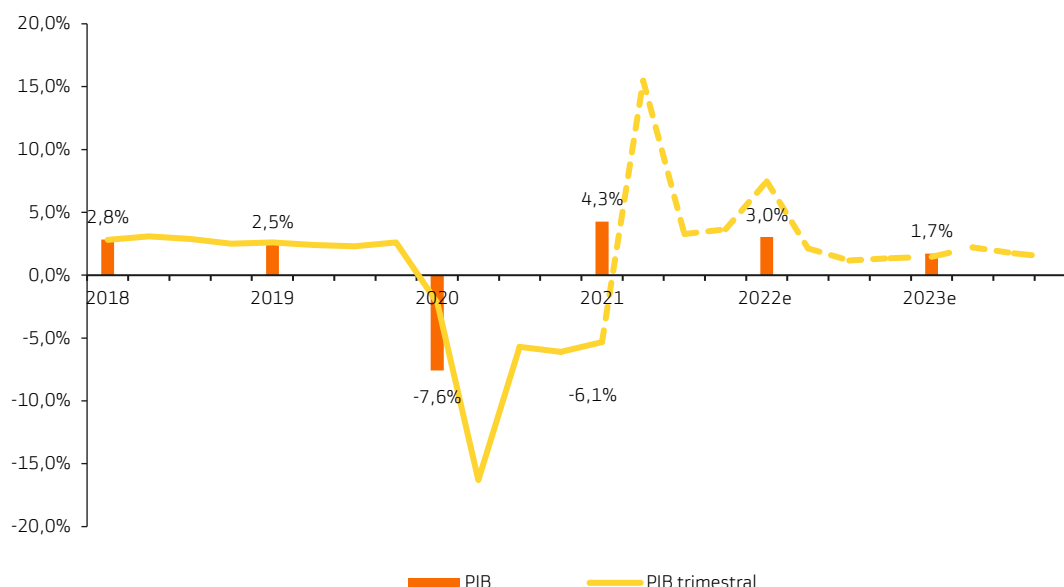
La Inversión retrocede en el inicio del 2022 pero deberá recuperar gracias a los Fondos NGEU.

Estrategia de Inversión 2T 2022

volver a mermar la recuperación de este sector estratégico. **Estimamos una evolución positiva de las Exportaciones**, de forma que la demanda externa se expandirá +1,5% t/t (+11,8% a/a) en el 2T 2022.

La situación geopolítica en Ucrania impactará sobre el crecimiento económico y en la inflación, especialmente en Europa, por lo que Portugal también sentirá esos efectos. Por eso **reducimos ligeramente nuestra estimación de crecimiento** desde +3,6% hasta +3,0% en 2022. La reducción en la estimación de crecimiento puede parecer más bien modesta, pero eso se debe a que ya habíamos descontado anteriormente que 2022 sería un año de mayor incertidumbre, por lo que nuestra anterior estimación ya era conservadora. Mantenemos nuestra estimación de crecimiento para 2023 en +1,7%.

Gráfico 2.2.1. Portugal, PIB anual y trimestral



Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

En 2021 la inflación portuguesa se quedó claramente por debajo de la media europea, en niveles en absoluto alarmantes, en contraste con un incremento de precios en muchos de sus socios europeos que empezaba a preocupar. No obstante, en el inicio de 2022, Portugal empezaba a registrar tasas de inflación más elevadas (+3,3% en enero y +4,2% en febrero), siendo la **energía** responsable por una parte considerable de dicha subida.

El inicio de la guerra en Ucrania dispara (todavía más) las preocupaciones relacionadas con los precios de la energía pero también con los precios de otros productos que Europa importa en grandes cantidades desde Rusia o Ucrania, como los cereales. Estas tensiones adicionales nos hacen **revisar al alza nuestras estimaciones de inflación tanto para 2022** (+6,5% vs +2,1% anterior) **como para 2023** (+3,6% vs +1,6% anterior). Es destacable que Portugal no depende del gas ruso, a diferencia de otros países de la UEM, pero el impacto de esta situación en otros tipos de energía terminará afectándole.

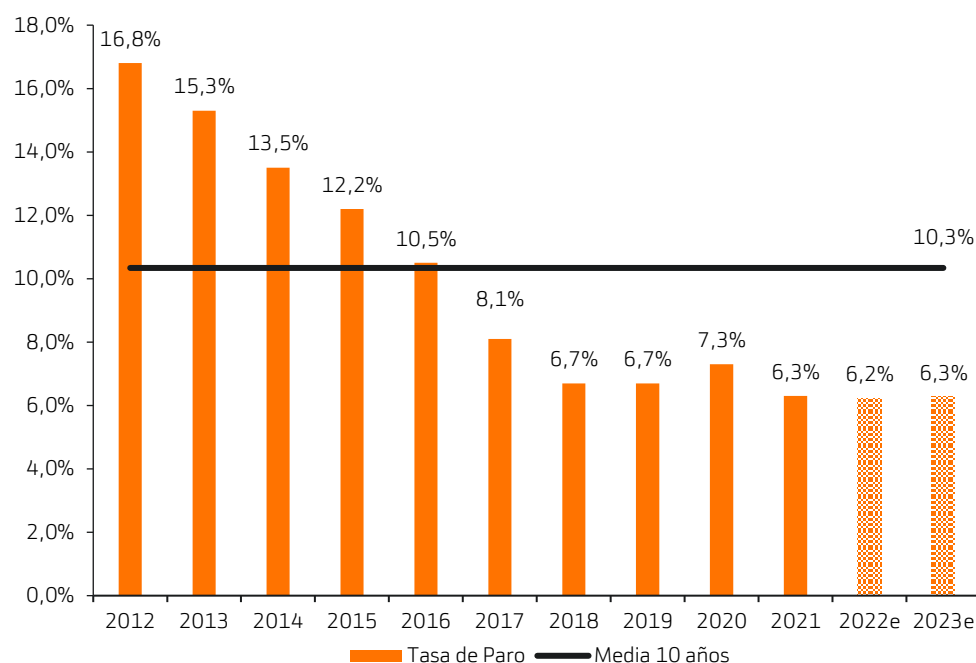
Estrategia de Inversión 2T 2022

Nuestras estimaciones indican que **la inflación se mantendrá en niveles muy elevados y con una tendencia creciente hasta el 4T 2022, empezando la tendencia de bajada en 2023**. En 2024 es probable que la inflación se establezca alrededor del objetivo simétrico del BCE de +2,0%. De momento, la inflación es eminentemente de oferta. No obstante, la disminución del paro, las disrupciones en las cadenas de suministros a nivel internacional y los elevados precios de la energía podrán desencadenar una situación de inflación también de demanda que provocaría una respuesta en términos de política monetaria, teniendo también eso un efecto a nivel de crecimiento económico.

El mercado laboral evoluciona de forma muy positiva, la Tasa de Paro se vuelve a reducir por quinto trimestre consecutivo, en línea con nuestras previsiones, situándose cerca de mínimos históricos. Asimismo, mantenemos nuestras estimaciones de desempleo para 2022/23 estable en ambos años en **6,2% desde 6,4% a finales de 2021**. La buena situación del mercado laboral será una de las palancas de soporte para el crecimiento de la economía portuguesa en el 2022 a pesar de los retos que enfrenta la economía global.

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

Gráfico 2.2.2. Portugal, Tasa de Paro



El mercado laboral demuestra fortaleza y la Tasa de Paro se acerca a mínimos.

Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

En definitiva, la situación geopolítica también pesa sobre la economía portuguesa, como en el resto de países, aunque tal vez suponga una carga algo inferior. Las principales consecuencias son un menor crecimiento y una inflación más elevada y probablemente persistente.

Por otra parte, el **Turismo** - que en 2019 representaba cerca de un 15% del PIB - todavía tiene un largo camino hasta recuperarse totalmente y regresar a niveles pre-pandemia. Los **Fondos Europeos son otro factor a monitorizar**. En el medio/largo plazo, la utilización eficiente y eficaz de estos fondos será crucial para mejorar la productividad en Portugal. Una mala gestión de los fondos puede agravar las diferencias competitivas entre el país y sus socios europeos, perjudicando el crecimiento económico futuro.

Estrategia de Inversión 2T 2022

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

Portugal, cifras clave (%)	2022e			2023e			2024e		
	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (YoY)	2,8	3,0	3,2	1,6	1,7	2,1	1,4	1,5	2,0
Déficit Público / PIB	-4,0	-3,5	-3,0	-3,5	-3,0	-2,5	-3,0	-2,0	-1,5
Deuda Pública / PIB	128,4	127,7	127,0	126,9	126,3	125,4	125,5	124,4	122,4
Tasa de Paro	6,4	6,2	6,0	6,4	6,2	6,0	6,3	6,0	6,0
IPC	7,5	6,5	6,0	4,2	3,6	3,0	2,3	1,9	1,8
PIB / PIB 2019	98,7	98,9	99,1	100,4	100,5	100,9	100,8	100,9	101,4

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

Perspectiva sobre Portugal

Escenario Central

Contexto Macro

Portugal sigue avanzando en su recuperación. No obstante, el conflicto geopolítico nos hace revisar a la baja las estimaciones de crecimiento económico hasta +3,0% (vs +3,6% anterior), mientras revisamos al alza las previsiones de inflación.

El mercado laboral sigue mejorando y está cerca de mínimos históricos.



Factores directores

El desenlace del conflicto y la actuación de los Bancos Centrales son los factores más importantes en los próximos meses. También será relevante ver como avanza el Turismo.



Consecuencias prácticas

La economía seguirá su recuperación pero a un ritmo más moderado. La inflación (principalmente si otros destinos turísticos no lo hacen) nos hace cuestionar el ritmo de crecimiento.

Estrategia de Inversión 2T 2022

3. Ideas de inversión: Asignación de activos

*El conflicto y las sanciones económicas a Rusia tienen un impacto directo sobre la inflación y el crecimiento global. Las estimaciones (BPAs y PIBs) pasan a ser incógnitas. Por el lado de la inflación, ya estamos viendo niveles no registrados desde hace décadas y estas presiones inflacionistas acabarán teniendo efecto en el **crecimiento**, especialmente en sectores de la economía que no tengan capacidad de trasladar los precios a sus clientes o que sufran interrupciones de suministros. El PIB de Europa se verá más afectado que el de EEUU debido a una mayor dependencia energética y a las relaciones comerciales con Rusia. Por otro lado, en cuanto a los **beneficios empresariales**, creemos que en este entorno existe una elevada probabilidad de que se produzcan revisiones a la baja de los crecimientos esperados para 2022.*

*Con este cocktail de macro débil (crecimientos a la baja e inflaciones al alza), revisiones de beneficios empresariales a la baja, primas de riesgo al alza y subidas de tipos de interés **nuestra estrategia de inversión se centra en la prudencia y nuestro objetivo principal se focaliza en proteger el patrimonio vs obtener rentabilidad** (reiteramos el rango de exposición del 0% para los perfiles más moderados y 40% para los más agresivos). En cuanto a la **exposición sectorial** a bolsas, en caso de tenerla estaría muy concentrada en pocos sectores (defensivos en el actual entorno): **Ciberseguridad, Petroleras, Infraestructuras y Defensa**. A nivel geográfico, vemos un **desacoplamiento favorable a EE.UU. frente a Europa**, por mayor impacto en el plano de los costes de la energía en esta última. Por otro lado, al igual que en anteriores trimestres, **evitamos también mercados emergentes**.*

Nuestras valoraciones de bolsas (que incluye una mayor prudencia en el crecimiento de BPAs 2022e de lo esperado por el consenso de mercado) apuntan a potenciales de revalorización muy moderados (o incluso negativos) en nuestro escenario central: +0,5% para el S&P500, -1,5% para el Eurostoxx50, +3,4% para el Ibex-35, -0,4% para el Nikkei-225 y -3,2% para el PSI-20 a diciembre de 2022.

El entorno geopolítico afecta a todo y resulta más complejo que nunca realizar previsiones. La evolución de las negociaciones entre Rusia y Ucrania y su mayor o menor avance serán claves para la evolución de los mercados de cara a los próximos meses. **Los mercados se mueven al ritmo del "parte de guerra"**.

Por otro lado, **los daños en inflación y crecimiento van a ser relevantes** (lo estamos viendo ya en los indicadores macroeconómicos más recientes) y ya no pueden evitarse, aunque la guerra terminase a corto plazo.

En este escenario, creemos que aún no es momento de recuperar parte de la exposición que teníamos antes del comienzo del conflicto (24-feb) y por tanto **nos reiteramos en nuestro actual rango de 0% de exposición para los perfiles más moderados y 40% para los más agresivos**. El fin de la guerra no parece próximo (e incluso el día que termine todo será algo distinto y las consecuencias podrían arrastrarse durante tiempo prolongado). Antes de que el mercado empiece a mejorar, no es descartable que el tono empeore tanto por el lado macro como por el de los beneficios.

El entorno geopolítico afecta a todo y resulta más complejo que nunca realizar previsiones.

IMPLICACIONES DEL CONFLICTO

ECONOMÍA: Consecuencias directas e inmediatas. A nivel económico, el conflicto y las sanciones económicas con el objetivo de aislar a Rusia tienen un impacto directo sobre la inflación (materias primas: petróleo y gas) y el crecimiento global.

El PIB de Europa se verá más afectado que el de EEUU debido a una mayor dependencia energética y a las relaciones comerciales con Rusia.

Por el lado de la inflación, ya estamos viendo niveles no registrados desde hace décadas (30% del IPC en Europa es energía). Nuestro escenario es de **inflación alta (cercana a doble dígito)** que podría hacer "pico" en la segunda mitad de 2022 y no se normalizaría hasta el 2023.

A nivel económico, el conflicto y las sanciones económicas tienen impacto directo sobre la inflación y el crecimiento global.

Estrategia de Inversión 2T 2022

MERCADOS: Las estimaciones (BPAs y PIBs) pasan a ser incógnitas. Las presiones inflacionistas acabarán teniendo efecto, especialmente en sectores de la economía que no tengan capacidad de trasladar los precios a sus clientes o que se encuentren con disrupciones de suministro de las materias primas necesarias para sus procesos de fabricación.

Los fundamentales de las compañías hasta el momento se han mantenido sólidos (en los Resultados 4T'21) y no hemos tenido revisiones a la baja. Sin embargo, creemos que una vez cerradas y publicadas todas las cifras de 2021 (final febrero / principio marzo), existe una elevada probabilidad de que se produzcan revisiones a la baja de los crecimientos de los beneficios empresariales para este ejercicio. El consenso de mercado espera actualmente para S&P-500 y ES-50 un rango de crecimiento del BPA para 2022 entre 7% y 12% y desde nuestro punto de vista no es descartable que estos se vean finalmente reducidos a niveles de un dígito bajo.

Creemos que existe una elevada probabilidad de que se produzcan revisiones a la baja de crecimiento de los BPAs.

Finalmente, los tipos de interés a largo plazo, aspecto fundamental para las valoraciones de bolsa, se ven afectados por la política de retirada de estímulos de los principales bancos centrales. En este sentido (y como detallaremos más adelante en las valoraciones de los diferentes mercados), los niveles del Bono 10A que utilizamos en nuestras valoraciones son sensiblemente más elevadas de las que teníamos en nuestra anterior estrategia trimestral. El "Factor Rusia" provocó que este ajuste se viera ralentizado temporalmente debido a la búsqueda de activos refugio, pero fue únicamente un paréntesis y hoy por hoy esperamos niveles de +2,3% / +2,5% y de +0,5% / +0,7% en las TIRes del T-Note y del Bund respectivamente para final de año.

Los niveles del Bono 10A que utilizamos en nuestras valoraciones son más elevadas que en nuestra anterior estrategia.

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

Con este *cocktail* de macro débil (crecimientos a la baja e inflaciones al alza), revisiones de beneficios empresariales a la baja, primas de riesgo al alza y subidas de tipos de interés nuestra estrategia de inversión se centra en la prudencia y nuestro objetivo principal se focaliza en proteger el patrimonio vs obtener rentabilidad.

1.- La alta volatilidad sigue siendo la nota dominante y mientras dura la situación de conflicto y el desenlace siga siendo incierto en cuanto a plazos y formas, mantenemos la reducción de nuestra exposición a Renta Variable en todos los perfiles:

Mantenemos la reducción de nuestra exposición a Renta Variable en todos los perfiles: rango de 0% de exposición para los perfiles más moderados y 40% para los más agresivos.

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

Perfil	Exposición en Renta Variable (%)
DEFENSIVO / CONSERVADOR	0%
MODERADO	15%
DINÁMICO / AGRESIVO	40%

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

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

2.- Aumentar la posición de liquidez (vía fondos: Bankinter Ahorro Activos Euro).

Estrategia de Inversión 2T 2022

3.- Desacoplamiento favorable a EE.UU. frente a Europa, por mayor impacto en el plano de los costes de la energía en esta última. Para EEUU, ni Rusia ni Ucrania son socios comerciales relevantes, aunque el impacto sobre las *commodities* suponen también presiones inflacionistas. **Por otro lado, al igual que en anteriores trimestres, evitamos también mercados emergentes** ante la desaceleración económica generalizada y la creciente incertidumbre regulatoria (China).

Preferimos EEUU frente a Europa y seguimos fuera de emergentes.

4.- Exposición sectorial a bolsa muy concentrada en pocos sectores (defensivos en el actual entorno). Recomendamos únicamente 4 sectores como "refugio" mientras dure el conflicto:

- **Ciberseguridad** (Fortinet, CrowdStrike, Palo Alto), (vía fondos: Allianz Cyber Security, Pictet Security, Credit Suisse Security y Natixis Thematics Safety).
- **Petroleras** (Repsol, ENI, Galp) y **Materias primas** (vía fondos: GAM Commodity USD, JPM Global Natural Resources).
- **Infraestructuras** (REE, Enagás), (vía fondos: M&G Global Listed infrastructures).
- **Defensa**. Recomendación puramente táctica. Principal sector beneficiado directamente por el conflicto (Rheinmetall, Leonardo, Thales, Lockheed Martin, Indra).

Exposición a bolsa muy concentrada en pocos sectores (defensivos en el actual entorno): Ciberseguridad, Petroleras, Infraestructuras y Defensa.

Conclusión:

Tal y como veremos más en detalle en el siguiente apartado, nuestras valoraciones de bolsas apuntan a **potenciales de revalorización muy moderados (o incluso negativos) en nuestro escenario central**: +0,5% para el S&P500, -1,5% para el Eurostoxx50, +3,4% para el Ibex-35, -0,4% para el Nikkei-225 y -3,2% para el PSI-20 a diciembre de 2022.

Nuestras valoraciones de bolsas apuntan a potenciales de revalorización muy moderados (o incluso nulos) en nuestro escenario central.

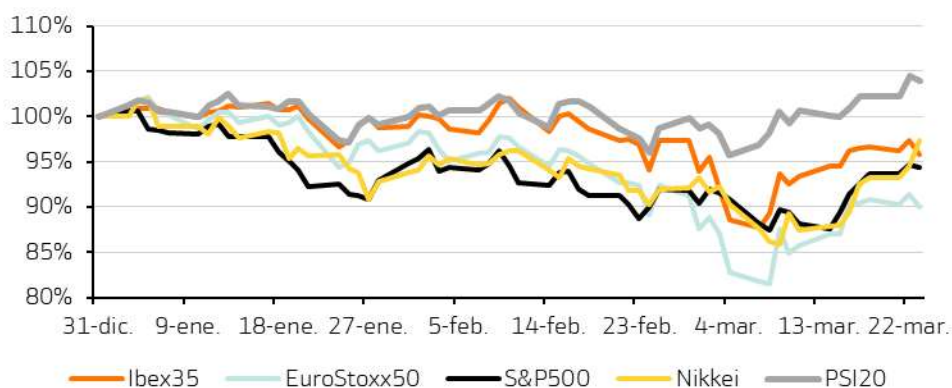
Estrategia de Inversión 1T 2022

VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

El 1T 2022 estuvo marcado por una fuerte volatilidad, provocada por el contexto geopolítico, una inflación en aumento y el inicio de retirada de estímulos por parte de los Bancos Centrales. **Las bolsas en lo que va de año retroceden de forma generalizada**, con movimientos que oscilan entre -10% en el caso del EuroStoxx-50 y +3,9% del PSI20, única excepción positiva.

Bolsas a la baja en 1T 2022.

GRÁFICO 3.1. Evolución Índices principales en 2022



Fuente: Bloomberg

En el actual contexto de volatilidad e incertidumbre, ajustamos nuestras valoraciones de bolsas a la baja para diciembre 2022.

Ajustamos nuestras valoraciones a la baja

Esta revisión se basa en la combinación de dos factores:

(i) **Mayor prudencia en el crecimiento de BPAs 2022e.** Asumimos un ajuste de crecimiento de BPAs anticipándonos a una futura revisión a la baja ya que consideramos que el consenso aún no refleja el contexto actual.

(ii) **El aumento de la tasa de descuento** por mayor prima de riesgo y por la revisión al alza de las estimaciones para la TIR de los bonos soberanos a 10A a final de 2022.

Nuestro escenario central apunta a potenciales de revalorización muy ajustados, prácticamente en línea con su cotización actual. En nuestro escenario optimista, los potenciales de revalorización estarían entre +1,9% y +9,2%, mientras que en el pesimista estarían entre -8,3% y -2,3%.

TABLA 3.2. Potenciales de bolsas a diciembre 2022

	Objetivo	Potencial vs. Actual	Bono 10A	% inc. BPA (a/a)	Rent. Dividendo
S&P500	4.533	+0,5%	2,50%	+2,1%	1,5%
Eurostoxx	3.868	-1,5%	0,81% ¹	+1,0%	3,4%
Nikkei	27.117	-0,4%	0,30%	-9,4%	2,1%
Ibex35	8.776	+3,4%	1,70%	+7,0%	4,4%
PSI20	5.633	-3,2%	1,70%	+13,5%	3,8%

¹Bono sintético calculado por Análisis y Mercados Bankinter, considerando la distribución por países del Eurostoxx 50. Implica Bund en 0,60%.

²Revisión de BPAs en el último trimestre. Incluye ajuste por riesgo de revisión a la baja.

³Cierres a 22/03/2022

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter; Bloomberg

Estrategia de Inversión 1T 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 2022E. Aplicamos un ajuste de BPAs para anticipar el riesgo de revisión a la baja del crecimiento debido al contexto actual.
- **Las tasas de descuento** aumentan para todos los índices. 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 de año.

Tomamos como referencia el consenso de estimaciones de BPA 2022.

Las tasas de descuento aumentan.

Establecemos tres escenarios: central, favorable y desfavorable, en función de los rangos de crecimiento de los BPAs. Aplicamos ajustes a la baja sobre la estimación de consenso de mercado en los distintos escenarios. Para S&P-500, Nikkei-225 y PSI-20, establecemos ajustes de 0%, -5% y -10% entre los escenarios favorable, central y desfavorable. Mientras que en el caso del ES-50 e IBEX-35, el rango establecido se sitúa entre -5% en el escenario favorable, -10% en el central y -15% en el desfavorable.

Mantenemos tres escenarios: Central, Favorable y Desfavorable

VALORACIONES POR ÍNDICE

S&P-500: Nuestra previsión es de **4.533 puntos para diciembre de 2022 (anterior 5.266; -13,9%)**, con un **potencial de revalorización de +0,5%**. En el escenario central, estimamos un aumento de BPA 2022e de +2,1% tras aplicar un ajuste de -5% sobre el BPA de consenso ante el riesgo de una revisión a la baja debido al contexto actual. Consideramos una rentabilidad estimada para el T-Note a final de año de 2,5% vs 2,15% anterior. Nuestra valoración implica un **PER implícito de 21,15x** sobre el BPA 2022.

S&P-500: 4.533 puntos, en el escenario central

Potencial de +0,5% hasta dic-22.

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **4.771 y 4.294 puntos** respectivamente, que implican potenciales/retrocesos de +5,8% y -4,8%.

TABLA 3.3. Análisis de sensibilidad S&P 500

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,00%	2,75%	2,50%	2,25%	2,00%
BPA vs Consenso	-15%	3.641	3.837	4.056	4.301	4.577
	-10%	3.855	4.063	4.294	4.554	4.846
	-5%	4.069	4.289	4.533	4.807	5.116
	0%	4.283	4.514	4.771	5.060	5.385
	5%	4.498	4.740	5.010	5.313	5.654

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2022

EuroStoxx-50: Estimamos un nivel de **3.868 puntos a diciembre 2022** (anterior 4.875; -20,7%), que implica un retroceso de **-1,5%**. Estimamos un aumento de BPA 2022e de +1,0% tras aplicar un ajuste de -10% sobre el BPA de consenso ante el riesgo de una revisión a la baja debido al contexto actual. 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 0,81% vs 0,30% anterior, lo que implica una rentabilidad del Bund de +0,60%. Nuestra estimación supone un **PER 2022E de 14,66x**.

EuroStoxx50: 3.868 puntos, en el escenario central

Potencial de -1,5% hasta dic-22.

En los **escenarios favorable y desfavorable** son **4.083 y 3.653 puntos** respectivamente, lo que implica potenciales/retrocesos de +4,0% y -7,0%.

TABLA 3.4. Análisis de sensibilidad EuroStoxx-50

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		1,31%	1,06%	0,81%	0,56%	0,31%
BPA vs Consenso	-20%	3.190	3.309	3.438	3.578	3.729
	-15%	3.389	3.516	3.653	3.801	3.962
	-10%	3.588	3.723	3.868	4.025	4.195
	-5%	3.788	3.930	4.083	4.249	4.428
	0%	3.987	4.137	4.298	4.472	4.661

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*, estimamos un aumento de BPA 2022e de +7,0% tras aplicar un ajuste de -10% sobre el BPA de consenso ante el riesgo de una revisión a la baja debido al contexto actual. Consideramos una rentabilidad estimada para el bono a final de año de 1,70% vs 0,8% anterior. En consecuencia, nuestro escenario central establece un precio objetivo de **8.776 puntos** (anterior 9.664, -9,2%) **para diciembre de 2022**, con un **potencial de +3,4%**. Este nivel supone un **PER 2022 implícito de 14,57x**.

IBEX35: escenario central 8.776 puntos

Potencial de +3,4% hasta dic-22.

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **9.264 y 8.289 puntos** respectivamente, lo que implican potenciales/retrocesos de +9,2% y -2,3%.

TABLA 3.5. Análisis de sensibilidad Ibex-35

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		2,20%	1,95%	1,70%	1,45%	1,20%
BPA vs Consenso	-20%	7.561	7.677	7.801	7.934	8.078
	-15%	8.034	8.157	8.289	8.430	8.583
	-10%	8.506	8.637	8.776	8.926	9.088
	-5%	8.979	9.116	9.264	9.422	9.593
	0%	9.451	9.596	9.751	9.918	10.098

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 2022

PSI-20: Al igual que para el Ibex 35, combinamos el método *Top Down* de PER objetivo y el *Bottom Up* basado en los precios objetivos estimados por el consenso. En el *Top Down*, estimamos un aumento de BPA 2022e de +13,5% tras aplicar un ajuste de -5% sobre el BPA de consenso ante el riesgo de una revisión a la baja debido al contexto actual. Consideramos una rentabilidad estimada del bono a final de año de 1,60% vs 0,8% anterior. En consecuencia, nuestro escenario central establece un precio objetivo de **5.633 puntos para diciembre de 2022**, lo que supone un retroceso de -3,2%. Este nivel supone un **PER 2022 implícito de 15,65x**.

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **5.929 puntos y 5.336 puntos** respectivamente, lo que implican potenciales/retrocesos de +1,9% y -8,3%.

PSI20: 5.633 puntos, en el escenario central.

Potencial de -3,2% hasta dic-22.

TABLA 3.6. Análisis de sensibilidad PSI-20

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		2,20%	1,95%	1,70%	1,45%	1,20%
BPA vs Consenso	-15%	4.886	4.960	5.040	5.126	5.218
	-10%	5.173	5.252	5.336	5.427	5.525
	-5%	5.461	5.544	5.633	5.729	5.832
	0%	5.748	5.835	5.929	6.030	6.139
	5%	6.035	6.127	6.226	6.332	6.446

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

NIKKEI: Estimamos un precio objetivo de **27.117 puntos a diciembre 2022** (anterior 31.875; -14,9%), que implica un **potencial de revalorización de -0,4%**. Estimamos un retroceso de BPA 2022e de -9,4% tras aplicar un ajuste de -5% sobre el BPA de consenso ante el riesgo de una revisión a la baja debido al contexto actual. Nuestra previsión de rentabilidad del bono soberano se incrementa hasta 0,30% desde 0,10%. Nuestra valoración implica un **PER 2022 de 17,15x**.

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **28.544 y 25.690 puntos** respectivamente, lo que implican potenciales/retrocesos de +4,8% y -5,6%.

NIKKEI: 27.117 puntos, en el escenario central.

Potencial de -0,4% hasta dic-22.

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	-15%	23.039	23.635	24.262	24.924	25.623
	-10%	24.394	25.025	25.690	26.390	27.130
	-5%	25.749	26.415	27.117	27.857	28.638
	0%	27.105	27.806	28.544	29.323	30.145
	5%	28.460	29.196	29.971	30.789	31.652

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Estrategia de Inversión 1T 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	2,50%	2,50%	2,50%	
2.- Inc. BPA 2022e	7,5%	2,1%	-3,3%	
Precio Objetivo (1)	4.771	4.533	4.294	
Precio Objetivo Anterior (2)		5.266		
Cotización 22/03/2022		4.512		
Potencial (%)	5,8%	0,5%	-4,8%	
PER Implícito (4)	21,2x	21,2x	21,2x	

EUROSTOXX-50		Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable	
1.- Bono 10A (3)	0,81%	0,81%	0,81%	
2.- Inc. BPA 2022e	6,7%	1,0%	-4,6%	
Precio Objetivo (1)	4.083	3.868	3.653	
Precio Objetivo Anterior (2)		4.875		
Cotización 22/03/2022		3.926		
Potencial (%)	4,0%	-1,5%	-7,0%	
PER Implícito (4)	14,7x	14,7x	14,7x	

NIKKEI		Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable	
1.- Bono 10A	0,30%	0,30%	0,30%	
2.- Inc. BPA 2022e	-4,7%	-9,4%	-14,2%	
Precio Objetivo (1)	28.544	27.117	25.690	
Precio Objetivo Anterior (2)		31.875		
Cotización 22/03/2022		27.224		
Potencial (%)	4,8%	-0,4%	-5,6%	
PER Implícito (4)	17,1x	17,1x	17,1x	

IBEX-35		Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable	
1.- Bono 10A	1,70%	1,70%	1,70%	
2.- Inc. BPA 2022e	12,9%	7,0%	1,1%	
Precio Objetivo (1)	9.264	8.776	8.289	
Precio Objetivo Anterior (2)		9.664		
Cotización 22/03/2022		8.487		
Potencial (%)	9,2%	3,4%	-2,3%	
PER Implícito (4)	14,6x	14,6x	14,6x	

PSI-20		Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable	
1.- Bono 10A	1,70%	1,70%	1,70%	
2.- Inc. BPA 2022e	19,5%	13,5%	7,6%	
Precio Objetivo (1)	5.929	5.633	5.336	
Precio Objetivo Anterior (2)		5.865		
Cotización 22/03/2022		5.821		
Potencial (%)	1,9%	-3,2%	-8,3%	
PER Implícito (4)	15,6x	15,6x	15,6x	

(1) Cálculos con cierre 22 de marzo de 2022. Precio objetivo a dic-2022. Calculado según método PER Objetivo.

(2) Cálculos a 21 de diciembre de 2021.

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

(4) Per Implícito respecto BPA 2022 estimado actualmente por consenso y ajustado según índice.

Estrategia de Inversión 2T 2022

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

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	21,5x	20,0x	18,3x
BPA (\$)	101	107	112	109	109	123	151	152	123	210	226	247
% var	n.d	6,0%	4,8%	-3,4%	0,4%	12,9%	22,5%	0,9%	-19,0%	70,5%	7,5%	9,4%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾											0,0%	-0,2%
EUROSTOXX-50	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r ⁽²⁾	2020r ⁽²⁾	2021r	2022e	2023e
PER(x)	14,9x	19,0x	18,9x	22,7x	17,4x	15,7x	16,8x	14,8x	26,5x	15,0x	13,4x	12,5x
BPA (€)	162	147	166	152	173	222	201	233	124	261	293	315
% var	n.d	-9,2%	13,0%	-8,7%	14,1%	28,3%	-9,4%	15,8%	-46,9%	111,2%	12,3%	7,5%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾											3,7%	3,4%
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	15,6x	16,4x	14,9x
BPA (JPY)	498	734	879	897	851	1.365	1.357	1.134	876	1.746	1.665	1.831
% var	n.d.	47,4%	19,7%	2,1%	-5,2%	60,5%	-0,6%	-16,5%	-22,7%	99,4%	-4,7%	10,0%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾											-6,3%	-2,4%
IBEX-35	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r ⁽²⁾	2020r ⁽²⁾	2021r	2022e	2023e
PER(x)	20,1x	14,5x	19,1x	22,4x	16,3x	15,1x	13,8x	13,4x	735,9x	15,1x	12,7x	11,2x
BPA (€)	378	600	546	476	535	681	697	683	10	563	669	755
% var	n.d.	58,5%	-8,9%	-12,9%	12,4%	27,3%	2,3%	-1,9%	-98,5%	n.r.	18,9%	12,8%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾											-0,2%	1,1%
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	18,4x	15,4x	13,1x
BPA (€)	152	-322	67	164	183	198	385	308	202	317	379	443
% var	n.d.	n.r.	n.r.	144,5%	11,2%	8,4%	94,2%	-20,0%	-34,3%	56,9%	19,5%	16,9%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾											0,8%	5,2%

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

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

PER 2012/2021 con cotización media de los índices

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg

Datos a 22/03/2022

Estrategia de Inversión 2T 2022

4. Estrategia en Bonos: La normalización/endurecimiento de la política monetaria está en marcha, la Inflación no da tregua y la geopolítica genera inquietud.

Los **bancos centrales** endurecen la política monetaria – tipos al alza y reducción del balance/compras de bonos -, la invasión rusa de **Ucrania** genera inquietud y la **Inflación** está en máximos. La estrategia de los bancos centrales persigue evitar un escenario de Inflación descontrolada y bajo crecimiento como en los años 70/80 pero es una mala noticia para los bonos porque: (1) afrontan un entorno prolongado de **tipos de interés al alza/caídas de precio ¿2023?** y (2) la rentabilidad vía ingresos/cupones no compensa el riesgo (tipos reales negativos). Nuestra estrategia de inversión persigue **proteger el patrimonio**, por eso las líneas maestras no han cambiado. Reiteramos recomendación de: (1) mantener el **Riesgo de Duración bajo** - el diferencial entre el tipo a largo plazo (10A) y el 2A es demasiado bajo - y (ii) **evitar High Yield/baja calidad** crediticia ante el previsible deterioro en los indicadores de riesgo. **En crédito IG/alta calidad**, las métricas de riesgo evolucionan satisfactoriamente y los spreads/diferenciales son razonables. Nuestros sectores favoritos son: (1) **defensivos** con flujos de caja estables como salud y consumo básico y (ii) **energéticas** – principales beneficiadas del repunte en las materias primas y la tensión geopolítica -.

Mercado: La TIR del 10 A en EE.UU. alcanza niveles no vistos desde 2019 >2,35% tras subir +80,0 pb en 2022 (vs 2,30% esperado por el consenso para finales de año) con el Bund alemán en +0,45% (vs -0,20% en dic.2021) porque: (1) los **bancos centrales** abogan por endurecer la política monetaria – tipos al alza y reducción del balance/compras de bonos -, (2) la invasión rusa de Ucrania conlleva una escalada en el precio de las **materias primas** (gas, petróleo, trigo, níquel, paladio...) y (3) la **Inflación** alcanza máximos históricos (+7,9% en EE.UU. & +5,9% en la UEM) y no se atisba un cambio a mejor a mejor antes de **2023**. La OCDE estima un IPC medio global de 6,7% en 2022 (vs 3,5% en 2021), la Fed revisa al alza su indicador de precios favorito (Core PCE/*Personal Consumption Index*) hasta 4,1% en 2022 (vs 2,1% ant.) y los **bonos ligados a la Inflación/Linkers** anticipan un IPC medio a 2 Años de 4,6% en EEUU (vs 3,1% previsto en enero) y +2,3% en la UEM (vs 1,9% en enero).

La política monetaria, las materias primas y la Inflación juegan en contra de los bonos

Bancos centrales: Subir tipos de interés y encarecer el **coste de financiación** a familias y empresas, no resuelve las presiones inflacionistas de **oferta** - producción de energía/ interrupciones de suministro, cuellos de botella y/o escasez de chips/semiconductores/ materias primas agrícolas -, pero: (i) mantiene a raya las **perspectivas** de IPC a largo plazo/10 Años - indicador clave para los bancos centrales - y (ii) aminora el riesgo de ver **efectos de 2ª de ronda/subidas salariales** que son más persistentes en el tiempo y difíciles de revertir.

Subir tipos de interés no solventa las presiones inflacionistas de oferta, pero los bancos centrales no tienen alternativa, al menos por ahora.

La geopolítica en **Ucrania/Rusia** reduce las previsiones de crecimiento global, pero los bancos centrales tienen razones técnicas de peso para reducir los estímulos implementados durante la pandemia:

(1) el **ciclo macro** aún es expansivo - la OCDE estima un crecimiento de +3,4% en el PIB global para 2022 (vs +5,6% en 2021) -, (2) la Tasa de **Paro** baja hasta niveles pre-CV19 (3,8% en EE.UU. vs 3,5% pre-CV19 & 6,8% en la UEM vs 7,7% en 1T 2020) y (3) salvo excepciones como China, el flujo de noticias en el **plano sanitario/CV19** cambia a mejor (altas tasas de vacunación y ritmo de contagios a la baja).

Los bonos lo tienen difícil porque afrontan un entorno de tipos al alza (caídas de precio) y la rentabilidad real vía cupones/ingresos es negativa.

La estrategia de los Bancos Centrales persigue evitar un escenario de Inflación descontrolada y bajo crecimiento como en los años 70/80 **¿estanflación?**, pero es una mala noticia para los bonos porque: (1) afrontan un entorno prolongado de **tipos de interés al alza/caídas de precio ¿2023?** y (2) la rentabilidad vía ingresos/cupones no compensa el riesgo (tipos reales negativos en niveles históricamente altos).

Estrategia de Inversión 2T 2022

El riesgo está en el balance. La Fed tiene previsto anunciar los detalles del plan de reducción del balance el 4/mayo, pero se atisba un ajuste más rápido que el realizado en 2017/2019, porque el punto de partida ahora es muy alto (~8,9 Tr. \$ vs ~4,1 Tr. \$ pre-CV19). El BCE avanza por una línea similar y acorta las **compras** mensuales del APP (programa ordinario) hasta: 40.000 M€ (abril vs 2T 2022 ant.), 30.000 M€ (mayo vs 3T 2022) y 20.000 M€ (junio vs oct.), sin determinar importes para 3T 2022. **¿preludio de una subida de tipos?** Eso entiende el mercado que anticipa un tipo de depósito de 0,0% en dic. 2022 (vs -0,50% actual).

Estrategia: El binomio **rentabilidad/riesgo** de los bonos no es atractivo - tipos reales negativos, subidas de tipos & reducción de compras por parte de los bancos centrales, necesidades de financiación al alza & volatilidad elevada -, por eso la demanda de activos refugio no es suficiente para frenar las subidas de TIR/caídas de precio.

Nuestra estrategia de inversión persigue **proteger el patrimonio**, por eso las líneas maestras no han cambiado.

Reiteramos nuestra recomendación de: (1) mantener el **Riesgo de Duración bajo**. El diferencial entre el tipo de interés a largo plazo (10 A) y el 2A está en niveles históricamente bajos (~20 pb en EEUU y ~70 pb en Alemania) y (ii) la rentabilidad/TIR del índice de referencia a 1-3 Años (Bloomberg Barclays Global Aggregate) alcanza niveles pre-CV19 (TIR~1,5%) con un binomio rentabilidad/riesgo mejor que los índices a largo plazo (duración ~7,4 años & TIR ~1,9%) y (ii) **evitar High Yield/baja calidad** crediticia ante el endurecimiento de las condiciones financieras (coste de financiación al alza) y el previsible deterioro en las **métricas de riesgo** - presión en márgenes y revisión a la baja en las perspectivas de beneficios -.

En crédito IG/alta calidad, las **métricas de riesgo** evolucionan satisfactoriamente - exceso de liquidez, endeudamiento reducido & cobertura de intereses elevada - y los diferenciales de crédito alcanzan niveles razonables desde un punto de vista histórico (~75 pb en la UEM vs ~64 pb de media en los últimos 10 años). Nuestros sectores favoritos son: (1) **defensivos** con flujos de caja estables como salud y consumo básico y (ii) **energéticas** - principales beneficiadas del repunte en las materias primas y la tensión geopolítica -.

El binomio rentabilidad/riesgo de los bonos no es atractivo (tipos reales negativos, subidas de tipos, necesidad de financiación al alza y volatilidad elevada)

La clave está en mantener el riesgo de duración bajo y evitar HY/baja calidad crediticia

En crédito IG/alta calidad, nuestros sectores favoritos son defensivos (salud & consumo) y energéticas

5.- Temática Trimestral

La Ciberseguridad

Desde el inicio del conflicto Rusia/Ucrania, la ciberseguridad ha vuelto a cobrar fuerza. Buena prueba de ello son los numerosos estudios que destacan la importancia de la gestión de riesgos cibernéticos y la principal amenaza que es hoy en día para las empresas.

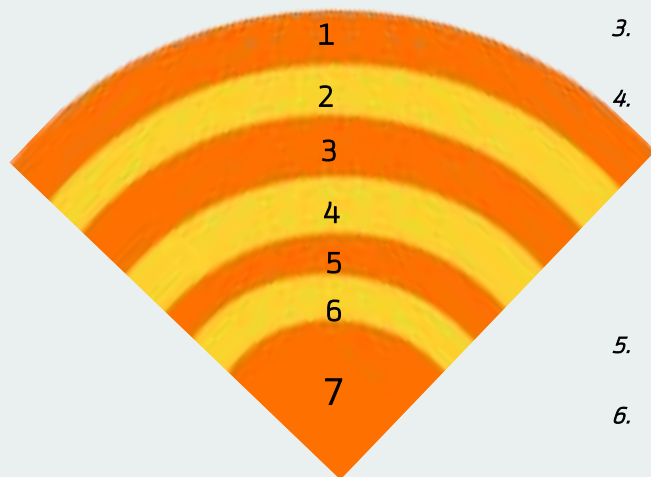
Los ciberdelitos han aumentado un 600% desde el inicio de la pandemia, produciéndose cada 39 segundos. 197 días es el tiempo medio que tarda una compañía en descubrir una brecha informática y 69 lo que tarda en contenerla. Por último, se espera que los costes derivados de la ciberdelincuencia pasen de 3.000B\$ en 2015 a 10.500B\$ en 2025; es decir, un crecimiento anualizado del 15%.

Ahora bien, ¿sabemos qué es la ciberseguridad?

Con este término nos referimos a la "protección de los datos/información en el ecosistema digital (ordenadores, servidores, dispositivos móviles, sistemas electrónicos, red, ...), a través de tecnologías/prácticas ofensivas o defensivas, de ataques maliciosos llevados a cabo por cibercriminales". Esto difiere de otros dos conceptos utilizados con frecuencia de forma errónea:

- **Seguridad Informática:** Política de gestión de riesgos digitales. La ciberseguridad, por el contrario, se centra en el conjunto de herramientas y aplicaciones utilizadas para proteger el ecosistema digital.
- **Seguridad de la Información:** Política de uso y medidas que afecta al tratamiento de los datos/información almacenados, ya sean de una empresa, institución o particular y en formato digital, electrónico, verbal, escrito, ... La ciberseguridad es una parte dentro de este concepto tan amplio, encargándose de la protección de la información en el ámbito digital.

Volviendo a la ciberseguridad, está **compuesta por "capas/layers"** que han ido evolucionando a la vez que la transformación digital. Cada capa es una barrera de defensa. Partiendo del marco primitivo OSI (*Open Systems Interconnection*), este **modelo** ha evolucionado hasta el actual:



1. **Human Layer** (o "Capa" humana): Concienciación y aprendizaje de la seguridad digital en el ámbito humano.
2. **Perimeter Security** (o Seguridad del Perímetro): Protección inicial del ecosistema digital. La primera barrera de defensa. Ej: firewall.
3. **Network Security** (o Seguridad de Redes): Protección de una red, hardware, software y su información.
4. **Endpoint Security** (o Seguridad del Punto Final): Protección de puntos de conexión finales/sistemas remotos dentro del ecosistema digital (móviles, tablets, ordenadores, ...). Elimina los riesgos ante una amenaza para el sistema, así evita que se transmita a los dispositivos conectados. Especialmente importante en los casos de redes corporativas y ante el cada vez mayor número de trabajadores en remoto.
5. **Application Security** (o Seguridad de Aplicaciones): Protección en el acceso a una aplicación.
6. **Data Security** (o Seguridad de los Datos): Protección de información corporativa o personal.
7. **Mission Critical Assets** (o Seguridad de Datos/Activos Críticos): Protección de información corporativa o personal crítica/sensible.

Estrategia de Inversión 2T 2022

Este sistema de defensa permite prevenir y reaccionar ante **ataques cibernéticos**, siendo los más comunes:

- **Phishing:** Suplantación de identidad de organizaciones o personas de confianza. Según el medio o el objetivo del ciberataque podemos hablar de (i) *spear phishing* (grupo específico de personas), (ii) *whaling* (CEO, CFOs, ...; es decir, cargos importantes dentro de una empresa), (iii) *smishing* (SMS), (iv) *vishing* (llamada telefónica) o (v) *QRishing* (código QR).
- **Malware:** Software malicioso con el objetivo de infiltrarse en un dispositivo sin conocimiento del usuario. Hay varios tipos: (i) *Virus informático* (se activa con la intervención del usuario); (ii) *Gusano informático* (se propaga por sí mismo, sin intervención del usuario); (iii) *Troyano* (se introduce a través de un archivo o aplicación legítima); (iv) *Spyware* (recolecta información sin autorización y es capaz de instalar aplicaciones); (v) *Adware* (a través de publicidad en Internet); (vi) *Ransomware* (secuestro digital a cambio de un rescate económico).
- **Man-in-the-middle:** Intercepción de la comunicación entre dos o más usuarios a través de un falso intermediario.
- **Ataques de día cero:** Aprovechamiento de una vulnerabilidad o falla recientemente descubierta antes de que la organización/compañía logre subsanarla.
- **Inyección de SQL:** Inserción de códigos SQL (lenguaje de programación) maliciosos en aplicaciones web afectadas por vulnerabilidades.

El *hackeo* al oleoducto de Colonial Pipeline en EE.UU. y a la página web del SEPE en España en 2021, el *ransomware* WannaCry de 2017 -que afectó a varias compañías en todo el mundo- o el gusano informático ILoveYou de principios de siglo -que infectó 50M de ordenadores- son sólo conocidos ejemplos de la enorme cantidad de ciberataques que se han producido y se producen cada día. Actualmente, la **ciberseguridad es vital** tanto para **compañías** como para los **organismos públicos** para proteger la información sensible acumulada en sus ecosistemas digitales. El **modelo de trabajo híbrido** (combinando teletrabajo y trabajo presencial), la **digitalización** y el **desarrollo de tendencias de futuro** como el *big data*, metaverso o *Internet of Things* (IoT o Internet de las Cosas) va a hacer necesario un aumento importante de la protección de la información, especialmente la sensible. En el corto plazo, el sector se ve **impulsado por el conflicto Rusia/Ucrania** ante las expectativas de un mayor número de ciberataques como respuesta a las sanciones impuestas a Rusia. Cabe destacar que no sólo aumentan los *hackeos*, sino la sofisticación de los mismos.

Para **beneficiarse de esta temática**, aparte de las **grandes techs** como Microsoft o Alphabet que tienen parte de su negocio en la ciberseguridad, hay otras **compañías cuya actividad se centra en este sector**. Por un lado, están aquellas **orientadas hacia el consumo doméstico** como McAfee o NortonLifeLock, primando productos como los antivirus o las VPNs (redes privadas virtuales). Por otro lado, aquellas más **centradas en el consumo público y empresarial** como Fortinet o CrowdStrike. En este último punto es importante destacar la migración a la nube como potencial crecimiento de estas compañías, ya que sólo algunas de ellas ya son *cloud native* (es decir, 100% operativas en la nube).

En resumidas cuentas, consideramos que la mejor **forma de inversión en la temática** de la ciberseguridad es a través del **fondo Allianz Cyber Security** o directamente a través de estas tres **compañías: Fortinet, Palo Alto Networks y CrowdStrike**. Son líderes reconocidos en el sector y con atractivos crecimientos de beneficios.

Estrategia de Inversión 2T 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 2023.

España, cifras clave (%)	2017r	2018r	2019r	2020r	2021p	Pesimista	2022e Central	Optimista	Pesimista	2023e Central	Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,0	2,9	4,4	5,3	2,0	3,0	3,8
Consumo Privado	3,0	1,7	1,0	-12,0	4,6	2,1	2,6	3,1	1,3	2,0	2,8
Gasto Público	1,0	2,3	2,0	3,3	3,0	0,0	0,5	1,0	-0,2	0,3	0,8
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,3	4,6	-9,6	4,1	7,2	11,1	13,3	4,4	6,0	7,1
Demanda interna (aportación)	3,1	2,9	1,6	-8,6	4,6	2,6	3,9	4,6	1,6	2,5	3,2
Sector Exterior (aportación)	-0,2	-0,6	0,5	-2,2	0,4	0,3	0,5	0,7	0,4	0,5	0,6
Déficit Público/PIB*	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-6,8	-8,0	-6,5	-5,0	-5,5	-4,0	-2,5
Deuda/PIB*	98,6	97,6	95,5	120,0	118,7	120,9	117,5	115,3	122,8	117,2	112,6
Tasa de paro (EPA)*	16,5	14,4	13,8	16,1	13,3	14,2	13,7	13,5	14,0	13,0	12,2
IPC*	1,1	1,2	0,8	-0,5	6,5	6,6	4,1	2,5	3,6	2,0	1,9

*Datos a final de ejercicio.

Datos 2021 preliminares. Déficit Público/PIB estimado

Fuente: datos INE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 2T 2022

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

Portugal, cifras clave (%)	2022e			2023e		
	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (YoY)	2,8	3,0	3,2	1,6	1,7	2,1
Déficit Público / PIB	-4,0	-3,5	-3,0	-3,5	-3,0	-2,5
Deuda Pública / PIB	128,4	127,7	127,0	126,9	126,3	125,4
Tasa de Paro	6,4	6,2	6,0	6,4	6,2	6,0
IPC	7,5	6,5	6,0	4,2	3,6	3,0
PIB / PIB 2019	98,7	98,9	99,1	100,4	100,5	100,9

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

Estrategia de Inversión 2T 2022

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

	24-mar	% Var Ac.Año	Capitaliz.	PER			BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div22e	Media		ROE	EV/EBITDA 2022e	DFN/FFPP (Ultimo)	Media		P/VC	Recomend.	P. Objetivo
				2021	2022e	2023e	2021e	2022e	Var.%	2023e	Var.%		2017/21	2022e				2017/21	2022e			
Ibex-35	8.297,5	-4,8	552.732	Negativo	11,5 x	11,3 x	56.388	47.931	n/r	49.047	n/r	3,4%	11,7%	15,7%	16,3%	13,2x	1,4 x	3,1 x	2,7 x	2,2 x		
Almirall	12,43	+10,0	2.235	-49,7 x	28,7 x	25,0 x	-41	78	90%	89	15%	1,6%	-1,6%	5,8%	6,2%	10,5x	0,2 x	1,7 x	1,7 x	1,6 x	Comprar	13,00
ACS	24,59	+4,3	7.246	10,2 x	9,5 x	9,1 x	701	764	9%	799	5%	7,1%	18,0%	16,8%	16,6%	4,6x	0,4 x	2,1 x	1,7 x	1,6 x	Comprar	30,70
Acerinox	10,31	-9,5	2.788	5,8 x	6,7 x	8,8 x	534	415	-22%	318	-23%	4,9%	10,0%	18,2%	13,0%	3,8x	0,3 x	1,5 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	14,00
AENA	143,60	+3,5	21.540	Negativo	n/r	21,2 x	-21	706	n/r	1.014	44%	3,2%	22,1%	10,4%	14,2%	14,2x	1,2 x	3,7 x	3,2 x	3,0 x	Neutral	154,00
Amadeus	56,24	-5,7	25.336	-610,6 x	35,7 x	23,6 x	-44	710	1514%	1.073	51%	0,8%	33,3%	16,9%	22,6%	16,4x	1,0 x	8,2 x	6,0 x	5,4 x	Comprar	70,10
Acciona	163,30	-2,9	8.958	27,8 x	17,3 x	15,2 x	332	518	56%	588	14%	2,6%	9,1%	11,2%	11,9%	8,2x	1,0 x	1,5 x	1,9 x	1,8 x	Comprar	168,40
BBVA	5,16	-1,8	34.386	7,5 x	7,3 x	7,0 x	4.652	4.739	2%	4.912	4%	3,9%	9,1%	11,1%	11,4%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	7,20
Bankinter	5,20	+15,2	4.671	3,0 x	10,5 x	9,2 x	1.333	445	-67%	505	13%	3,8%	14,5%	9,2%	10,1%	n.a.	n.a.	0,9 x	0,9 x	0,9 x		Restringido
CaixaBank	3,04	+26,0	24.520	3,7 x	10,0 x	9,1 x	5.226	2.447	-53%	2.681	10%	5,1%	10,2%	9,9%	10,7%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,7 x	0,6 x	Comprar	3,60
Cie Automotive	20,22	-26,1	2.478	13,9 x	8,5 x	7,2 x	241	293	22%	346	18%	3,9%	22,8%	18,3%	17,9%	5,7x	1,1 x	2,4 x	1,6 x	1,3 x	Comprar	31,70
Cellnex	42,13	-17,7	28.620	Negativo	Negativo	Negativo	-230	-249	n/r	-267	n/r	0,1%	0,2%	Negativo	Negativo	14,3x	0,8 x	5,1 x	2,1 x	2,1 x	Comprar	60,00
Colonial	8,02	-2,8	4.325	37,6 x	27,3 x	23,6 x	118	158	34%	184	16%	3,0%	2,4%	2,9%	3,3%	31,9x	0,8 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Neutral	8,55
Endesa	18,27	-9,6	19.338	14,9 x	10,9 x	9,9 x	1.435	1.782	24%	1.948	9%	6,6%	15,6%	30,3%	30,8%	6,9x	1,4 x	2,9 x	3,3 x	3,1 x	Neutral	22,40
Enagas	20,03	-1,8	5.248	13,2 x	12,1 x	13,7 x	404	432	7%	383	-11%	8,6%	15,2%	14,1%	12,7%	10,9x	1,4 x	1,9 x	1,7 x	1,7 x	Comprar	21,10
Ferrovial	24,97	-9,4	18.318	n/r	n/r	n/r	163	106	-35%	242	128%	2,6%	2,9%	2,7%	6,6%	34,3x	0,6 x	3,3 x	4,7 x	5,0 x	Comprar	30,10
Fluidra	26,90	-23,6	5.262	30,6 x	19,4 x	17,5 x	225	272	21%	302	11%	2,0%	7,8%	15,2%	15,5%	10,6x	0,6 x	2,7 x	2,9 x	2,7 x	Comprar	30,50
Grifols	15,50	-8,1	18.229	53,8 x	44,7 x	34,5 x	183	408	123%	529	30%	0,0%	12,1%	6,3%	7,5%	19,9x	1,1 x	3,6 x	1,6 x	1,5 x	Neutral	17,00
IAG	1,62	-4,8	8.042	-2,8 x	14,8 x	5,0 x	-2.980	545	n/r	1.604	n/r	0,0%	31,5%	60,2%	63,9%	5,9x	8,7 x	4,0 x	8,1 x	3,2 x	Comprar	2,50
Iberdrola	9,52	-8,6	61.273	17,1 x	15,0 x	14,5 x	3.885	4.096	5%	4.232	3%	4,8%	9,0%	9,8%	9,9%	8,2x	1,0 x	1,5 x	1,5 x	1,4 x	Comprar	11,90
Indra	10,01	+5,1	1.768	13,0 x	11,3 x	9,9 x	129	156	21%	178	14%	1,6%	17,2%	17,0%	16,9%	5,9x	0,6 x	2,3 x	1,9 x	1,7 x	Comprar	9,90
Inditex	20,70	-27,4	64.515	25,4 x	16,2 x	14,7 x	3.500	3.983	14%	4.381	10%	4,3%	20,6%	23,8%	24,3%	6,9x	Caja Neta	5,9 x	3,8 x	3,6 x	Neutral	26,50
Mapfre	1,86	+3,2	5.736	7,3 x	7,7 x	7,3 x	765	744	-3%	781	5%	7,8%	7,3%	8,5%	8,6%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,7 x	0,6 x	Comprar	2,27
Meliá	6,51	+8,4	1.434	Negativo	n/r	10,7 x	-165	15	n/r	134	n/r	0,0%	9,3%	4,7%	29,2%	7,2x	4,1 x	2,3 x	4,4 x	3,1 x	Comprar	8,15
Merlin Properties	10,12	+5,7	4.752	18,2 x	17,4 x	16,3 x	246	273	11%	292	7%	4,5%	3,3%	3,9%	4,2%	26,7x	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x	Vender	10,00
ArcelorMittal(3)	30,43	+7,2	28.533	1,9 x	3,5 x	7,3 x	14.956	8.069	n/r	4.284	-47%	1,1%	10,4%	15,4%	7,5%	2,5x	0,1 x	0,6 x	0,7 x	0,6 x	Comprar	33,00
Naturgy	25,67	-10,3	24.890	22,9 x	18,6 x	19,0 x	1.214	1.335	10%	1.310	-2%	4,6%	10,0%	21,9%	20,8%	9,4x	2,2 x	2,5 x	4,1 x	4,0 x	Vender	27,70
PharmaMar	68,02	+19,3	1.249	11,3 x	11,7 x	10,6 x	93	106	15%	118	10%	1,1%	Negativo	39,3%	31,4%	8,2x	Caja Neta	23,9 x	4,6 x	3,3 x	Neutral	64,10
Red Eléctrica	17,46	-8,2	9.447	15,4 x	13,9 x	14,4 x	669	679	1%	655	-4%	5,7%	20,0%	18,3%	16,7%	10,1x	1,7 x	2,9 x	2,6 x	2,4 x	Neutral	19,20
Repsol	12,09	+15,8	18.463	6,4 x	6,8 x	6,8 x	2.499	2.708	8%	2.722	1%	5,5%	-1,1%	11,4%	10,6%	3,1x	0,3 x	0,7 x	0,8 x	0,7 x	Comprar	13,30
Rovi	69,70	-5,6	3.908	27,0 x	23,6 x	19,3 x	153	166	8%	203	22%	1,5%	15,2%	41,0%	36,9%	17,6x	Caja neta	5,2 x	9,7 x	7,1 x	Comprar	71,20
Sabadell	0,74	+25,6	4.183	6,3 x	7,5 x	5,9 x	530	555	n/r	704	27%	2,0%	5,3%	5,4%	6,7%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Comprar	0,85
Santander	3,07	+4,5	53.262	6,3 x	6,1 x	5,9 x	8.124	8.689	7%	9.019	4%	5,9%	7,1%	11,9%	12,3%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,4 x	0,4 x	Comprar	4,25
Siemens Gamesa (4)	16,82	-20,2	11.453	-22,9 x	-27,6 x	45,1 x	-626	-415	n/r	254	-161%	0,0%	1,8%	Negativo	6,0%	45,9x	0,05 x	2,4 x	2,8 x	2,7 x	Vender	17,10
Solaria	19,86	+16,0	2.481	44,5 x	47,5 x	23,4 x	48	52	9%	106	103%	0,0%	17,0%	17,4%	26,2%	30,0x	2,2 x	6,5 x	8,3 x	6,1 x	Neutral	17,00
Telefónica	4,20	+8,9	24.246	2,7 x	11,3 x	10,0 x	8.137	2.151	-74%	2.426	13%	7,2%	11,3%	9,8%	10,1%	4,3x	2,5 x	1,3 x	1,1 x	1,0 x	Neutral	4,50

Estrategia de Inversión 2T 2022

Compañías Españolas No Ibex-35

	24-mar	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2021	PER 2022e	2023e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div22e	Media 2017/21	ROE 2022e	2023e	EV/EBITDA 2022e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/21	P/V/C		Recomend.	P. Objetivo
							2021e	2022e	Var.%	2023e	Var.%		2022e	2023e				2022e	2023e	2023e		
No Ibex:																						
Unicaja	0,92	+5,4	2.431	2,1 x	7,6 x	6,1 x	1.113	320	-71%	400	25%	3,8%	9,0%	7,7%	9,3%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,4 x	0,4 x	Neutral	n/d
Mediaset España	4,65	+13,2	1.457	7,1 x	9,5 x	9,3 x	181	154	-15%	157	2%	6,0%	19,5%	10,2%	9,9%	5,2x	Caja Neta	1,9 x	1,0 x	1,0 x	Neutral	5,20
Catalana Occidente	27,80	-7,3	3.336	8,4 x	8,5 x	8,0 x	427	395	-8%	418	6%	3,5%	11,3%	8,6%	8,5%	n.a.	n.a.	1,0 x	0,8 x	0,8 x	Comprar	38,20
Faes Farma	3,65	+5,1	1.136	13,1 x	12,3 x	11,9 x	83	92	11%	96	4%	5,9%	14,7%	15,1%	13,9%	9,3x	Caja neta	2,5 x	1,9 x	1,7 x	Neutral	3,75
Audax	1,29	+2,5	568	195,5 x	40,1 x	37,0 x	3	14	399%	15	8%	0,0%	12,4%	9,4%	9,2%	15,4x	3,2 x	4,9 x	3,8 x	3,4 x	Neutral	1,40
Reig Jofre	3,09	-5,2	239	49,6 x	30,6 x	20,5 x	5	8	53%	12	50%	0,0%	4,2%	4,0%	5,6%	9,6x	0,4 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x	Neutral	3,50
Viscofán	52,70	-7,4	2.451	19,7 x	17,5 x	15,9 x	134	140	4%	154	10%	3,5%	15,5%	16,5%	17,0%	9,8x	0,1 x	3,2 x	2,9 x	2,7 x	Comprar	75,00
Ence	3,25	+43,7	801	-3,8 x	13,2 x	43,1 x	-145	61	n/r	19	n/r	0,0%	1,2%	10,1%	3,1%	4,1x	0,2 x	1,5 x	1,3 x	1,3 x	Comprar	3,66
FCC	10,80	-2,5	4.592	8,1 x	11,8 x	10,9 x	580	388	-33%	420	8%	4,2%	12,9%	10,7%	10,5%	6,3x	0,8 x	2,0 x	1,3 x	1,2 x	Comprar	13,47
SACYR	2,09	-8,7	1.338	10,1 x	8,2 x	7,2 x	143	163	14%	186	14%	4,8%	1,7%	12,4%	12,9%	8,7x	5,2 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	Comprar	3,27
OHL	0,89	-13,0	524	24,1 x	-524,3 x	Negativo	25	-1	n/r	16	n.a.	0,0%	3,8%	-0,2%	2,4%	7,8x	-0,5 x	0,5 x	0,9 x	0,9 x	Vender	0,70
Ebro Foods	16,16	-4,3	2.486	9,9 x	16,4 x	15,2 x	262	152	-42%	164	8%	4,0%	8,8%	7,4%	7,8%	10,3x	0,5 x	1,3 x	1,2 x	1,2 x	Neutral	19,20
CAF	30,40	-16,9	1.042	14,6 x	10,8 x	10,9 x	86	97	13%	96	-1%	4,2%	5,7%	13,4%	12,3%	4,7x	0,4 x	1,8 x	1,4 x	1,3 x	Comprar	45,10
Talgo	4,05	-25,5	499	24,4 x	14,0 x	11,2 x	28	36	29%	45	25%	0,0%	9,8%	12,1%	13,3%	6,9x	0,1 x	2,3 x	1,6 x	1,4 x	Neutral	4,90
Técnicas Reunidas	8,40	+20,9	470	-3,1 x	37,6 x	16,4 x	-127	13	-90%	29	129%	0,0%	5,3%	3,9%	8,2%	6,0x	0,1 x	2,8 x	1,5 x	1,3 x	Vender	8,30
Gestamp	3,04	-31,6	1.752	21,3 x	6,4 x	5,1 x	120	275	129%	342	24%	4,6%	6,3%	12,2%	13,3%	3,8x	1,4 x	1,3 x	0,8 x	0,7 x	Comprar	5,30
Lar España	4,91	-4,1	411	10,5 x	10,5 x	10,6 x	41	39	-4%	39	-1%	7,1%	4,2%	4,4%	4,3%	16,7x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	Neutral	5,38
Neinor Homes	11,90	+12,9	952	8,4 x	9,6 x	9,2 x	100	99	-1%	103	4%	6,1%	6,6%	9,9%	9,9%	10,3x	0,4 x	1,3 x	1,0 x	0,9 x	Comprar	13,46
Aedas Homes	24,60	+2,1	1.151	10,1 x	8,9 x	7,6 x	111	130	17%	151	16%	9,4%	3,8%	12,2%	13,2%	8,1x	0,4 x	1,2 x	1,2 x	1,0 x	Comprar	29,20
Prosegur	1,98	-14,4	1.085	18,6 x	10,0 x	8,2 x	68	108	59%	133	23%	6,6%	19,6%	14,2%	17,2%	4,6x	1,5 x	2,5 x	1,5 x	1,5 x	Neutral	n/d
Prosegur Cash	0,60	-3,5	920	18,0 x	9,2 x	7,0 x	53	100	89%	132	32%	3,3%	70,2%	61,7%	57,6%	4,69	4,9 x	11,0 x	3,0 x	3,0 x	Neutral	n/d

Estrategia de Inversión 2T 2022

Compañías del EuroStoxx-50

	24-mar	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2021e	PER 2022e	2023e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div22e	Media 2017/21	ROE 2022e	2023e	EV/EBITDA 2022e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/21	P/VC 2022e	2023e	Recomend
							2021e	2022e	Var.%	2023e	Var. %										
EuroStoxx-50	3.857,7	-10,3	3.678.757	14,8 x	14,1 x	12,3 x	248.992	261.661	5%	299.996	15%	3,5%	13,7%	15,7%	16,4%		0,6 x	3,4 x	3,3 x	2,8 x	
Adidas	208,60	-17,6	40.072	33,4 x	20,2 x	17,3 x	1.455	1.979	36%	2.317	17%	1,6%	20,2%	22,1%	22,3%	10,04	0,1 x	7,1 x	4,5 x	3,9 x	Comprar
Ahold Delhaize	28,60	-5,1	29.903	16,3 x	14,4 x	15,2 x	1.937	2.072	7%	1.962	-5%	4,1%	13,0%	15,9%	11,8%	2,45	0,8 x	1,9 x	2,3 x	1,9 x	Vender
Air Liquide	158,62	+3,5	75.398	28,2 x	27,1 x	25,6 x	2.572	2.784	8%	2.951	6%	2,0%	12,2%	11,8%	11,7%	12,61	0,5 x	3,0 x	3,2 x	3,0 x	Comprar
Airbus	106,92	-4,8	84.048	Negativo	19,8 x	14,4 x	4.213	4.241	n/r	5.838	38%	2,2%	11,5%	33,9%	35,2%	12,85	Caja Neta	10,0 x	6,7 x	5,1 x	Comprar
Allianz	212,55	+2,4	86.818	12,8 x	9,7 x	9,1 x	6.610	8.977	36%	9.588	7%	5,3%	10,1%	11,1%	11,7%	n.a.	n.a.	1,2 x	1,1 x	1,0 x	Neutral
AB InBev	53,35	+0,3	107.727	17,5 x	15,0 x	15,4 x	6.121	7.183	17%	6.998	-3%	2,2%	9,1%	9,0%	8,5%	3,86	1,2 x	1,8 x	1,4 x	1,3 x	Vender
Adyen	1.808,20	-21,8	55.977	152,3 x	84,4 x	63,6 x	470	664	41%	880	33%	0,0%	26,4%	26,8%	26,2%	-6,49	Caja Neta	33,8 x	22,3 x	16,4 x	Comprar
ASML	607,90	-14,0	247.096	48,8 x	36,4 x	30,8 x	5.883	6.796	16%	8.019	18%	0,9%	29,3%	53,4%	49,5%	42,30	Caja Neta	12,1 x	19,9 x	15,5 x	Comprar
AXA	25,62	-2,2	62.038	8,7 x	9,1 x	8,9 x	7.294	6.788	-7%	6.988	3%	6,0%	6,5%	9,5%	9,8%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,9 x	0,9 x	Comprar
B. Santander	3,07	+4,5	53.262	Negativo	6,1 x	5,9 x	8.124	8.689	7%	9.019	4%	5,9%	3,4%	11,9%	12,3%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,6 x	0,6 x	Comprar
Basf	52,64	-14,8	48.349	10,3 x	8,6 x	8,2 x	5.523	5.647	2%	5.890	4%	2,9%	12,3%	14,0%	14,1%	5,78	0,3 x	1,8 x	1,3 x	1,1 x	Neutral
Bayer	59,56	+26,7	58.513	Negativo	11,5 x	10,0 x	1.000	5.103	410%	5.835	14%	3,5%	0,2%	14,1%	14,6%	3,26	1,0 x	1,6 x	1,6 x	1,5 x	Neutral
BBVA	5,16	-1,8	34.386	7,5 x	7,3 x	7,0 x	4.652	4.739	2%	4.912	4%	3,9%	0,7%	11,1%	11,4%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
BMW	77,81	-12,1	50.717	4,6 x	6,9 x	5,4 x	12.382	7.335	-41%	9.410	28%	4,4%	11,8%	9,2%	10,9%	1,69	Caja Neta	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Neutral
BNP Paribas	51,43	-15,4	63.482	7,9 x	5,8 x	4,8 x	9.488	10.900	15%	13.250	22%	6,1%	7,9%	11,5%	13,9%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Comprar
CRH	38,61	-17,0	29.645	16,5 x	12,8 x	11,6 x	2.172	2.318	7%	2.546	10%	3,1%	10,4%	12,5%	12,5%	0,91	0,4x	1,7 x	1,6 x	1,5 x	Comprar
Danone	51,22	-6,2	35.223	23,6 x	16,6 x	15,9 x	1.594	2.118	33%	2.219	5%	4,0%	13,7%	12,6%	12,5%	2,89	0,7 x	2,5 x	1,9 x	1,8 x	Comprar
Deutsche Post	44,72	-20,9	55.405	13,8 x	10,8 x	10,4 x	5.069	5.151	2%	5.318	3%	3,4%	21,5%	27,7%	26,9%	5,77	0,7 x	3,1 x	2,9 x	2,8 x	Comprar
Deutsche Boerse	159,30	+8,3	30.267	23,0 x	22,8 x	19,9 x	1.217	1.325	9%	1.522	15%	1,9%	18,1%	18,7%	19,3%	0,58	0,2 x	4,0 x	4,1 x	4,0 x	Neutral
Deutsche Telekom	16,76	+2,8	83.593	16,6 x	14,1 x	11,6 x	4.900	5.938	21%	7.230	22%	3,8%	9,3%	7,8%	9,4%	5,39	2,7 x	1,3 x	1,0 x	1,0 x	Comprar
Enel	5,78	-18,0	58.713	12,8 x	10,3 x	9,3 x	5.616	5.725	2%	6.291	10%	6,9%	12,2%	18,6%	19,3%	5,99	1,8 x	2,3 x	1,9 x	1,8 x	Comprar
ENI	13,36	+9,3	48.171	7,2 x	9,3 x	9,7 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	1,0 x	1,0 x	Comprar
EssilorLuxottica	169,72	-9,4	75.092	48,4 x	38,1 x	32,9 x	1.710	1.973	15%	2.284	16%	1,4%	7,2%	5,5%	6,2%	14,03	0,4 x	3,4 x	2,1 x	2,0 x	Comprar
Flutter Entertainment	105,55	-24,1	18.543	49,3 x	29,2 x	19,2 x	495	636	28%	967	52%	0,0%	4,4%	5,5%	8,5%	26,83	0,2 x	2,1 x	1,6 x	1,6 x	Neutral
Iberdrola	9,52	-8,6	61.273	17,1 x	15,0 x	14,5 x	3.885	4.096	5%	4.232	3%	4,8%	8,9%	9,8%	9,9%	8,75	0,8 x	1,5 x	1,5 x	1,4 x	Comprar
Inditex	20,70	-27,4	64.515	25,4 x	16,2 x	14,7 x	3.500	3.983	14%	4.381	10%	4,3%	20,6%	23,8%	24,3%	6,94	Caja Neta	5,8 x	3,8 x	3,6 x	Neutral
Infineon	29,99	-26,4	39.165	45,6 x	25,4 x	20,5 x	1.168	1.539	32%	1.911	24%	1,1%	12,9%	12,3%	13,7%	11,20	0,2 x	3,7 x	3,1 x	2,8 x	Comprar
ING	9,45	-22,8	36.905	10,0 x	7,4 x	7,0 x	4.776	4.975	4%	5.300	7%	7,4%	8,4%	8,8%	9,3%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Comprar
Intesa	2,03	-10,6	39.492	10,6 x	7,7 x	7,0 x	4.185	5.125	22%	5.675	11%	8,4%	9,3%	10,2%	11,1%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,6 x	0,5 x	Comprar
Kering	576,90	-18,4	71.935	23,4 x	16,8 x	15,5 x	3.761	4.286	14%	4.644	8%	2,0%	20,6%	26,6%	24,6%	10,10	0,0 x	2,5 x	2,1 x	2,0 x	Comprar
Kone	48,44	-22,6	25.644	32,9 x	25,1 x	22,4 x	1.014	1.021	1%	1.147	12%	3,7%	30,0%	32,8%	34,6%	15,41	Caja Neta	9,1 x	8,0 x	7,5 x	Vender
K. Philips	27,07	-17,4	23.923	8,7 x	21,9 x	17,1 x	3.319	1.091	-67%	1.538	41%	3,3%	12,8%	7,4%	10,0%	7,58	0,3 x	2,6 x	1,7 x	1,7 x	Vender
L'Oreal	349,40	-16,2	187.073	50,6 x	43,8 x	32,6 x	4.597	4.269	-7%	5.745	35%	1,6%	14,7%	21,3%	20,2%	21,92	0,5 x	5,9 x	7,2 x	6,6 x	Neutral
Linde(3)	284,40	-7,1	144.255	28,4 x	26,1 x	24,0 x	5.579	6.073	9%	6.591	9%	1,5%	4,9%	11,9%	12,6%	14,21	0,3 x	2,1 x	2,9 x	3,1 x	Comprar
LVMH	622,50	-14,4	314.211	30,5 x	35,4 x	22,3 x	12.036	8.871	-26%	14.074	59%	1,3%	19,8%	15,8%	21,8%	12,65	0,5 x	5,5 x	5,6 x	4,9 x	Comprar
Mercedes Benz Group	62,83	-7,0	67.218	6,0 x	5,2 x	5,2 x	12.037	12.807	6%	12.953	1%	7,4%	10,7%	14,4%	15,3%	1,17	Caja Neta	0,8 x	0,9 x	0,8 x	Comprar
Munich RE	237,70	-8,8	33.302	12,4 x	10,0 x	10,0 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
Pernord Ricard	187,40	-11,4	49.076	39,8 x	29,9 x	27,0 x	1.393	1.640	18%	1.820	11%	0,8%	8,0%	10,7%	10,8%	21,71	0,6 x	2,9 x	3,2 x	3,0 x	Neutral
Prosus	48,81	-33,6	101.258	26,8 x	23,0 x	16,8 x	5.701	4.394	-23%	6.041	37%	0,2%	24,8%	8,7%	10,8%	-336,35	Caja Neta	3,6 x	1,7 x	1,6 x	Neutral
Safran	102,68	-4,6	43.869	40,3 x	25,8 x	19,9 x	1.140	1.700	49%	2.199	29%	1,6%	20,2%	11,0%	13,0%	14,16	0,1 x	3,9 x	3,1 x	2,9 x	Neutral
Sanofi	93,80	+5,9	118.527	18,0 x	13,8 x	12,8 x	6.223	8.608	38%	9.284	8%	3,7%	11,0%	11,8%	11,9%	9,94	0,1 x	1,7 x	1,6 x	1,5 x	Comprar
SAP	100,16	-19,8	123.047	29,2 x	30,9 x	27,3 x	5.263	3.987	-24%	4.515	13%	1,9%	13,5%	9,2%	9,9%	16,89	0,0 x	4,1 x	3,1 x	3,0 x	Comprar
Schneider Electric	151,08	-12,4	85.970	28,8 x	26,0 x	22,9 x	3.409	3.308	-3%	3.752	13%	2,2%	11,3%	13,8%	14,4%	13,76	0,3 x	2,5 x	3,1 x	2,9 x	Comprar
Siemens	130,62	-14,4	111.027	21,1 x	18,9 x	16,7 x	6.161	5.859	-5%	6.651	14%	3,6%	12,8%	14,3%	15,3%	11,47	0,4 x	2,0 x	2,3 x	2,2 x	Neutral
Stellantis	14,42	-13,6	45.129	3,9 x	3,2 x	3,0 x	13.400	14.200	6%	15.000	6%	7,6%	16,2%	23,6%	33,3%	2,49	Caja Neta	0,8 x	1,3 x	1,0 x	Neutral
TotalEnergies	46,92	+5,1	122.450	Negativo	6,1 x	4,6 x	16.366	19.923	22%	26.613	34%	5,8%	10,2%	10,9%	19,1%	3,85	0,8 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	Comprar
UMG	23,00	n.d.	41.699	n.d.	30,2 x	26,5 x	1.162	1.381	19%	1.576	14%	1,7%	53,9%	51,6%	46,7%	20,84	1,0 x	n.a.	15,4 x	12,0 x	Neutral
Vinci	91,25	-1,8	54.100	21,4 x	16,5 x	16,4 x	2.599	3.277	26%	3.306	1%	3,4%	12,8%	13,5%	12,8%	9,65	0,8 x	2,5 x	2,2 x	2,1 x	Comprar
Volkswagen	151,70	-14,5	96.201	7,6 x	6,2 x	5,4 x	14.843	15.555	5%	17.824	15%	6,1%	9,6%	9,9%	10,5%	1,50	Caja Neta	0,6 x	0,5 x	0,4 x	Neutral
Vonovia	42,47	-12,4	32.982	19,7 x	15,6 x	13,9 x	1.899	2.115	11%	2.380	13%	4,4%	12,2%	5,1%	5,3%	41,75	1,2 x	1,2 x	0,7 x	0,7 x	Neutral

Estrategia de Inversión 2T 2022

Compañías Europeas No EuroStoxx-50

	23-mar	% Var Ac.Año	Capitaliz.		PER		BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div22e	Media 2017/21	ROE	EV/EBITDA	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/21	P/VC			
				2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	Var.%	2023e	Var. %			2022e	2023e	2022e		2022e	2023e	Recomend	
No EuroStoxx 50:																					
ABN AMRO	11,67	-9,6	10.972	Negativo	8,3 x	7,2 x	1.231	1.325	8%	1.515	14%	4,7%	7,8%	6,8%	7,6%	n.a.	n.a	0,8 x	0,6 x	0,5 x	Neutral
Carrefour	18,74	+16,4	14.540	17,6 x	18,4 x	17,5 x	722	791	10%	832	5%	2,7%	9,8%	7,0%	7,1%	5,01	0,4 x	1,2 x	1,3 x	1,2 x	Vender
Deutsche Bank	11,63	+5,6	24.045	9,6 x	7,0 x	5,8 x	2.365	3.420	45%	4.175	22%	1,9%	-1,1%	6,7%	8,0%	n.a.	n.a	0,3 x	0,4 x	0,4 x	Comprar*
Engie	12,01	-7,7	29.238	10,1 x	8,9 x	9,0 x	2.901	3.287	13%	3.256	-1%	7,5%	5,4%	9,6%	9,1%	4,51	0,7 x	0,9 x	0,9 x	0,8 x	Neutral
H&M	138,64	-22,0	229.459	28,6 x	14,5 x	12,4 x	10.295	15.855	54%	18.536	17%	4,3%	18,4%	27,1%	30,4%	3,39	Caja Neta	4,8 x	3,7 x	3,3 x	Comprar
Hellofresh	40,47	-40,1	7.039	30,0 x	11,9 x	11,4 x	391	591	51%	617	4%	4,5%	4,8%	46,1%	41,0%	10,25	Caja Neta	9,8 x	5,6 x	4,7 x	Mantener
E.ON	10,46	-14,2	27.623	13,6 x	11,8 x	11,8 x	2.360	2.347	-1%	2.337	0%	4,9%	16,1%	15,7%	15,6%	8,52	2,4 x	2,8 x	1,8 x	1,8 x	Comprar
Ferrari	190,10	-16,4	34.934	53,7 x	41,1 x	35,8 x	780	850	9%	975	15%	0,7%	49,8%	28,2%	39,0%	21,46	1,2 x	17,3 x	11,7 x	14,0 x	Comprar
Fresenius	32,18	-9,1	17.973	15,4 x	10,7 x	9,4 x	1.818	1.686	-7%	1.916	14%	2,8%	11,5%	8,4%	8,9%	5,82	3,6 x	1,6 x	0,9 x	0,8 x	Neutral
Nestlé	118,76	-6,8	334.309	26,2 x	25,7 x	26,9 x	11.912	13.033	9%	12.429	-5%	2,5%	22,1%	23,7%	20,4%	19,22	0,6 x	5,2 x	6,2 x	5,5 x	Vender
Nokia	4,88	-12,5	27.775	162,6 x	13,9 x	12,6 x	1.918	1.995	4%	2.197	10%	2,1%	3,0%	10,1%	11,5%	5,47	Caja Neta	1,3 x	1,3 x	1,1 x	Neutral
RWE	37,39	+4,7	25.284	15,4 x	15,6 x	23,0 x	1.569	1.620	3%	1.100	-32%	2,4%	14,8%	10,0%	6,9%	7,82	0,2 x	1,0 x	1,6 x	1,6 x	Comprar
Royal Dutch Shell	25,00	+29,4	188.878	6,6 x	8,5 x	7,5 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	13,43	-12,0	15.230	-17,0 x	-41,3 x	18,1 x	-1.015	-369	n/r	842	n/r	0,0%	14,6%	-8,6%	18,5%	59,40	1,0 x	3,5 x	3,5 x	3,4 x	Comprar
Soc. Generale	24,39	-19,3	20.417	Negativo	5,4 x	4,7 x	5.641	3.800	-33%	4.335	14%	5,3%	3,8%	7,8%	8,7%	n.a.	n.a	0,4 x	0,4 x	0,4 x	Comprar
Unicredit	9,56	-29,4	20.811	Negativo	5,5 x	4,9 x	1.540	3.800	147%	4.225	11%	5,0%	5,9%	7,2%	7,9%	n.a.	n.a	0,4 x	0,4 x	0,4 x	Comprar
Unilever	40,82	-13,3	104.462	20,9 x	17,0 x	16,8 x	5.748	6.133	7%	6.225	2%	4,4%	44,9%	35,4%	32,8%	12,35	1,7 x	8,7 x	6,1 x	5,5 x	Comprar
Vivendi	11,90	+0,0	13.186	17,7 x	16,4 x	15,7 x	744	805	8%	841	4%	6,4%	6,4%	6,6%	7,4%	18,50	0,3 x	0,6 x	1,1 x	1,2 x	Neutral
Galp	11,58	+35,9	9.603	1.766,3 x	12,9 x	13,0 x	4	743	n/r	737	-1%	5,6%	11,1%	20,6%	21,4%	4,36	1,0 x	2,6 x	2,9 x	2,9 x	Comprar

ANÁLISIS Y MERCADOS

Estrategia de Inversión 1T 2022

ANEXO IV.-

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

	% Comprar	% Neutral	% Vender
El 30.03.2021	51%	43%	6%
El 30.06.2021	50%	42%	8%
El 28.09.2022	55%	37%	8%
El 21.12.2021	54%	36%	10%
El 24.03.2022	60%	32%	8%
