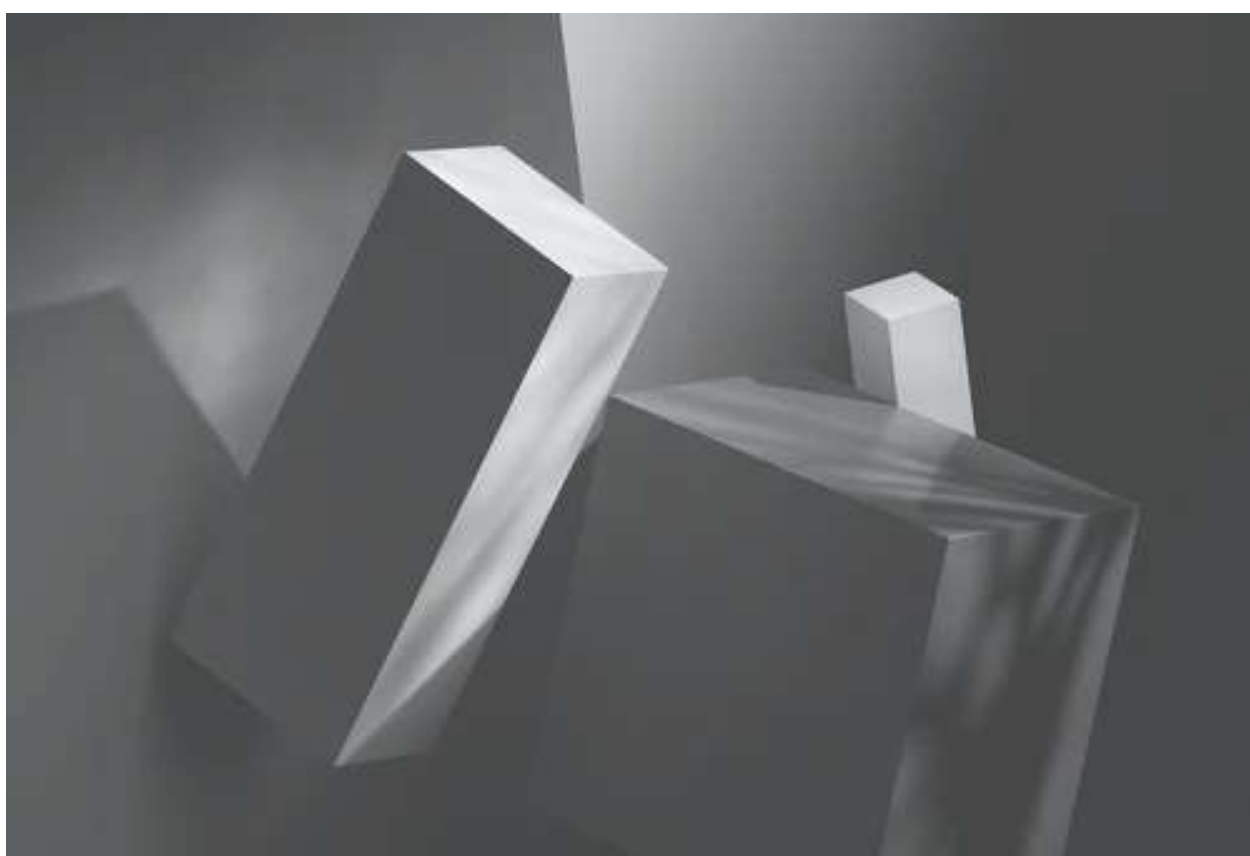


Estrategia de Inversión 3T 2022

El ajuste del mercado no ha terminado, pero está cerca de completarse. El de la economía tardará más. Verano difícil y otoño incierto.



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

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

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

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

Índice

Resumen	3
Síntesis de estimaciones	4
1.- Perspectiva Global	8
2.- España y Portugal	29
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	40
4.- Estrategia en Bonos	50
5.- Temática Trimestral: ¿Tiene sentido aplicar la regla de Taylor en 2022?	52
ANEXO I: Estimaciones detalladas sobre España y Portugal según escenarios	56
ANEXO II: Carteras Modelo de Fondos y Acciones de Análisis Bankinter. Popcoin y Capital Advisor	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
Pedro Ribeiro

Aránzazu Cortina
Elena Fernández-Tрпиella
Aránzazu Bueno
Pedro Echeguren

Pilar Aranda
Esther Gutiérrez de la Torre
Juan Moreno
Jorge Pradilla

▪ Mesa de Ejecución y Ventas

Lorena Pinedo
Félix Montero
Daniel Pérez

Carlos Martínez Monedero
David Francia

Nicolás Angulo
Raúl Moreno

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

▪ Advertencias legales e identificación de fuentes de información relevantes

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

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://www.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

Resumen

- **Sólo hay dos cuestiones importantes ahora: niveles de entrada y posibilidad de recesión.-**

Estas dos son las cuestiones realmente importantes de cara al segundo semestre del año, siendo el resto accesorio en mayor o menor medida: (i) ¿A partir de qué nivel de bolsas resulta atractivo retomar posiciones, volver a comprar? Es decir, ¿en qué punto compensa volver asumir riesgos? (ii) ¿Nos dirigimos hacia una recesión?

- **Recomendamos empezar a reconstruir posiciones a partir de 3.400 puntos del S&P500.-**

Creemos que, en lo que al S&P500 respecta, el rango de entrada aceptable es 3.400/3.100 puntos, que implica asumir un PER'23e de toma de posiciones en la banda 14,4x/13,0x, que compara favorablemente con la media de 20x de los últimos 20 años. Creemos que ese Margen de Seguridad es suficiente. Nos gustaría creer que todo el ajuste de las bolsas se producirá en julio, pero se presenta improbable porque el S&P500 debería retroceder c.500 puntos, equivalente a -13% desde los aproximadamente 3.900 puntos en que se encuentra en el momento de cerrar este informe, lo cual parece mucho para un solo mes. Eso nos lleva a pensar que el ajuste se producirá de forma más bien progresiva durante todo el verano.

- **La inflación se resistirá a remitir más de lo que los bancos centrales defienden.-**

La resistencia de la inflación a remitir, la rapidez con que deben actuar y deberán seguir actuando los bancos centrales subiendo tipos, el reciente debilitamiento de los indicadores adelantados e intermedios, la progresiva revisión a la baja de las expectativas sobre los resultados empresariales (proceso que apenas acaba de empezar) y un improbable final a corto plazo de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, hacen probable un grave estancamiento de la actividad e incrementan la probabilidad de entrar en recesión. La invasión de Ucrania ha derivado en una guerra de desgaste prolongada en el tiempo, como nos temíamos (al desatarse el conflicto asignamos una probabilidad del 55%), lleva a temer una inflación elevada semi-estructural y supone un grave riesgo desde el punto de vista geoestratégico, de manera que en absoluto resulta descartable que se complique gravemente en cualquier momento.

- **El ciclo económico se desacelerará, pudiendo llegar a frenarse de forma seria desde otoño.-**

Los bancos centrales se verán obligados a escoger entre actuar de todas formas con determinación contra la inflación para tener éxito a medida en que vaya transformándose en inflación de demanda final, aunque perjudiquen el ciclo económico, o bien no actuar, encontrarse con un proceso inflacionista realmente complicado de resolver en apenas 3 ó 4 meses vista y ser acusados de inacción. Es indudable que escogerán actuar, sobre todo la Fed. El BCE igualmente tendrá que hacerlo, pero su falta de ritmo lleva a pensar que llegará tarde y que, cuando realmente actúe, la economía ya estará desacelerando inercialmente, lo que hará que las subidas de tipos que aplique (+25 p.b. en julio y +50 p.b. en septiembre) supondrán más un problema para la economía europea que una solución contra la inflación a corto plazo. Como consecuencia de ello, el ciclo económico europeo se desacelerará, pudiendo llegar a frenarse de forma seria.

- **No hemos llegado aún al final del ajuste del mercado, pero nos encontramos ya muy cerca.-**

Habitualmente, la etapa final de ajuste suele volverse de repente más rápida porque la denominada *ley del péndulo* se cumple siempre en este tipo de situaciones, castigando en exceso al mercado. Ese será el momento que deberemos esperar para retomar posiciones. El ajuste en el ciclo económico tardará más en producirse porque su inercia es más lenta que la de las bolsas, que siempre anticipan los acontecimientos. Lo más probable será que, con la economía aun sufriendo, ya haya sido momento de retomar posiciones. Y cuanto más rápidamente suceda todo esto, mejor. Por eso, es posible - solo posible, además de deseable por nuestra parte - que el

Estrategia de Inversión 3T 2022

último trimestre de 2022, incluso tal vez septiembre, ofrezca oportunidades de inversión interesantes... de esas que solo se ofrecen una vez en cada cambio de ciclo.

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e	2024e
1.- PIB (media anual)									
España	3,0	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,1	4,0	2,6	2,0
Eurozona	1,9	2,6	1,8	1,6	-6,4	5,4	2,3	1,3	1,6
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>110</i>	<i>40</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>-440</i>	<i>-30</i>	<i>170</i>	<i>130</i>	<i>40</i>
Portugal	1,4	3,5	2,8	2,5	-7,6	4,2	4,5	1,8	2,3
EE.UU.	1,6	2,3	3,0	2,2	-3,4	5,7	2,0	1,3	1,9
R.Unido	2,3	2,1	1,7	1,7	-9,4	8,3	3,1	1,0	1,4
Irlanda	2,0	8,9	9,3	4,9	5,8	13,5	4,7	6,5	5,0
Suiza	2,0	1,7	3,0	1,2	-2,5	3,8	2,3	1,4	1,5
Japón (año natural)	0,8	1,7	0,6	0,3	-4,5	1,8	1,8	1,5	0,9
China	6,7	6,9	6,7	6,0	2,2	8,1	3,3	5,3	4,9
India (año natural)	9,0	6,1	7,3	4,5	-6,7	9,1	8,2	7,0	6,5
Brasil	-3,3	1,3	1,8	1,2	-3,9	4,8	0,7	1,5	2,0
Rusia	0,2	1,8	2,8	2,2	-2,6	4,8	-10,0	-3,0	0,0
Turquía	3,2	7,5	3,3	0,7	1,6	11,5	3,4	3,5	3,5
2.- IPC									
España	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,5	6,5	5,0	3,3	2,0
Eurozona	1,1	1,3	1,5	1,3	-0,3	5,0	7,0	3,2	2,0
Portugal	0,9	1,5	0,7	0,3	-0,1	2,7	6,5	4,5	2,5
EE.UU.	0,9	1,5	0,7	0,4	1,4	7,0	6,2	3,3	2,3
R.Unido	1,6	3,0	2,1	1,3	0,6	5,4	9,5	4,5	2,0
Irlanda	0,0	0,4	0,7	1,3	-1,0	5,5	6,8	3,5	2,2
Suiza	0,0	0,5	0,9	0,4	-0,7	1,4	3,0	1,5	1,9
Japón	0,3	1,0	0,3	0,8	-1,2	0,8	1,9	1,4	1,0
China	2,1	1,6	2,1	2,9	0,2	1,5	3,0	3,0	2,5
India	3,4	5,2	2,1	7,4	4,6	5,7	8,0	6,0	5,0
Brasil	8,8	3,5	3,7	4,3	4,5	10,0	11,0	7,5	5,0
3.- Paro									
España (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	13,3	13,4	13,0	13,3
Eurozona	9,6	8,7	7,9	7,5	8,2	7,0	6,8	6,9	6,8
Portugal	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	6,3	6,2	6,4	6,4
EE.UU.	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	3,9	3,6	3,9	4,2
R.Unido	4,7	4,4	4,0	3,8	5,2	4,0	4,2	4,5	4,2
Irlanda	6,9	6,2	5,3	4,7	5,8	5,2	5,0	4,7	4,6
Suiza	3,3	3,2	2,6	2,5	3,3	2,6	2,3	2,1	2,0
Japón	3,1	2,7	2,4	2,2	3,0	2,7	2,5	2,4	2,4
China	4,0	3,9	3,8	3,6	3,8	3,7	4,0	3,8	3,5
Brasil	12,0	12,1	11,8	11,4	14,4	11,6	11,8	11,0	10,0
4.- Crédito s. privado									
España, empresarial Stock (%)	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	8,3	0,6	1,4	1,5	1,8
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-17,8	5,1	2,4	0,4	2,5	-16,2	2,5	3,5	2,0
España, hipotecario Stock(%)	-3,0	-2,4	-1,2	-0,6	-1,2	1,3	1,8	1,7	1,7
España, hip. Nueva Produc.(%)	5,0	3,6	10,8	1,2	0,9	35,2	4,5	2,0	2,5
España, consumo Stock(%)	3,1	4,8	4,4	0,3	-0,7	-1,4	0,2	0,9	1,3
España, consumo Nueva Produc.(%)	28,4	15,9	17,0	5,4	-26,6	6,8	7,0	4,0	2,5

Estrategia de Inversión 3T 2022

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021 r	2022e	2023e	2024e
5.- Tipos oficiales (Dic.)									
UEM. Tipo intervención	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,75	2,00	1,75
UEM. Tipo depósito	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	1,25	1,75	1,50
UEM. Compra activos ('000M€ / mes)***	80,00	60,00	15,00	20,00	120,00	70,00	0,00	0,00	0,00
EE.UU.	0,50/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	0,00/0,25	0,00/0,25	3,50/3,75	3,50/4,00	3,25/3,50
EEUU. Compra activos (MM\$/mes)	0,00	0,00	0,00	0,00	120,00	90,00	-95,00	-95,00	-95,00
R.Unido	0,00	0,50	0,75	0,75	0,10	0,25	2,25	2,00	1,50
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	0,00	0,00	0,00
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,25	4,25	4,25
India	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	4,00	5,50	5,50	4,50
Brasil	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	14,00	10,00	8,00
Turquía	8,00	8,00	24,00	12,00	17,00	14,00	15,00	16,00	14,00
6.- Euribor (Dic.)									
Euribor 3M	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,57	1,40	2,00	1,80
Euribor 12M	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	1,90	2,20	2,00
7.- Bono 10A (Dic.)**									
España	1,36	1,56	1,41	0,47	0,02	0,56	3,10/3,30	3,45/3,65	3,15/3,35
Prima de riesgo España	115	114	117	66	59	74	130	135	135
Alemania	0,21	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	1,80/2,00	2,10/2,30	1,80/2,00
Portugal	3,76	1,94	1,71	0,43	0,03	0,46	3,00/3,20	3,35/3,55	3,05/3,25
EE.UU.	2,45	2,35	2,69	1,92	0,92	1,51	4,0/4,25	3,75/4,0	3,50/3,75
R.Unido	1,24	1,19	1,27	0,82	0,19	0,97	3,50	2,50	1,80
Irlanda	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	0,24	2,60	2,90	2,60
Suiza	-0,20	-0,07	-0,14	-0,53	-0,46	-0,15	1,60	1,40	1,40
Japón	0,05	0,04	-0,01	-0,02	0,01	0,07	0,30	0,40	0,40
8.- Divisas**									
Eurodólar	1,052	1,175	1,147	1,121	1,220	1,137	1,05/1,09	1,08/1,12	1,10/1,14
Euroyen	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	130,9	135,0/145,0	135,0/145,0	135,0/145,0
Dólar yen	117,0	112,7	109,7	108,6	103,2	115,1	123,9/138,1	120,5/134,3	118,4/131,8
Eurolibra	0,853	0,888	0,899	0,845	0,894	0,841	0,84/0,87	0,81/0,84	0,80/0,83
Eurosuizo	1,070	1,170	1,130	1,090	1,080	1,038	1,00/1,05	1,05/1,10	1,05/1,10
EuroYuan (offshore)	7,338	7,814	7,877	7,807	7,943	7,227	7,00/7,10	7,10/7,20	7,15/7,25
9.- Materias primas (Dic.)**									
Petróleo (Brent, \$/b.)	53,6	66,9	53,8	66,0	51,1	77,8	130,0	110,0	100,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	53,7	60,4	45,4	61,1	47,8	75,2	127,0	107,0	97,0
Oro (\$/oz.)	1.147	1.302	1.282	1.517	1.896	1.828	1.825	1.750	1.600
10.- Precios de Vivienda (Dic.)**									
España (%)	4,5	7,2	6,6	3,6	1,5	6,4	1,0	0,6	0,0
Portugal (%)	7,1	9,2	10,3	9,6	8,4	8,1	6,4	5,5	4,0
Irlanda (%)	9,0	12,1	6,3	0,3	2,2	11,0	3,3	2,5	2,0

Fuente: Estimaciones Jun. '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 3T 2022

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024
EE.UU.	5,7	3,5	2,1	1,5	1,0	2,0	0,0	1,5	1,7	1,9	1,3	1,7	1,8	1,9	2,0	1,9
ESPAÑA	5,1	6,3	5,5	3,0	1,1	4,0	2,1	2,7	2,8	2,8	2,6	2,3	2,0	1,9	1,6	2,0
UEM	5,4	5,4	1,8	1,2	0,9	2,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,6	1,8	1,6
PORTUGAL	4,2	11,6	4,4	2,5	-0,3	4,5	-2,2	1,4	2,6	5,5	1,8	3,6	2,3	1,7	1,6	2,3
R. UNIDO	8,3	8,7	2,0	1,0	0,8	3,1	0,5	1,5	1,1	1,0	1,0	1,5	1,3	1,7	1,2	1,4
IRLANDA	13,5	11,0	2,3	2,5	3,0	4,7	4,5	8,5	6,7	6,2	6,5	8,0	5,0	3,5	3,5	5,0
SUIZA	3,7	4,4	2,5	1,1	1,1	2,3	1,0	1,5	1,6	1,6	1,4	1,5	1,6	1,5	1,4	1,5
JAPÓN	1,8	0,4	1,3	2,8	2,5	1,8	1,0	1,5	2,0	1,3	1,5	1,0	1,3	0,7	0,6	0,9
CHINA	8,1	4,8	1,5	3,0	4,0	3,3	4,8	6,8	5,0	4,5	5,3	4,8	4,9	5,0	5,0	4,9
BRASIL	4,8	1,7	0,4	0,4	0,4	0,7	1,0	1,5	1,6	2,0	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
RUSIA	4,8	3,5	-15,0	-15,0	-13,5	-10,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	0,0	1,0	2,0	0,0
INDIA	9,1	4,1	9,0	9,7	10,0	8,2	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,0	6,0	6,5
TURQUÍA	11,5	7,3	1,0	2,0	3,2	3,4	4,0	3,5	3,5	3,1	3,5	4,0	3,5	3,5	3,1	3,5
IPC	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024
EE.UU.	7,0	8,5	8,4	8,0	6,2	6,2	5,0	3,7	3,5	3,3	3,3	2,6	2,5	2,3	2,3	2,3
ESPAÑA	6,5	9,8	8,6	6,9	5,0	5,0	2,0	2,6	3,6	3,3	3,3	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0
UEM	5,0	7,4	8,5	8,4	7,0	7,0	4,9	3,5	3,2	3,2	3,2	2,8	2,5	2,3	2,0	2,0
PORTUGAL	2,7	5,3	7,9	6,8	6,5	6,5	6,0	5,7	4,9	4,5	4,5	4,1	3,7	3,0	2,5	2,5
R. UNIDO	5,4	7,0	9,3	10,0	9,5	9,5	9,0	7,5	5,0	4,5	4,5	3,0	2,5	2,5	2,0	2,0
IRLANDA	5,5	6,7	8,3	7,5	6,8	6,8	6,3	5,3	4,4	3,5	3,5	3,0	2,5	2,2	2,2	2,2
SUIZA	1,4	2,1	2,9	3,2	3,0	3,0	2,8	1,9	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,7	1,9	1,9
JAPÓN	0,8	1,2	2,5	2,0	1,9	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0
CHINA	1,5	1,1	2,2	2,8	3,0	3,0	3,4	3,2	3,0	3,0	3,0	2,1	2,3	2,5	2,5	2,5
BRASIL	10,0	11,3	11,0	11,0	11,0	11,0	8,0	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,0	6,0	5,0	5,0
INDIA	5,7	6,0	7,0	8,0	8,0	8,0	7,0	7,0	6,5	6,0	6,0	6,0	6,0	5,5	5,0	5,0

Estrategia de Inversión 3T 2022

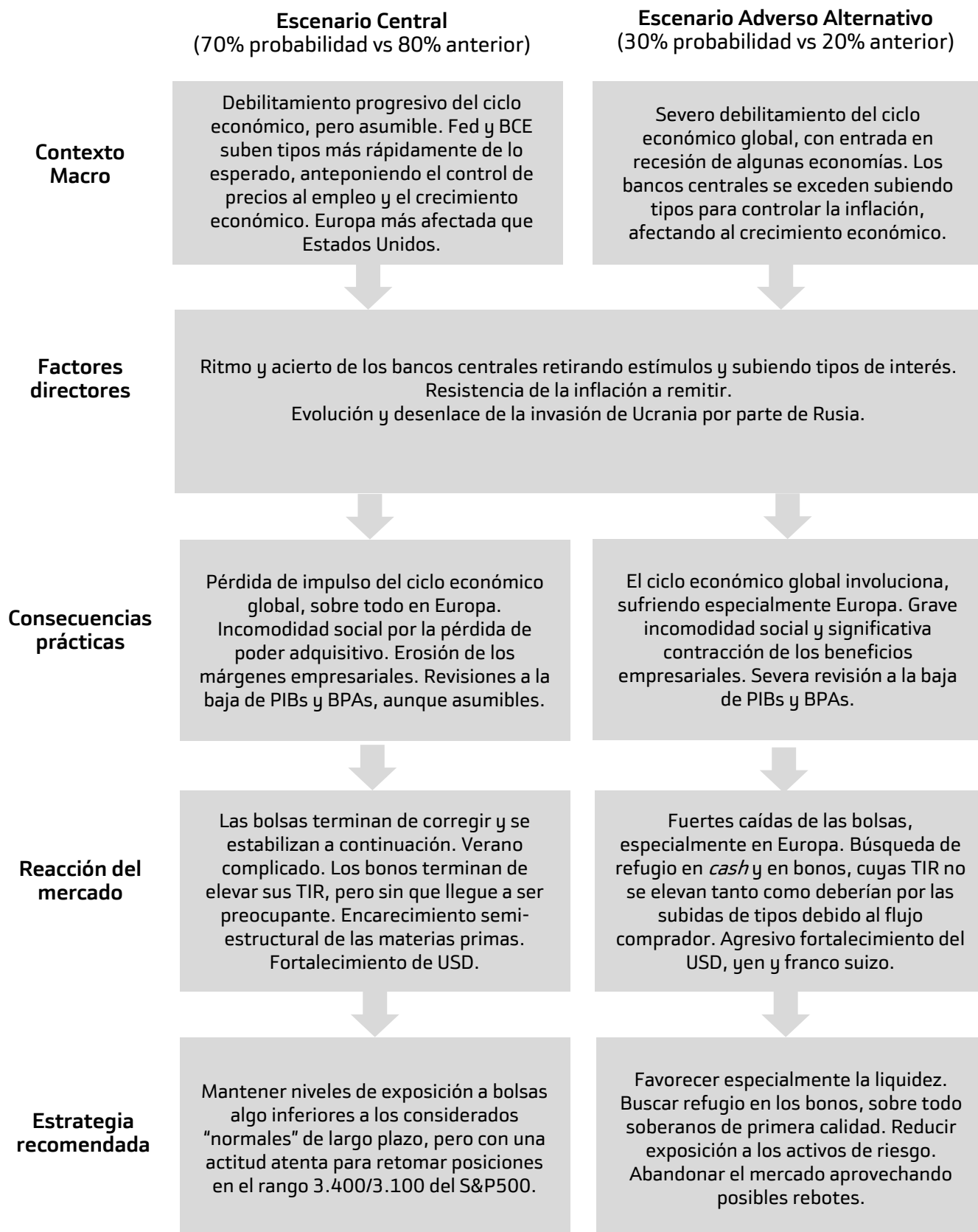
País	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024
EE.UU.	3,9	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0	4,1	4,2	4,2	4,2
ESPAÑA	13,3	13,6	13,5	13,3	13,4	13,4	13,4	13,2	13,1	13,0	13,0	12,7	12,9	13,1	13,3	13,3
UEM	7,0	6,8	6,7	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,8	6,8
PORTUGAL	6,3	6,6	5,9	6,1	6,2	6,2	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4
R. UNIDO	4,0	3,7	3,8	4,0	4,2	4,2	4,7	4,5	4,5	4,5	4,5	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
IRLANDA	5,2	5,1	4,7	4,9	5,0	5,0	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
SUIZA	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
JAPÓN	2,7	2,6	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
CHINA	3,7	4,1	4,2	4,1	4,0	4,0	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5
BRASIL	11,6	11,2	10,5	11,0	11,8	11,8	11,8	11,6	11,3	11,0	11,0	11,0	10,8	10,5	10,0	10,0
Tipo Dtor.	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024
EE.UU.	0,00/0,25	0,25/0,50	1,50/1,75	2,75/3,0	3,50/3,75	3,50/3,75	4,00/4,25	4,00/4,25	4,00/4,25	3,5/4,00	3,5/4,00	3,50/4,00	3,50/4,00	3,50/4,00	3,50/4,00	3,50/4,00
UEM	0,00	0,00	0,00	0,75	1,75	1,75	2,25	2,25	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	1,75	1,75
UEM (Dep.)	-0,50	-0,50	-0,50	0,25	1,25	1,25	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,50	1,50
UEM. Compra activos ('000M€ / mes)**	70	60	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
R. UNIDO	0,25	0,75	1,25	1,75	2,25	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50
SUIZA	-0,75	-0,75	-0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
JAPÓN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CHINA (*)	4,35	4,35	4,35	4,30	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
BRASIL	9,25	11,75	13,25	13,75	14,00	14,00	13,00	12,00	11,00	10,00	10,00	10,00	9,00	9,00	8,00	8,00
INDIA	4,00	4,00	4,50	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,50	4,50
TURQUÍA	14,00	14,00	14,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	16,00	16,00	16,00	16,00	15,00	14,50	14,00	14,00

Fuente: Estimaciones Jun. '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 3T 2022

Informe de Estrategia de Inversión 3T 2022

Julio/Septiembre, 2022.

1.- Perspectiva Global.

"Tanto los optimistas como los pesimistas contribuyen a la sociedad. El optimista inventó el avión. El pesimista, el paracaídas."

George Bernard Shaw.

Las circunstancias aconsejan ser más directos y sintéticos que nunca. **Dos son las cuestiones realmente importantes** de cara al segundo semestre del año, siendo el resto accesorio en mayor o menor medida: **(i) ¿A partir de qué nivel de bolsas resulta atractivo retomar posiciones, volver a comprar?** Es decir, ¿en qué punto compensa volver asumir riesgos? **(ii) ¿Nos dirigimos hacia una recesión?**

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

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021p	2022e		2023e		2024e
										Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Actual
UEM	-0,4%	+0,9%	+1,6%	+1,9%	+2,6%	+1,8%	+1,6%	-6,4%	+5,4%	+2,6%	+2,3%	+2,7%	+1,3%	+1,6%
España	-1,2%	+1,4%	+3,8%	+3,0%	+3,0%	+2,3%	+2,1%	-10,8%	+5,1%	+4,4%	+4,0%	+3,0%	+2,6%	+2,0%
Portugal	+1,9%	+0,6%	+1,5%	+1,4%	+3,5%	+2,8%	+2,5%	-7,6%	+4,2%	+3,0%	+4,5%	+1,7%	+1,8%	+2,3%
EE.UU.	+2,2%	+2,4%	+2,4%	+1,6%	+2,3%	+3,0%	+2,2%	-3,4%	+5,7%	+3,0%	+2,0%	+2,4%	+1,3%	+1,9%
R.Unido	+1,7%	+2,5%	+2,3%	+2,3%	+2,1%	+1,7%	+1,7%	-9,4%	+8,3%	+3,6%	+3,1%	+1,6%	+1,0%	+1,4%
Irlanda	-0,3%	+5,3%	+25,2%	+2,0%	+8,9%	+9,3%	+4,9%	+5,8%	+13,5%	+5,1%	+4,7%	+5,8%	+6,5%	+5,0%
Suiza	+2,0%	+2,0%	+1,6%	+2,0%	+1,7%	+3,0%	+1,2%	-2,5%	+3,8%	+2,6%	+2,3%	+1,9%	+1,4%	+1,5%
Japón**	+1,7%	+0,0%	+1,6%	+0,8%	+1,7%	+0,6%	+0,3%	-4,5%	+1,8%	+2,2%	+1,8%	+1,0%	+1,5%	+0,9%
China	+7,7%	+7,4%	+6,9%	+6,7%	+6,9%	+6,7%	+6,0%	+2,2%	+8,1%	+4,6%	+3,3%	+5,0%	+5,3%	+4,9%
India**	+4,7%	+5,3%	+7,4%	+9,0%	+6,1%	+7,3%	+4,5%	-6,7%	+9,1%	+8,6%	+8,2%	+7,0%	+7,0%	+6,5%
Brasil	+3,0%	+0,5%	-3,5%	-3,4%	+1,2%	+1,8%	+1,2%	-3,9%	+4,8%	+0,5%	+0,7%	+1,5%	+1,5%	+2,0%
Turquía	+9,0%	+5,1%	+6,1%	+3,2%	+7,5%	+3,3%	+0,7%	+1,6%	+11,5%	+3,4%	+3,4%	+3,9%	+3,5%	+3,5%
Rusia	+1,8%	+0,8%	-2,0%	+0,2%	+1,8%	+2,8%	+2,2%	-2,6%	+4,8%	-10,0%	-10,0%	+0,0%	-3,0%	+0,0%

e = Estimación propia

(*) Marzo 2022. Informe de Estrategia de Inversión 2T 2022.

(**) Año natural

Las respuestas son, respectivamente, **desde c.3.400 puntos del S&P500** y probablemente así sea, aunque no es seguro porque aún podría evitarse. Nos gustaría creer que todo el ajuste de las bolsas se producirá en julio, pero se presenta improbable porque el S&P500 debería retroceder c.500 puntos, equivalente a -13% desde los aproximadamente 3.900 puntos en el momento de cerrar este informe, lo cual parece mucho para un solo mes. Eso nos lleva a pensar que **el ajuste se producirá de forma más progresiva durante todo el verano**. Pero es inevitable que se produzca el ajuste para que sea suficientemente atractivo volver a tomar posiciones considerando los elevados riesgos actuales. Con respecto al segundo asunto, **la probabilidad de entrar en recesión se ha elevado** a lo largo de los pasados tres meses, lo cual no significa que ésta sea absolutamente inevitable. Si las acciones de los bancos centrales fueran rápidas y rotundas y se abriera una expectativa para el fin de la invasión rusa de Ucrania, la perspectiva al respecto daría un claro giro a mejor. Pero no parece ese el desenlace más probable a corto plazo, desgraciadamente. Por eso **el otoño se presenta francamente incierto desde el punto de vista del ciclo económico, después de un verano que no será fácil para las bolsas**. Recomendamos interpretar

Dos son las cuestiones realmente importantes: (i) ¿A partir de qué nivel de bolsas resulta atractivo retomar posiciones, volver a comprar? (ii) ¿Nos dirigimos hacia una recesión?

Estrategia de Inversión 3T 2022

cualquier recuperación de las bolsas con una elevada dosis de escepticismo porque lo más probable es que se trate de los rebotes típicos de un mercado estructuralmente bajista, de un *bear market* en el que formalmente entramos en junio al retroceder el S&P500 más de -20% desde su máximo anual (4.796,6 puntos el 3 de enero).

Tabla 1.2. Evolución trimestral de las principales bolsas en 2021/22

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

(1) Hasta el 24.06.2022

Con respecto cuál sería un nivel de entrada lo suficientemente atractivo en bolsas, el más práctico y arriesgado de definir, **estimamos una valoración actualizada para el S&P500 en 3.414 puntos** vs 3.912 de su cierre el viernes 24 de junio, que es la sesión más próxima que podemos tener en consideración antes del cierre de este informe. Supone una sustancial revisión a la baja desde los 4.533 puntos estimados en nuestro Informe de Estrategia del trimestre pasado, publicado a finales de marzo, debido, resumidamente, a la resistencia de la inflación a remitir, la rapidez con que deben actuar y deberán seguir actuando los bancos centrales subiendo tipos, el debilitamiento del ciclo económico, la progresiva revisión a la baja de las expectativas sobre los resultados empresariales (proceso que apenas acaba de empezar) y un improbable final a corto plazo de la invasión de Ucrania por parte de Rusia. Este último asunto lleva a temer una inflación elevada durante un tiempo prolongado y supone un **grave riesgo desde el punto de vista geoestratégico**, de manera que en absoluto resulta descartable que se complique gravemente en cualquier momento. Las tensiones recientes en el denominado "Corredor Swalki", el que conecta Rusia continental con su enclave de Kaliningrado atravesando Polonia y Lituania, son el más preocupante ejemplo de ello. Desde el principio del conflicto estimamos que su desenlace más probable sería una guerra de desgaste prolongada en el tiempo, como finalmente ha sucedido.

En ese contexto de riesgos al alza y ciclo económico y de beneficios empresariales a la baja, creemos que, **en lo que al S&P500 respecta, el rango de entrada aceptable es 3.400/3.100 puntos**, que implica asumir un PER'23e de toma de posiciones en la banda 14,4x/13,0x, que compara favorablemente con la media de 20x de los últimos 20 años. Creemos que ese Margen de Seguridad¹ es suficiente.

Recordamos que, en su momento, consideramos que la pandemia era un *shock exógeno* (el virus) *de impacto* que sería superado rápidamente y que, por eso, recomendamos no solo mantener exposición a riesgo, sino favorecer la tecnología. Pero esta vez se trata de un **shock exógeno (la guerra) estructural** porque introduce cambios estructurales en los precios y en las relaciones comerciales de medio y largo plazo. Se trata del **fin de la globalización**, que había traído consigo una deflación generalizada por reducción de costes, que desde ahora será reemplazada poco a poco por una regionalización del comercio que implica una inevitable elevación de los costes porque la producción no se decidirá en base a criterios económicos, sino también y cada vez más, geoestratégicos. Tendrá lugar una cierta

El otoño se presenta francamente incierto desde el punto de vista del ciclo económico, después de un verano nada fácil para las bolsas. Recomendamos interpretar cualquier recuperación de las bolsas con una elevada dosis de escepticismo.

En lo que al S&P500 respecta, el rango de entrada aceptable es 3.400/3.100 puntos, que implica asumir un PER'23e de toma de posiciones en la banda 14,4x/13,0x, que compara favorablemente con la media de 20x de los últimos 20 años.

¹ De acuerdo con los principios de inversión de Benjamin Graham.

Estrategia de Inversión 3T 2022

balcanización de las cadenas de suministro. Eso hará que la externalización de la producción de bienes y la prestación de servicios se limite cada vez más. Es indudable que la **futura relación fría entre Estados Unidos y China** limitará el comercio y encarecerá la tecnología. La inversión en **ciberseguridad** aumentará notablemente, incrementando los costes sostenidamente a largo plazo. Los riesgos geoestratégicos harán que los flujos migratorios se restrinjan, de manera que la mano de obra cualificada será cada vez más escasa y cara. Eso implicará un **incremento de los costes laborales** sostenido en el tiempo. El agravamiento de una demografía adversa, preexistente, reforzará este problema.

La deriva de la invasión de Ucrania por parte de Rusia en una guerra de desgaste de larga duración hará que las **tensiones inflacionistas** continúen vivas durante un periodo de tiempo prolongado porque no será posible encontrar rápidamente otros proveedores alternativos de materias primas y energía, de manera que **una inflación que originariamente era de oferta se convierte ya en una inflación de demanda**. Esta permeabilidad desde oferta (materias primas de todo tipo) hasta demanda (en procesos intermedios y finales) se produce cuando el *shock* de inflación no se controla en sus primeras fases, que es precisamente lo que está sucediendo.

Esto lleva a que las subidas de tipos por parte de los bancos centrales sean inevitables, pero consigan éxitos muy limitados sobre la inflación. Es decir, las subidas de tipos ocasionan serios problemas al principio porque solo consiguen que la inflación de demanda remita, pero no la de oferta. Las subidas de tipos tardan en actuar sobre la inflación y, además, resultan efectivas solo sobre una parte de ésta y tardíamente. Por eso la inflación americana repuntó hasta +8,6% desde +8,3% en mayo, cuando ingenuamente el consenso esperaba que ya comenzara a retroceder. Y la europea se encuentra en +8,1% en el momento de redactar este informe, siendo muy probable que repunte también algo más antes de empezar a decaer. Y en Reino Unido supera +9%. No debemos esperar que remita sustancialmente a corto plazo en ninguna de estas 3 economías. En el mejor de los casos podría estabilizarse durante el verano, pero los retrocesos son improbables. Es decir, **creemos improbable que la inflación retroceda por debajo de +3% antes de 2024**.

Una inflación que originariamente era de oferta se convierte ya en una inflación de demanda.

Esto lleva a que las subidas de tipos por parte de los bancos centrales sean inevitables, pero consigan éxitos muy limitados sobre la inflación.

Gráfico 1.1: BCE, tipos e inflación 2022/24e



Gráfico 1.2: Fed, tipos e inflación 2022/24e



En esas circunstancias los bancos centrales se verán obligados a escoger entre actuar de todas formas con determinación contra la inflación para tener éxito a medida en que vaya transformándose en inflación de demanda final, aunque perjudiquen el ciclo económico, o bien no actuar, encontrarse con un proceso inflacionista realmente complicado de resolver en apenas 3 ó 4 meses y ser acusados de inacción. Es indudable que escogerán actuar,

Estrategia de Inversión 3T 2022

sobre todo la Fed. El BCE igualmente tendrá que hacerlo, pero su falta de ritmo lleva a pensar que llegará tarde y que, cuando realmente actúe, la economía ya estará desacelerando inercialmente, lo que hará que las subidas de tipos que aplique (+25 p.b. en julio y +50 p.b. en septiembre) supongan más un problema para la economía europea que una solución contra la inflación a corto plazo.

Como consecuencia de ello, **el ciclo económico se desacelerará, pudiendo llegar a frenarse de forma seria**. Ese es precisamente el riesgo que enfrentamos ahora mismo. Los PMIs globales de mayo publicados en junio, así como determinados indicadores americanos, como la demanda de hipotecas (ver Gráfico 3), ponen esto de manifiesto. Una elevación sincronizada de los costes empresariales (márgenes) y familiares (rentas personales) debido a los *inputs* productivos (materias primas) y, además, de los costes financieros, solo puede dar como resultado una seria ralentización de la actividad económica. Es inevitable que esa erosión de márgenes empresariales y rentas personales afecte a la demanda final y a los beneficios empresariales, de manera que éstos no tarden en perder atractivo.

El riesgo que enfrentamos ahora es que el ciclo económico desacelere seriamente, pudiendo llegar a frenarse de forma grave.

Gráfico 1.3: Tipo Hipotecario vs Solicitudes de Hipotecas



Los resultados trimestrales del periodo abril/junio probablemente sean los más débiles de 2022, expandiéndose en el entorno de apenas +4%.

Tomando como referencia el S&P500, los resultados trimestrales del periodo abril/junio probablemente sean los más débiles de 2022, expandiéndose en el entorno de apenas +4%. Pero es cada vez más elevado el riesgo de que las revisiones de expectativas que se anuncien acompañando a la publicación de éstos a partir de principios de julio sean a la baja. Eso llevaría a una situación de **debilidad de los resultados empresariales** durante el segundo y el tercer trimestre del año, si no se extendiesen más allá las revisiones a la baja, lo que daría como resultado un verano y un otoño con bolsas afectadas por una significativa pérdida de atractivo.

Debemos tener presente que, en el medio y largo plazo, las bolsas están directamente relacionadas con los beneficios empresariales. Si éstos se revisan a la baja y la tasa de descuento exigida en las valoraciones se eleva porque los bancos centrales suben tipos, el potencial de las bolsas se reduce o incluso desaparece, como pensamos que es el caso ahora mismo.

Es cada vez más elevado el riesgo de que las revisiones de expectativas que se anuncien acompañando a la publicación de éstos a partir de principios de julio sean a la baja.

Estrategia de Inversión 3T 2022

Desde que el 31 de enero empezamos a adoptar una estrategia de inversión progresivamente más conservadora, podríamos decir que la evolución del mercado nos ha dado la razón. No siempre los acontecimientos se ajustan inmediatamente a la estrategia diseñada. Los días 24 de febrero y 7 de marzo redujimos nuestros niveles recomendados de exposición y el resultado de dicha estrategia se ha demostrado masivamente acertado, como se aprecia en la siguiente tabla (Tabla 1.3):

Tabla 1.3. Evolución del mercado desde cada movimiento defensivo

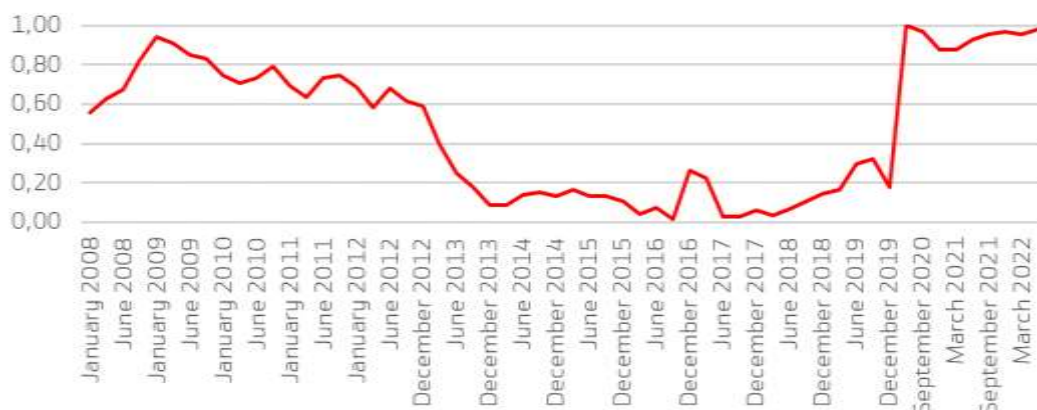
	31-ene	24-feb	07-mar	Último
S&P 500	4.516	4.289	4.201	3.912
EuroStoxx-50	4.175	3.829	3.512	3.533
S&P 500	-13,4%	-8,8%	-6,9%	
EuroStoxx-50	-15,4%	-7,7%	+0,6%	

Nos encontramos en la última fase de ajuste del mercado, la cual probablemente se completará a lo largo del verano para que, una vez el S&P500 en el rango 3.400/3.100 puntos, ya su atractivo en precio compense los riesgos asumidos.

Consideramos que **nos encontramos en la última fase de ajuste del mercado**, la cual probablemente se completará a lo largo del verano para que, una vez el S&P500 en el rango 3.400/3.100 puntos, ya su atractivo en precio compense los riesgos asumidos. **Los perfiles de riesgo más agresivos deberían empezar a retomar posiciones a bolsas en la parte alta del mismo**, mientras que los más defensivos esperar algo más, tal vez hasta la zona intermedia del mismo (c.3.250 puntos). Consideramos muy arriesgado esperar a la parte baja del rango para empezar a tomar posiciones porque puede que esa situación no llegue a materializarse. En cualquier caso, **nos reservamos la posibilidad de modificar más adelante este rango orientativo de toma de posiciones en función de los acontecimientos** y, sobre todo, de los datos. Como cuentan que dijo Keynes cuando en una ocasión fue acusado durante la Gran Depresión de 1929 de haber cambiado su visión sobre la Política Monetaria: "Cuando los hechos cambian, yo cambio de opinión. ¿Qué hace usted, señor?". Con respecto al grado de incertidumbre que actualmente existe sobre las estimaciones - prácticamente sobre cualquier estimación - resulta especialmente ilustrativo el gráfico siguiente (Gráfico 1.4) que muestra cómo **la inseguridad que aceptan los consejeros de la Fed sobre sus propias estimaciones se encuentra en máximos históricos**:

La inseguridad que aceptan los consejeros de la Fed sobre sus propias estimaciones se encuentra en máximos históricos

Gráfico 1.4. Incertidumbre del Consejo de la Fed sobre sus propias estimaciones macroeconómicas



Estrategia de Inversión 3T 2022

Desde la perspectiva del mercado, esta inseguridad se pone especialmente de manifiesto cuando se analizan los flujos de fondos en el mundo y la *temperatura* del denominado *termómetro del miedo* o Ratio Put/Call, ambos reflejados en la Tabla 1.4 y el Gráfico 1.5 siguientes:

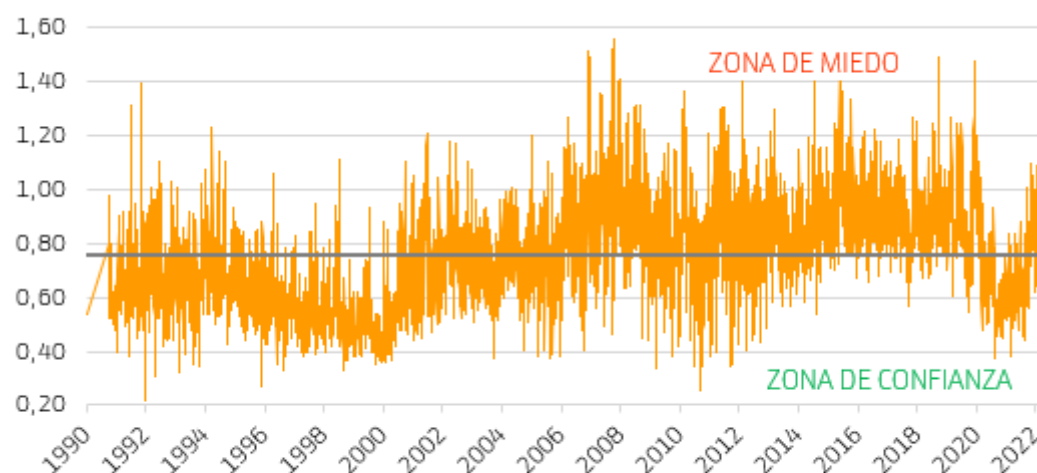
Tabla 1.4. Flujo de Fondo de Inversión, Mundo (miles M\$)

	2021	Abr.'22	Mj.'22	Jun.'22 semana 3 (1)
Bonos	1.140	-45	-102	-30
Bolsas	893	-50	4	7
Monetarios (2)	534	-55	-20	-6
Mixtos	175	-11	-18	-7
Otros	-35	1	-7	-3
TOTAL	2.706	-159	-143	-40

Notas: (1) Hasta 22.06.2022. (2) Activos a muy corto plazo o efectivo

El ajuste en el ciclo económico tardará más en producirse porque su inercia es más lenta que la de las bolsas,

Gráfico 1.5: Ratio Put/Call 1990/2022*



(*) Incluye opciones sobre valores e índices cotizadas en Amex, CBOE, ISEC y bolsas de Filadelfia y Pacific.

En definitiva, **no hemos llegado aún al final del ajuste del mercado, pero nos encontramos ya muy cerca**. Apenas a unos 500 puntos del S&P500. No es mucho si consideramos que este índice ya ha retrocedido unos 900 puntos desde su máximo en 2022 y que, habitualmente, la etapa final de ajuste suele volverse de repente más rápida porque la denominada *ley del péndulo* se cumple siempre en este tipo de situaciones, castigando en exceso al mercado. Ese será el momento que deberemos esperar para retomar posiciones. **El ajuste en el ciclo económico tardará más en producirse porque su inercia es más lenta que la de las bolsas**, que siempre anticipan los acontecimientos. Lo más probable será que, con la economía aún sufriendo, ya haya llegado el momento de retomar posiciones. Y cuanto más rápidamente suceda todo esto, mejor. Por eso, es posible - solo posible, además de deseable por nuestra parte - que **el último trimestre de 2022, incluso tal vez septiembre, ofrezca oportunidades de inversión interesantes...** de esas que solo se ofrecen una vez en cada cambio de ciclo.

El último trimestre de 2022, incluso tal vez septiembre, ofrezca oportunidades de inversión interesantes... de esas que solo se ofrecen una vez en cada cambio de ciclo.

Estrategia de Inversión 3T 2022

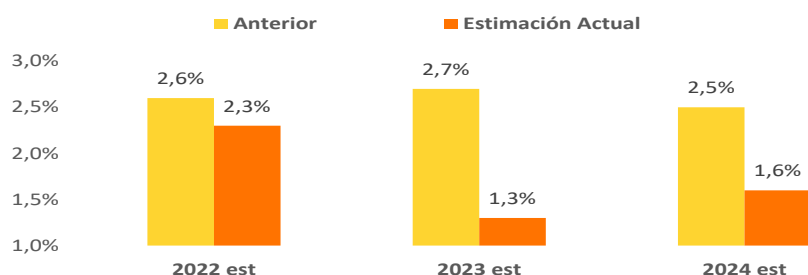
UEM: "El control de la inflación es el principal reto y preocupación del BCE. Inicio de una senda de tipos al alza y un nuevo instrumento anti-fragmentación."

La actividad económica de la Eurozona se debilita. La guerra en Ucrania y los nuevos confinamientos en China vuelven a crear disrupciones en las cadenas de suministro y escasez de materiales. Además, la crisis energética, junto con el aumento de la incertidumbre y el impacto adverso de la elevada inflación en la renta disponible, lastran el crecimiento. Las estimaciones se revisan a la baja: PIB +2,3% en 2022 (vs +2,6% ant) y +1,3% para 2023 (+2,7% ant). **Las presiones inflacionistas se intensifican y extienden a más bienes y servicios.** Los riesgos en torno a la inflación se sitúan claramente al alza. A medio plazo, incluyen un empeoramiento duradero de la capacidad de producción de la economía, precios de la energía y de los alimentos persistentemente altos y subidas salariales mayores de lo previsto. **El control de la inflación es el principal reto y preocupación del BCE que acelera el ritmo de retirada de estímulos.** Las compras de activos terminan el 1 de julio y los tipos de interés comenzarán a subir en la segunda parte del año. **Estimamos que el tipo de depósito pueda alcanzar 1,25% a final de año y llegar a 1,75% en 2023.** La retirada de las compras del BCE y las subidas de tipos suponen un riesgo para la fragmentación financiera en la zona euro. El BCE es consciente de ello y anuncia medidas que permitan contener la escalada de las primas de riesgo. El banco central está diseñando una nueva **herramienta anti-fragmentación** con el fin de prevenir futuras crisis de deuda que podría incluir cierto grado de condicionalidad ligado a reformas. Es previsible que drene liquidez de otras partes de sistema para no interferir en la lucha contra la inflación.

La actividad económica continúa debilitándose. La guerra en Ucrania y las nuevas restricciones derivadas de la pandemia en China vuelven a crear disrupciones en las cadenas de suministro y escasez de materiales. Además, las sanciones a Rusia, la crisis energética y el impacto de la elevada inflación en la renta disponible, lastran el crecimiento. El margen para nuevos estímulos fiscales es reducido tras los esfuerzos realizados durante la pandemia y el alto nivel de endeudamiento de las economías.

La actividad económica se debilita: crisis energética, disrupciones en las cadenas de suministro y retirada de liquidez del BCE

Gráfico 1.6. UEM-. Revisión estimaciones Crecimiento 2022-24e



Fuente: Estimaciones Bankinter

El sexto paquete de sanciones contra Rusia contempla una prohibición a las importaciones de petróleo por vía marítima. Esto abarca el 90% de las importaciones de petróleo procedentes de Rusia (27% del total de las importaciones de la UE). En represalia, Rusia restringe las entregas de gas. Europa busca alternativas al gas ruso (45% de las importaciones) para evitar un escenario de desabastecimiento de cara al invierno. En este contexto, los precios de petróleo y del gas se mantienen en niveles elevados.

La crisis energética preocupa en el escenario europeo: sanciones a Rusia en petróleo y represalias en el gas.

Existen determinados factores que apoyan la actividad económica: la reapertura de los sectores más afectados por la pandemia, un mercado de trabajo sólido y el ahorro acumulado durante la pandemia. Sin embargo, estos factores son insuficientes para evitar una revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento. Nuestra estimación actual de PIB para 2022 es +2,3% vs +2,6% ant. La revisión es más significativa para 2023: +1,3% vs +2,7% ant. Para 2024 estimamos un PIB de +1,6%.

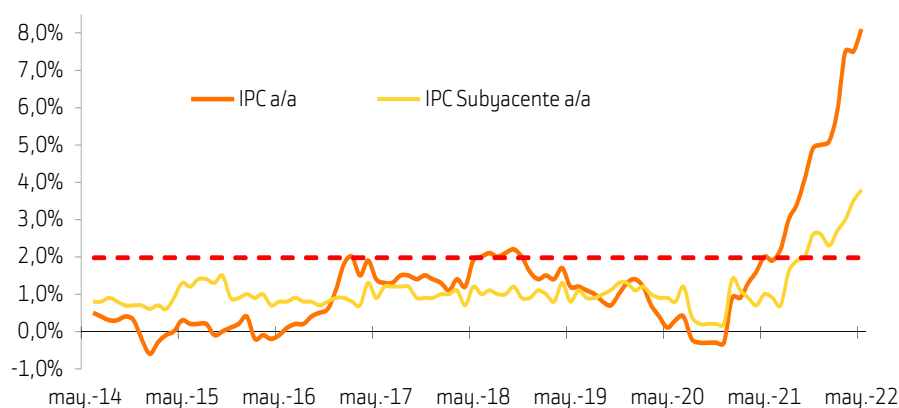
Revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento para 2022-24

Estrategia de Inversión 3T 2022

La tasa de paro alcanzó un mínimo histórico en mayo en 6,8%. Sin embargo, las diferencias por países siguen siendo relevantes. Mientras que en Alemania se sitúa en el entorno del 5%, en España alcanza el 13,6%. Con una actividad económica que pierde vigor, vemos escaso margen de mejora en el mercado laboral. Esperamos que la tasa de paro se mantenga estable en estos niveles cercanos al 6,8% en el periodo 2022-24.

Las presiones inflacionistas no muestran síntomas de desaceleración. Rusia y Ucrania son importantes productores en el mercado de energía y de alimentos, lo que provoca una fuerte tensión en el precio de estos productos. Pero las subidas son cada vez más generalizadas en todos los sectores y empiezan a manifestarse los llamados efectos de "segunda vuelta". El último registro de IPC en el Eurozona alcanza el 8,1% en mayo vs 7,5% abril, niveles no vistos desde hace más de 40 años. La Tasa Subyacente se sitúa en +3,8% vs +3,5% en abril. Las presiones salariales han empezado a surgir, aunque de momento son moderadas.

Gráfico 1.7. Evolución de la inflación



Fuente: Eurostat

Los riesgos en torno a la inflación se sitúan claramente al alza. A medio plazo incluyen un empeoramiento duradero de la capacidad de producción de la economía, precios de la energía y de los alimentos persistentemente altos y subidas salariales mayores de lo previsto. **Las expectativas de inflación a medio plazo se mantienen por encima del objetivo del BCE (2%).** En el caso de Alemania: +4,6% en 2 años: +2,6% en 5 años y +2,2% en 10 años.

En este contexto, la inflación se mantendrá elevada durante algún tiempo. Revisamos al alza nuestras estimaciones. **Estimamos un IPC para final de año 2022 de +7,0% vs +6,0% anterior. Para 2023 estimamos +3,2% vs 2,0% ant.** Para 2024 el IPC se podría situar en +2,0%.

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. Pero la balanza se inclina claramente hacia la lucha contra la inflación. El BCE considera que el nivel actual del IPC es "indeseablemente alto" y acelera el proceso de normalización de la política monetaria. Lagarde habla de un "largo viaje hacia la normalización de la política monetaria" Las compras del PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) finalizaron en marzo, las compras del APP terminan el 1 de julio y los tipos de interés comenzarán a subir en la segunda mitad del año.

Escaso margen de mejora en el mercado laboral. Grandes divergencias por países.

Las presiones inflacionistas se intensifican y se extienden a más bienes y servicios.

Expectativas de inflación a medio plazo por encima del objetivo del BCE

Revisión al alza de las estimaciones de inflación

El control de la inflación es el principal reto y preocupación del BCE

Estrategia de Inversión 3T 2022

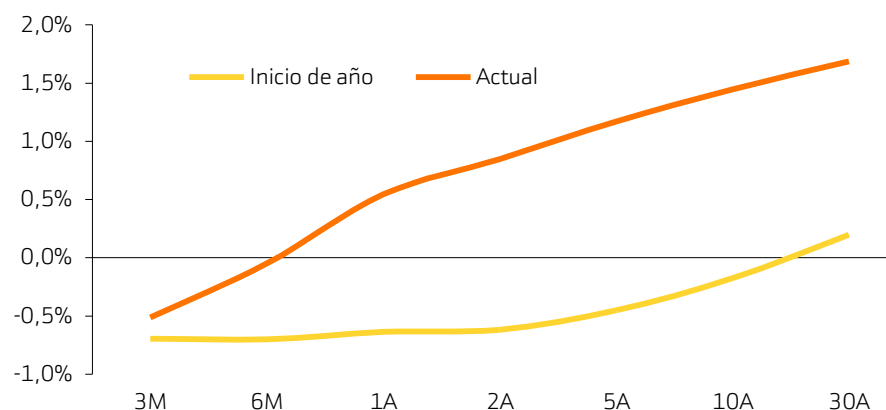
En la última reunión del BCE, Lagarde anunció el inicio de una senda de subida de tipos. Comenzará con una subida de +0,25% en todos los tipos de referencia para julio. Esto supone situar el tipo de depósito en -0,25% vs -0,50% actual. El tipo de refinanciación en +0,25% vs 0% actual y la facilidad marginal de crédito en +0,50% vs +0,25% actual.

Para septiembre esperamos nuevas (y mayores) subidas, que situarían el tipo de depósito en +0,25%, poniendo fin a la etapa de tipos de interés negativos en la UEM que estaba vigente desde junio 2014. Para final de año esperamos que el tipo de depósito pueda alcanzar +1,25% y nuevas subidas podrían llegar en 2023 hasta +1,75%.

Inicio de una senda de subida de tipos de interés

Tipo de depósito en +1,25% para final de 2022, pudiendo llegar hasta +1,75% en 2023

Gráfico 1.8. UEM-. Evolución Curva de tipos



Fuente: Bloomberg.

El mercado ha empezado a anticipar las subidas de tipos y la retirada de liquidez del BCE y las curvas de tipos se han desplazado claramente al alza. En esta línea, la TIR del Bund se sitúa en la actualidad en el entorno de +1,5% vs -0,2% a principios de año. Nuestra estimación es que termine el año en el rango 1,80%/2,00%.

Desplazamiento de las curvas de bonos al alza

La retirada de las compras del BCE y las subidas de tipos supone un riesgo para **la fragmentación financiera** en la zona euro. Las primas de riesgo de los periféricos se han disparado en las últimas semanas. En el caso de Italia comenzó el año en 130 p.b. y ha llegado a tocar un máximo anual en 241 p.b. (195 p.b. actual). En el caso de España, comenzó el año en 70 p.b. y llegó a 136 p. b. (vs 110 p.b actual).

Primas de riesgo de periféricos ampliándose

El BCE es consciente del riesgo de fragmentación y anuncia medidas que permitan **contener la escalada de las primas de riesgo**. Por un lado, recurrirá a la reinversión flexible de los próximos vencimientos del programa extraordinario antipandemia (PEPP). Por otro, está diseñando un nuevo instrumento más estructural con el fin de prevenir crisis de deuda futuras, que podría incluir cierta condicionalidad ligada a reformas y sin establecer un volumen concreto de antemano. Lagarde ha adelantado que será una medida eficaz, proporcionada y dentro del mandato del BCE. Es previsible que drene liquidez de otras partes de sistema para no interferir en la lucha contra la inflación.

Nuevo instrumento anti-fragmentación para contener la escalada de las primas de riesgo.

Estrategia de Inversión 3T 2022

Suiza: "Inflación más elevada y duradera. El SNB podría poner fin a los tipos negativos antes de final de año y tendrá mayor tolerancia con un franco apreciado."

Rebajamos nuestras previsiones de crecimiento hasta +2,3% en 2022e (vs +2,6% en marzo). El conflicto Rusia-Ucrania frenará el crecimiento y llevará a un repunte de inflación más intenso y prolongado en el tiempo. Revisamos al alza las previsiones de inflación, hasta +3,0% en diciembre 2022e vs. +2,0% estimado anteriormente, y permanecerá por encima del 2% al menos hasta 2T 2023. Por ello, prevemos el SNB lleve a cabo otra subida de tipos de +25p.b, lo que pondría fin a los tipos negativos antes de final de año. El franco suizo continuará apreciado (1,00/1,05 2022e), aunque 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 (+2,3% 2022e vs +2% de media en 2017/2019), aunque desacelerando de forma significativa frente al +3,8% de 2021. El **Consumo Privado** será el principal motor de la economía, animado por la reapertura económica tras la pandemia. 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 +2,3% 2022e desde +2,6% estimado en marzo.

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 **+3,0% en diciembre 2022** (desde +2,0% anterior). Prevemos que el pico se alcance en 3T (3,2%) y podría comenzar a aflojar a partir del 4T. De cara a **2023**, es previsible que modere hasta **+1,5%**, por efecto comparable (vs +0,8% estimado anteriormente).

Incrementamos previsiones de inflación hasta +3,0% 2022e desde +2,0% estimado en marzo.

La inflación se situará por encima del **objetivo del SNB (2%)**, al menos hasta **2T 2023**. Esto ha llevado al banco central a subir el tipo de interés de referencia en +50p.b. hasta -0,25% vs -0,75% anterior. Prevemos otra subida de +25p.b., poniendo fin a los tipos de interés negativos antes de final de año. Esto permitiría contener la demanda interna, favorecer el sistema financiero y evitar una burbuja en el **sector inmobiliario** (sobrevalorado según el *UBS Real Estate Bubble Index*). Además, no se reducirá el diferencial de tipos con la UEM, por lo que no debería motivar una apreciación adicional de la divisa.

Prevemos otra subida de tipos de +25p.b. antes de final de año, que supondrá el fin de los tipos negativos.

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 3T 2022

Reino Unido: "La inflación es el reto a batir."

El principal obstáculo a futuro es la inflación. El alza de las materias primas, las distorsiones en la cadena de suministro y un mercado laboral con escasa capacidad ociosa mantendrán la tendencia al alza de los precios. El IPC hará pico en torno al 11% y no se normalizará hasta 2024. En respuesta el Banco de Inglaterra mantiene el ciclo de subidas de tipos mientras continúa el proceso de reducción de balance. Todo ello redundará en un aumento del coste de financiación que, unido a la pérdida de poder adquisitivo derivado de la inflación, lleva a anticipar una moderación del Consumo en próximos trimestres. En este contexto, reducimos nuestras estimaciones de crecimiento mientras elevamos las de inflación. Sin olvidar la creciente incertidumbre respecto a una renegociación unilateral del Protocolo de Irlanda del Norte o a un nuevo referéndum en Escocia. En resumen, los riesgos se mueven al alza en un contexto marcado por la aceleración de la inflación y la moderación del crecimiento.

La inflación se presenta como el principal reto a futuro. El IPC tocó 9,1% en mayo y su evolución en próximos meses seguirá siendo claramente al alza. De hecho, **podría hacer pico en torno al 11% y no revertir hasta niveles normalizados** (alrededor de 2%) hasta 2024.

La inflación aún no ha tocado pico y no revertirá hacia niveles en torno al 2% hasta 2024

A las tensiones en los precios de las materias primas y las disrupciones en la cadena de suministros, se une un mercado laboral con poca capacidad ociosa. La Tasa de Paro se sitúa en 3,8%, niveles prepandemia. Los salarios avanzan a un ritmo elevado (cercano al +7% y superior al +4% si excluimos bonus), pero inferior a la inflación lo que se traduce en una erosión del poder adquisitivo del consumidor. Con ello, la Confianza del Consumidor cae con fuerza.

El Banco de Inglaterra reacciona con contundencia frente a la escalada de los precios. Encadena cinco subidas de tipos consecutivas y nuestras estimaciones apuntan a que implementará cuatro más este año. De esta forma el tipo director acabará el ejercicio alrededor de +2,25% (vs. +1,25% actual). Todo ello sin olvidar que el BoE ya ha dejado de reinvertir vencimientos de bonos soberanos mientras vende progresivamente los bonos corporativos en un proceso que se extenderá hasta finales de 2024. Según las guías de la institución, en la reunión de agosto detallará una estrategia de venta de los bonos soberanos. En definitiva, una posición claramente *hawkish* (dura) que se traduce en un repunte del coste de financiación.

El Banco de Inglaterra continuará con el ciclo de subidas de tipos mientras establece una estrategia de venta de bonos soberanos

Por si fuera poco, a todos estos frentes, se une una incertidumbre creciente respecto a una renegociación unilateral del Protocolo de Irlanda del Norte pactado con la UE en el marco del Brexit y el temor a un nuevo referéndum independentista en Escocia.

Todo ello nos lleva a **reducir nuestras estimaciones de crecimiento** hasta +3,1% en 2022 (desde +3,6% anterior) y hasta +1,0% en 2023 (desde +1,6%). De cara a 2024 anticipamos un PIB de +1,4%. Por su parte, **elevamos significativamente nuestras expectativas de inflación**, hasta +9,5% a cierre de 2022 (vs. +6,0% anterior) y hasta +4,5% en 2023 (desde +2,5%). En 2024 estimamos una tasa de +2,0%.

Reducimos nuestras estimaciones de crecimiento mientras aumentamos las de inflación

La incertidumbre política puede depreciar a la libra puntualmente. Por ello, establecemos un rango de 0,84/0,87 para este año (vs. 0,82/0,85 anterior). Sin embargo, la determinación del BoE en su lucha contra la inflación nos lleva a reafirmar nuestro rango objetivo para 2023 en 0,81/0,84 mientras fijamos una banda de 0,80/0,83 para 2024.

En resumen, los riesgos se mueven al alza en un contexto marcado por la aceleración de la inflación y la moderación del crecimiento.

Estrategia de Inversión 3T 2022

Irlanda: "Riesgos al alza por inflación, empeoramiento de beneficios empresariales y posible ruptura del tratado con Irlanda del Norte. 2023 y 2024 mejores."

A pesar de ser uno de los países europeos menos afectados directamente por el conflicto Rusia/Ucrania, Irlanda sufre las consecuencias a través de la inflación y de los resultados empresariales. El IPC alcanza niveles no vistos desde septiembre 1984, impactando con fuerza en el consumo. Por otro lado, la ralentización del crecimiento económico mundial contagia a las multinacionales, buena parte de ellas con domicilio fiscal en Irlanda. A ello se le une un tercer factor de riesgo de cara al medio/largo plazo: una posible ruptura del Tratado entre Irlanda e Irlanda del Norte a raíz del Brexit. Sin embargo, de cara al futuro Irlanda seguirá liderando el crecimiento en Europa gracias a unas bases sólidas: bajo nivel de endeudamiento, sociedad joven, paro en mínimos históricos, ...

Irlanda se ve menos afectado que otros países europeos por el conflicto entre Rusia y Ucrania. Sin embargo, el **enquistamiento de la guerra provoca** que los efectos negativos en la economía duren más de lo previsto. Es por ello que **revisamos a la baja nuestras estimaciones de crecimiento de cara a 2022 hasta +4,7% a/a vs +5,1% anterior.**

En el **corto plazo**, Irlanda se va a ver **presionado** por varios factores: **(i) Alza de la inflación** (+7,8% a/a en mayo) hasta alcanzar máximos de 1984, principalmente por el encarecimiento del suministro energético (+20,9% a/a) a raíz de las sanciones impuestas a Rusia. **(ii) Extensión de las disrupciones en las cadenas de suministro** tras los confinamientos impuestos en China a raíz del nuevo brote de Covid-19, lo que encarece y hace aumentar la presión sobre el transporte (especialmente el marítimo). **(iii) Aumento del coste de financiación a raíz de las previstas subidas de Tipos del BCE** desde julio para hacer frente a la inflación. Importante en una economía con un alto endeudamiento privado (198,2% s/PIB en 4T 2021). Todo ello afecta **negativamente tanto al consumo privado como a los resultados de las multinacionales presentes en el país** y que tanta importancia tienen (representan casi un 64% del PIB a través de las partidas de Exportaciones Netas e Inversión Empresarial). Los **indicadores de confianza muestran un debilitamiento de la economía irlandesa**, alcanzando niveles vistos en los peores meses de la pandemia (Confianza del Consumidor KBC 55,5 mayo 2022 vs 52,3 mayo 2020).

Tampoco hay que perder de vista **la posible ruptura del tratado de comercio entre Irlanda del Norte e Irlanda tras el Brexit**, ya que puede introducir más inestabilidad en la zona y afectaría negativamente al país.

En el **medio plazo** esperamos que Irlanda siga liderando el crecimiento en Europa, una vez se establezca el contexto económico y geopolítico actual. Es por ello que **revisamos al alza nuestra estimación de PIB para 2023 hasta +6,5% a/a desde +5,8% anterior y esperamos en 2024 +5,0% a/a**. En paralelo, el endurecimiento de la política monetaria del BCE unido a una estabilización del precio del petróleo y el gas enfriarán la escalada de la inflación, que **esperamos que cierre 2022 en +6,8% a/a vs +5,8% anterior, 2023 en +3,5% a/a vs +2,5% anterior y +2,2% a/a en 2024**, alcanzando niveles cercanos al objetivo del BCE.

Irlanda cuenta con uno de los **menores niveles de endeudamiento público** de la Eurozona (56% s/PIB en 1T 2022), un **sólido mercado laboral** (Tasa de Paro 4,6% mayo 2022 vs 5,0% media 2019), una **demografía joven** con mayor tendencia al consumo y un **mercado inmobiliario resiliente**, aunque esperamos cierta ralentización a raíz del endurecimiento de las condiciones de financiación previstas.

En definitiva, las sólidas bases del país permiten un mejor comportamiento de la economía en el medio/largo plazo, aunque presionado actualmente por el contexto de mercado.

Crecimiento PIB 2022 revisado a la baja +4,7% vs +5,1% ant. por el enquistamiento de la guerra en Ucrania.

Impacto negativo en la economía irlandesa:

- (i) Inflación en máximos de 1984.*
- (ii) Extensión disrupciones en las cadenas de suministro por confinamientos en China.*
- (iii) Aumento coste de financiación privado.*

Tratado Irlanda/Irlanda del Norte en peligro. Posible riesgo futuro.

Irlanda con potencial de crecimiento en 2023 y 2024 gracias a: (i) bajo endeudamiento público; (ii) sólido mercado laboral; (iii) demografía joven; (iv) mercado inmobiliario resiliente.

Estrategia de Inversión 3T 2022

EE.UU.: "Inflación elevada, endurecimiento monetario y encarecimiento de los suministros por la Guerra en Ucrania y las restricciones en China aumentan la probabilidad de recesión. Se reduce el margen de maniobra de la Fed para orquestar un aterrizaje suave."

*Tras un repunte de la actividad en 2T 2022, hay **síntomas incipientes de enfriamiento económico. El riesgo de recesión aumenta**, aunque nuestro escenario central, de momento, no contempla una contracción sostenida del PIB, apoyado en la **fortaleza del consumidor y del mercado laboral**. Esperamos que el crecimiento en 2023 se sitúe por debajo del potencial de largo plazo. Por el lado de la **oferta**, los riesgos persisten en un entorno de disrupciones en China, guerra en Ucrania, y escasez de algunos materiales y materias primas. Por el lado de la **demanda**, las condiciones financieras se han endurecido ya significativamente y la renta disponible de los hogares acusa la elevada inflación y la desaparición de las ayudas del Gobierno durante la pandemia. **La inflación sigue siendo el gran foco de preocupación**. En mayo alcanzó niveles no vistos desde los años '80 (+8,6%). Las tensiones en precios son muy elevadas y generalizadas. En este entorno **la Fed reitera su compromiso contra la inflación como prioridad y anticipa subidas "expeditivas" de tipos de interés para doblegar los precios**. Mantiene la narrativa de que un aterrizaje suave de la economía es "retador", pero posible, aunque advierte que los riesgos de recesión aumentan. **Preveemos subidas adicionales de +200pb hasta final de año hasta el rango 3,50%/3,75% que inevitablemente frenarán el crecimiento**. El endurecimiento monetario y un entorno de riesgo elevado darán soporte al dólar. **Estimamos un rango de 1,05/1,09 €//\$ en 2022**.*

Tras un repunte de la actividad en 2T 2022, hay síntomas incipientes de enfriamiento económico. **El riesgo de recesión aumenta, aunque nuestro escenario central, de momento, no contempla una contracción sostenida del PIB**, apoyado en la fortaleza del consumidor y del mercado laboral. **Esperamos que el crecimiento en 2023 se sitúe por debajo del potencial de largo plazo**. Por el lado de la oferta, los riesgos persisten en un entorno de disrupciones en China y su política de tolerancia cero contra CV-19, guerra en Ucrania, y escasez de algunos materiales y materias primas. Por el lado de la demanda, las condiciones financieras se han endurecido ya significativamente y la renta disponible de los hogares acusa la elevada inflación y la desaparición de las ayudas del Gobierno durante la pandemia.

Síntomas incipientes de desaceleración económica, aunque nuestro escenario central, por el momento, no es de recesión.

En el **sector de la vivienda**, el tipo de las hipotecas se aproxima al 6%, elevando el coste de los pagos mensuales +40% y reduciendo el número de potenciales compradores. Así, **las Solicitudes de Hipotecas se reducen -15,5% en el año, las Ventas de Viviendas Usadas encadenan caídas desde febrero (-16,6% m/m en abril) y las Viviendas Iniciadas y los Permisos de Construcción muestran retrocesos mensuales de -14,4% y -7% respectivamente en mayo**. Por el lado del consumo, el coste de los impagos de las tarjetas de crédito ha aumentado +20% y empiezan a repuntar las tasas de retrasos e impagos. **En mayo, las Ventas Minoristas retroceden -0,3% m/m y el grupo de control, que se emplea para los cálculos del PIB, muestra un crecimiento mensual de +0% vs +0,3% esperado, mientras el dato de abril se revisó hasta +0,5% desde +1,0%**. La Fed de Atlanta prevé un crecimiento del PIB de 0% en 2T22 (q/q anualizado).

El sector de Vivienda y el Consumo dan muestras de enfriamiento.

La inflación sigue siendo el gran foco de preocupación. En mayo alcanzó niveles no vistos desde los años 80 (+8,6%). La Tasa Subyacente, que excluye Energía y Alimentos Frescos, se sitúa en +6% y los Precios Industriales en +10,8%. **Las tensiones en precios son muy elevadas y generalizadas**. Más del 30% de las partidas que componen la cesta sufren subidas >+10% a/a, incluidos los costes de vivienda/alojamiento, y en torno al 60% subidas >+5%.

La inflación es el gran foco de preocupación. Las tensiones en precios son elevadas y generalizadas.

Por el lado positivo, **el frente laboral muestra gran fortaleza**. Con 5,5 millones de puestos de trabajo ofertados, hay 1,9 empleos disponibles por cada trabajador. Una tasa de paro de 3,6% en mayo está próxima a los mínimos históricos frente a una media de los últimos 50 años de 6,2%. Los salarios crecen a ritmos de +5,2% frente a una media de +4,0%.

Por el contrario, el mercado laboral sigue extremadamente robusto.

Estrategia de Inversión 3T 2022

Gráfico 1.9. Evolución del IPC por subidas de precios



En este entorno la Fed reitera su compromiso contra la inflación como prioridad y anticipa subidas "expeditivas" de tipos de interés para doblegar los precios. Mantiene la narrativa de que un aterrizaje suave de la economía es "desafiante", pero posible, aunque advierte que los riesgos aumentan en un entorno de escasa visibilidad y factores fuera de su control (Ucrania y China). La Fed cuenta con la sólida situación de partida de los consumidores (elevadas tasas de ahorro, demanda embalsada y alza de salarios) y del mercado laboral para orquestar un aterrizaje suave y evitar una recesión. En su última reunión del 15 de junio, subió los tipos +75pb hasta el rango 1,50%/1,75% y elevó significativamente las previsiones de subidas de tipos en 2022 y 2023. El diagrama de puntos apunta a incrementos adicionales en 2022 hasta el rango 3,25%/3,5% (vs 1,75%/2,0% anterior) y 3,50%/4,0% en 2023 (vs 2,25%/2,75%). El 1 de junio inició el proceso de reducción de su balance (-47.500 M\$/mes en el periodo junio/agosto; -95.000 M\$ a partir de septiembre). Revisa significativamente al alza sus previsiones de inflación en 2022 (PCE medio +5,2% vs +4,3% anterior) y a la baja las de crecimiento del PIB (+1,7% vs +2,8% previo). Hasta 2024 no prevé que los precios se aproximen a su objetivo del 2% (+2,2% en 2024), tras dos años de crecimiento del PIB por debajo del potencial de largo plazo.

Los riesgos de inflación permanecen al alza y los de crecimiento a la baja. A pesar de síntomas de cierta descongestión en las cadenas de suministro (como apuntan, por ejemplo, los precios de los fletes marítimos y los plazos de entrega), el riesgo de nuevas restricciones en China en el contexto de tolerancia cero hacia CV-19 y la guerra en Ucrania siguen representando amenazas. A pesar de una situación de autosuficiencia energética, la capacidad de refinado es limitada y la necesidad de reemplazar los suministros a Europa desde Rusia siguen presionando los precios de los combustibles. Cortes en el suministro de gas ruso a Europa acercarían el escenario de recesión no solo en Europa sino también en EE.UU.

Prevedemos que la Fed elevará sus tipos de referencia +200 pb hasta el rango 3,50%/3,75% a final de año, que inevitablemente ocasionarán una desaceleración económica. Rebajamos nuestra previsión para el dólar hasta un rango de 1,05/1,09 €/€ en 2022. Aunque un entorno de riesgo elevado e incertidumbre favorecen al dólar, el inicio del endurecimiento monetario por parte del BCE, el enfriamiento de la economía americana y la proximidad de las elecciones *mid term* en noviembre impedirán una excesiva sobrevaloración del mismo.

La Fed anticipa subidas "expeditivas" de tipos de interés. Mantiene la narrativa de aterrizaje suave, aunque, advierte, el riesgo de recesión aumenta.

Cortes en el suministro de gas ruso a Europa acercarían el escenario de recesión no solo en Europa sino también en EE.UU.

Estrategia de Inversión 3T 2022

Japón: "El crecimiento del PIB decepciona en 1T 2022 y desencadena revisiones a la baja, mientras que aumentan las expectativas alcistas para la inflación."

*Las medidas de confinamiento, la débil demanda externa y el aumento de los Precios de Importación penalizan más de lo estimado al PIB en 1T 2022 que decepciona al crecer +0,4% a/a vs +1,6% esperado. Revisamos a la baja nuestra estimación PIB 2022, aunque lo compensamos parcialmente con una recuperación en 2023. Las perspectivas para la inflación empeoran y, el Consumo aumenta tras finalizar los confinamientos. El Precio de las Importaciones y de la energía también presionan el IPC al alza. Este ha alcanzado el 2%, objetivo de política monetaria del Banco de Japón. Elevamos nuestras estimaciones para el IPC, aunque seguirá siendo inferior al de otros países desarrollados. **No esperamos que el Banco de Japón cambie el sesgo de su política monetaria ultra laxa** y que, junto con los paquetes de ayuda a la economía apoyan al crecimiento. Creemos que la tras la reciente depreciación frente al euro y dólar, el yen va a estabilizarse. Desde nuestro último informe, el consenso de BPAs del Nikkei se revisa un +7% y compensa el -6% del trimestre anterior. El potencial de revalorización es de tan sólo +4%. A pesar de su carácter de valor refugio, 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.***

Las medidas de confinamiento, la débil demanda externa y el aumento de los precios de la energía y materiales pesan negativamente sobre la economía en los primeros meses de 2022. **El PIB decepciona en 1T 2022** al crecer +0,4% a/a vs. +1,6% esperado. La variación inter trimestral es -0,5%. En negativo: el Consumo que se resiente por los confinamientos (+0,2% t/t vs +10,1% anterior), la Inversión (-2,8%), el Sector Exterior (Importaciones +13,9%, Exportaciones +4,6%), el déficit por Cuenta Corriente que alcanza un máximo histórico (mayo -2,4T¥), los Precios de Importación (mayo +43% a/a), un yen débil (-18% vs. USD en 2022) y, la disminución de la demanda procedente de China que sufre por los confinamientos. Lo más positivo es el Gasto Público que cambia de signo y crece +2,0% t/t vs -1,1% anterior. **Esperamos un aceleración del PIB en los siguientes trimestres** impulsado por el Consumo (las restricciones a la movilidad terminaron en marzo) y las Exportaciones que se deberían beneficiar de un yen débil. Ante la debilidad de estos condicionantes, **rebajamos nuestra estimación de PIB 2022** a +1,8% a/a desde +2,2% y **elevamos la de 2023** a +1,5% desde +1,0%.

El **Banco de Japón recorta su previsión PIB 2022 y 2023** a +2,9% +1,9%, desde +3,8% y +1,1% respectivamente (estas son anteriores a la guerra). La mayoría de organismos supranacionales han ajustado sus estimaciones por debajo de las del BoJ. La OCDE espera que el PIB aumente +1,7% y +1,8% en 2022 y 2023; el FMI +2,4% y +2,3%, respectivamente. Persiste la **lentitud en la recuperación de la economía en comparación con los restante países del G-8**. El gobierno asigna el 0,3% del PIB 2021 para comprar vacunas contra el COVID e, introduce subsidios para moderar el precio del combustible. **En abril aprueba un paquete de medidas** para contrarrestar el aumento de los precios, equivalente al 2,4% del PIB que se suma al anterior por 79B¥ (680.000M\$) incluyendo **estímulos fiscales** por 56B¥ (483.000M\$, el 10% del PIB). Esperamos que contribuya a amortiguar el efecto adverso de la guerra en Ucrania y que se sientan su efectos a medida que avance 2022.

El **mercado laboral** está en pleno empleo. La **Tasa de Paro** es 2,6% en abril (2,7% en dic.-2021), esperamos 2,5% y 2,4% a finales de 2022 y 2023 (sin cambios). Las Ganancias Salariales aumentan +1,7% a/a en abril (vs. -0,2% a/a en dic. 2021), por debajo de la Tasa de Inflación. Esta disciplina y moderación salarial es un aspecto positivo en la lucha contra la inflación.

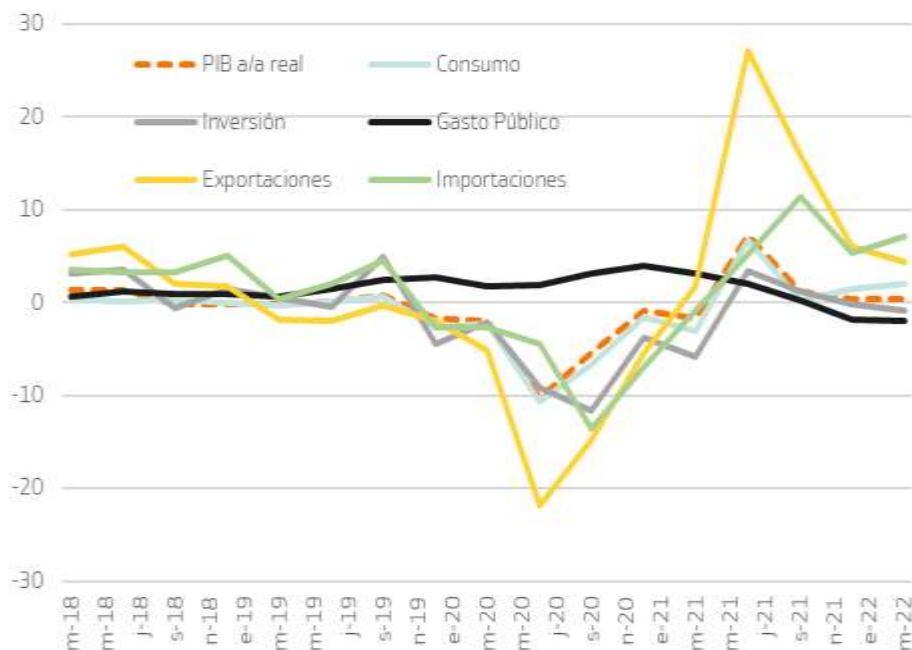
Tras una evolución decepcionante del PIB en 1T 2022, rebajamos nuestra estimación 2022 y elevamos ligeramente la de 2023

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

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

Estrategia de Inversión 3T 2022

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



Fuente: Economic and Social Research Institute Japan y Análisis Bankinter

El IPC se eleva a **+2,5% a/a en abril (+0,8% en dic. 2021)** y, **+2,1% excluyendo Alimentos Frescos**, alcanza la referencia del Banco de Japón (+2%). El aumento del coste de las materias primas, energía, los cuellos de botella logísticos y, la reciente recuperación del Consumo de Servicios tras los confinamientos impulsa la Inflación. **Revisamos al alza nuestra previsión de IPC dic. 2022 a +1,9% desde +1,4% y para dic.-2023 a +1,4% desde +0,7%**. Esperamos que se produzca al consumidor del aumento de los Precios de Producción y de la energía. El Banco de Japón prevé que el IPC disminuirá tras 2022, una opinión con la que coincidimos.

Seguimos opinando que el Banco de Japón no modificará su política ultra laxa y que el tipo director continuará en -0,10%. 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 10A alrededor de 0%, aunque creemos que éste podría elevarse circunstancialmente a +0,30% en 2022 y +0,40% en 2023 (sin cambios).

La reciente depreciación del yen (en 2022, -10% -18% frente al euro y dólar respectivamente) refleja una política monetaria expansiva y el aumento del diferencial de tipos de interés vs las principales economías. Esperamos que esta divisa se estabilice o aprecie ligeramente en los próximos meses. Revisamos nuestras estimaciones para el Euro Yen a 135,0/145,0 en 2022 y 2023 (anterior 130,0/135,0 y 133,0/138,0) y para el Dólar Yen a 123,9/138,1 en 2022 y 120,5/134,4 en 2023 (anterior 118,4/119,3 y 116,9/118,8).

Desde nuestro último informe, el consenso de BPAs para el Nikkei se revisa un +7% al alza y compensa el -6% del trimestre anterior. El Nikkei pierde -8,8% en 2022. **Ofrece un potencial de revalorización de tan sólo +3,8%**. A pesar de ser un 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 japonesa, **nuestra recomendación es Neutral**.

La inflación alcanza el objetivo del 2% del BoJ. Elevamos nuestras previsiones para el IPC

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

Esperamos que, tras la reciente depreciación, el yen se estabilice o aprecie ligeramente a corto plazo

Nuestra recomendación es Neutral respecto al Nikkei que ofrece un potencial de revalorización escaso

Estrategia de Inversión 3T 2022

Emergentes: "Inflación, tensión geopolítica y subidas de tipos de la Fed. No es buen momento para invertir en el universo emergente."

*No recomendamos tomar posiciones en el universo emergente. Se ven directamente afectados por la guerra en Ucrania, la cual tendrá efectos semipermanentes en la **inflación**, que en varios casos alcanza doble dígito. Ello obliga a los bancos centrales a endurecer su política monetaria. Además, algunos celebran **elecciones** este año - Brasil o India - lo que puede condicionar su agenda política y posponer decisiones de inversión y consumo. Por último, las **subidas de tipos de la Fed** provocan la salida de capitales de países emergentes, particularmente de aquellos más endeudados. **China** afronta un entorno difícil en el ámbito nacional e internacional. El Banco Central (PBOC) aboga por relajar las condiciones financieras, en un entorno de desaceleración económica y de política de Covid-19 cero. **India** lidera el crecimiento económico mundial, pero se ve afectada por su dependencia energética - petróleo y gas - un aumento de la inflación y las elecciones que se celebrarán en julio. En **Brasil**, la subida de precio de las materias primas supone un balón de oxígeno, si bien una inflación de doble dígito obliga a su banco central a actuar con contundencia. Además, las elecciones de octubre posponen decisiones de inversión.*

China sufre las consecuencias del COVID, justo cuando occidente reabre. Por tanto, va a contracorriente con respecto a las principales economías. El crecimiento desacelera y la inflación se mantiene contenida. Por ello, el gobierno implementa estímulos fiscales y el PBOC rebaja tipos de interés.

La política de "COVID cero" ha llevado a cierres totales en las principales ciudades (Shanghái y Pekín), reduciendo al mínimo el consumo y la actividad industrial. Esto se traducirá en una **fuerte desaceleración económica**, hasta **+3,3% 2022e**, previsión que revisamos a la baja desde +4,6% anterior y que compara con +8,1% en 2021. Gran parte del **impacto se concentrará en 2T**, momento en el que el crecimiento del PIB se reducirá al +1,5% a/a, que implica un retroceso del **-3,1% en términos intertrimestrales**. Posteriormente, la economía volverá a la senda del crecimiento, apoyada en fuertes **estímulos fiscales** anunciados en mayo, que incluyen deducciones fiscales, exención temporal del pago de seguridad social, asistencia financiera, apoyo a las cadenas de suministros y nuevos proyectos de infraestructuras. Si bien, el **menor crecimiento global** lastrará la recuperación del comercio exterior. Preveemos que la economía crezca **+5,3% 2023e**, que incrementamos ligeramente desde +5,0% anterior.

El frenazo económico, nos lleva también a revisar a la baja nuestras previsiones de **inflación** hasta **+3,0% 2022e**, vs +3,5% estimado anteriormente. Menor consumo y elevadas reservas de petróleo están permitiendo contener las presiones inflacionistas.

Una menor inflación, unida a la necesidad de estímulos para mantener el crecimiento económico, podría llevar al **PBOC** (banco central) a **rebajar de nuevo tipos de interés** o anunciar nuevos estímulos monetarios. Esto permitiría dar soporte a un mercado **inmobiliario** en fase de reestructuración y desapalancamiento, agravado además por caídas en precios de vivienda (-0,8% en mayo a/a). La relajación de las exigencias de reservas a la banca por parte del PBOC, han evitado por el momento tensiones de liquidez y el riesgo sistémico parece controlado.

La fuerte **divergencia en política monetaria** con respecto a EE.UU. y el menor atractivo de la deuda china, tras los recientes *defaults* en el sector inmobiliario, llevarán al yuan a seguir depreciado frente al dólar. Si bien, se mantendrá algo apreciada frente al euro, donde los tipos no se prevé que suban con tanta fuerza y la economía es más vulnerable ante la crisis energética. Estimamos que el cambio se mantenga **entre 7,00/€ y 7,10/€** en lo que queda de 2022e, para posteriormente tender a normalizarse progresivamente en niveles próximos a 7,20/€.

China: Revisamos a la baja las previsiones de crecimiento hasta +3,3% 2022e desde +4,6% estimado anteriormente.

Inflación contenida en +3,0% 2022e.

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

El Yuan se mantendrá en el rango 7,00/7,10 frente al euro en 2022.

Estrategia de Inversión 3T 2022

Brasil: el Bovespa cae este año -3,9%, a pesar del peso en la economía de las materias primas, particularmente *soft*: café, azúcar, soja o carbón. Además, el crecimiento se ha ralentizado en 1T 2022, al crecer (a/a) +1,7% frente a +4,8% en 2021. En nuestra opinión, en los próximos meses se producirá una desaceleración de su economía, afectada por niveles de inflación de doble dígito y por la incertidumbre derivada de las elecciones que se celebrarán en octubre. En este contexto, situamos nuestra **estimación de crecimiento de PIB este año +0,7% (vs +0,5% anterior), +1,5% en 2023 (igual que anterior) y +2,0% en 2024.**

La inflación es el principal desafío actual para Brasil. Alcanza en mayo +11,7%, nivel máximo desde 2003. Se ve impulsada por el incremento de precios de las materias primas, por la sequía que ha afectado al país y por disrupciones en las cadenas de suministro. Ello obliga al banco central a elevar el tipo de interés de referencia. En su última reunión incrementó el tipo director hasta +13,25% y probablemente tenga que volver a elevarlo en próximas reuniones. Unas condiciones financieras menos acomodaticias y una inflación que erosiona el poder de compra de los consumidores lastran la confianza e impacta en un menor crecimiento económico.

El Déficit Fiscal en Brasil se reconduce progresivamente, por mayores ingresos fiscales procedentes de las materias primas. Como referencia, se sitúa en el período comprendido entre enero y abril en 0,19% del PIB, nivel que compara con 1,35% en el mismo periodo de 2021 y 13,60% a cierre de 2020. Ello implica una Deuda Pública de 57,9% de su PIB vs 62,5% a cierre de 2020. Por tanto, ha hecho un esfuerzo de reconducción de sus cuentas públicas. Dicho esto, son todavía niveles elevados, particularmente para tratarse de un país emergente, y es importante que continúe en la senda de la consolidación. Especialmente en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación.

En definitiva, Brasil se ve directamente beneficiado de un entorno de precios altos de materias primas. Sin embargo, no recomendamos invertir en el país por varios motivos: (i) **Elecciones el 2 de octubre:** se disputan la presidencia Lula Dasilva y Jair Bolsonaro. Por el momento existe incertidumbre acerca de quién resultará vencedor y ello supondrá la posposición de muchas decisiones de compra e inversión. (ii) **El alza de los precios exige al banco central la aplicación de medidas de política monetaria restrictivas que endurecerán las condiciones de financiación** y podrá tener impacto en el crecimiento de la economía. (iii) **Las subidas de tipos de interés de la Fed provoca una salida de flujos de países emergentes.** Algo que afecta particularmente a aquellos que tienen un mayor volumen de endeudamiento.

India: tras cerrar 2021 con un crecimiento económico muy fuerte (+9,1%) y haber recuperado los niveles previos a la pandemia, la economía empieza a moderar su avance. India no es inmune a un contexto internacional menos benigno, al aumento de la inflación, a una política monetaria más restrictiva y al alza del precio de las materias primas.

En 1T 2022 (año fiscal) el PIB creció +4,1%. Esta ralentización se explica por la expansión de la variante Ómicron en enero y el alza de los precios por la guerra en Ucrania. Su principal desafío es la fuerte dependencia de las materias primas, principalmente el petróleo y el gas. Sin embargo, se ve beneficiado de otras materias primas, particularmente agrícolas. India es uno de los principales productores de trigo mundial y la agricultura uno de los sectores con mayor peso en su PIB. No obstante, el Gobierno, ante un escenario de fuerte alza de los precios de las materias primas, ha impuesto limitaciones a su exportación. Este escenario menos benigno, y el alza del

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

La inflación alcanza el doble dígito y obliga a su banco central a actuar con contundencia.

No recomendamos invertir por las elecciones del 2 de octubre, el alza de la inflación y las subidas de tipos de la Fed.

India lidera el crecimiento económico global, pero no es inmune a un contexto internacional menos benigno.

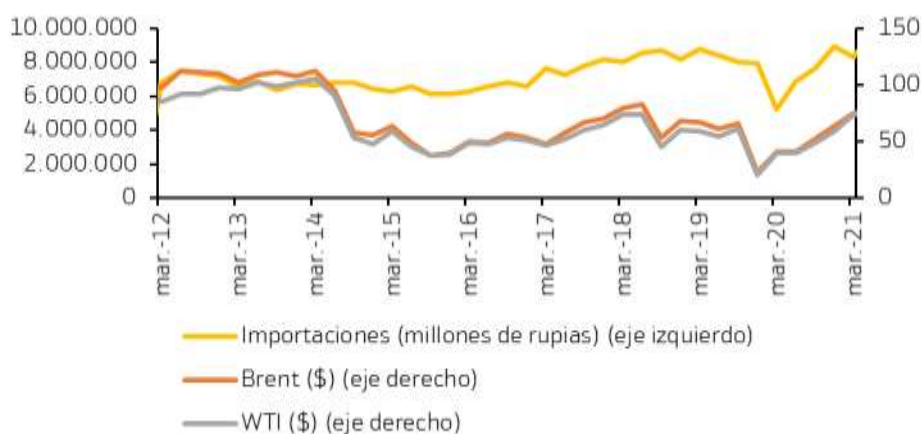
Estrategia de Inversión 3T 2022

precio de las materias primas, nos llevan a reducir a la baja nuestra estimación de crecimiento de PIB en 2022 hasta **+8,2% desde +8,6% anterior**. En 2023 mantenemos **+7,0%**. En 2024 estimamos que el PIB crecerá **+6,5%**.

En India se ha producido un importante aumento de precios, que alcanzan **+7,0%** en junio. La inflación ya supera el objetivo del banco central (**+2%/+6%**), y esperamos que la espiral inflacionista se mantenga en los próximos meses. **Estimamos que la inflación cerrará el año en +8,0% (vs +7,0% anterior), +6,0% en 2023 vs (+5,5% anterior) y +5,0% en 2024**. Ello obligará al banco central a endurecer su política monetaria para atajar el nivel de precios. **Estimamos que el Tipo Director cerrará 2022 y 2023 en 5,50% (vs 4,50% anterior) y +4,50% en 2024**.

Estimamos que la inflación cerrará el año en +8,0% (vs +7,0% anterior), +6,0% en 2023 vs (+5,5% anterior) y +5,0% en 2024. Ello obligará al banco central a endurecer su política monetaria para atajar el nivel de precios.

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




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

El Gobierno continuará elevando el Gasto del Estado para impulsar el crecimiento económico, con medidas que incluyen fuertes inversiones en infraestructuras o apoyo a determinados sectores. Con ello, intentará mitigar el impacto de un menor crecimiento exterior. Ahora bien, es clave que estas medidas de impulso a la economía vengán acompañadas de un esfuerzo de consolidación fiscal, puesto que sus cuentas públicas presentan desequilibrios, que podrían empeorar por su dependencia energética. Como referencia, la Deuda Pública sobre PIB cerró 2021 en 56,3% y el Déficit Público en 6,7% en 1T 2022.

India presenta fuertes desafíos como un deterioro de sus cuentas públicas, dependencia energética, salida de capitales por las subidas de tipos de la Fed o elecciones en julio.

Por tanto, India lidera el crecimiento económico global, pero presenta fuertes desafíos como un deterioro de sus cuentas públicas, agudizado por la energía, el riesgo a nuevos rebrotes de COVID-19, la salida de capitales por las subidas de tipos de la Fed o las elecciones que celebrará en julio, lo que podría condicionar su agenda política. Todo ello, ha provocado un descenso de la bolsa india superior a -9,3% este año. No recomendamos tomar posiciones en el país.

Perspectivas para las principales divisas

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2022)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,05/1,09	Rebajamos nuestra previsión hasta un rango de 1,05/1,09 €//\$ en 2022. Un entorno de riesgo elevado e incertidumbre sobre el impacto y duración de la guerra en Ucrania y los confinamientos en China favorecen al dólar como divisa refugio por excelencia. Pero en julio el BCE iniciará su endurecimiento monetario y aportará una solución creíble para evitar la fragmentación de los bonos periféricos lo que debería devolver algo de soporte al euro. El enfriamiento de la economía americana en cuanto empiece a sentir las fuertes subidas de tipos de interés por parte de la Fed, así como la proximidad de las elecciones <i>mid term</i> en noviembre, en las que previsiblemente los demócratas perderán el control de las cámaras, dificultando el margen de maniobra de la política fiscal, también juegan a favor del euro en los próximos meses.	Depreciatoria 
Yen	135/145	Una política monetaria expansiva unida a la decisión de no subir los tipos, opuesta al sesgo de la mayoría de bancos centrales, se ha reflejado en el comportamiento del yen que se deprecia en la primera mitad de 2022 -10% y -18% frente al euro y dólar, respectivamente. Esperamos que la divisa se estabilice o aprecie ligeramente en los próximos meses al haber descontado el aumento del diferencial de tipos frente a las principales divisas. Revisamos nuestras estimaciones para el Euro Yen a 135,0/145,0 en 2022 y 2023 (anterior 130,0/135,0 y 133,0/138,0) y para el Euro Dólar a 123,9/138,1 en 2022 y 120,5/134,4 en 2023 (anterior 118,4/119,3 y 116,9/118,8).	Lateral =
Franco Suizo	1,00/1,05	El franco suizo se mantendrá apreciado , actuando como activo refugio en un entorno de tensiones geopolíticas e incertidumbre económica. Además, se verá soportado por la reciente subida de tipos por parte del SNB (+50p.b. hasta -0,25%). 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.	Lateral =
Libra	0,84/0,87	La inflación es el principal reto a batir y el BoE está decidido a combatirla. Por ello, seguirá con el ciclo de subidas de tipos mientras continúa con el proceso de reducción de balance. Todo ello mantendrá a la libra apreciada vs. el euro en el medio/largo plazo . Sin embargo, a corto plazo, la incertidumbre en torno a una renegociación unilateral del Protocolo de Irlanda del Norte pactado con la UE en el marco del Brexit y el temor a un nuevo referéndum independentista en Escocia pueden depreciar a la libra puntualmente .	Lateral =

2. España y Portugal.

2.1.- España: "El crecimiento se ralentiza ante la inflación y el endurecimiento de las políticas monetarias."

Revisamos a la baja nuestras proyecciones de crecimiento del PIB para 2022e hasta el +4,0% a/a y +2,6% a/a para 2023e (-0,4pp en ambos ejercicios) e introducimos nuestra proyección para 2024e del +2,0%. Retrasamos, de nuevo, la expectativa de recuperación de los niveles prepandemia (2019) hasta el 3T 2023e.

La inflación y endurecimiento de las políticas monetarias por parte de los Bancos Centrales se han convertido en las principales variables que afectan al potencial de crecimiento. Las presiones sobre la inflación se han acentuado tras el inicio de la guerra en Ucrania (materias primas y cuellos de botella), así como los nuevos confinamientos en China. Nuestras estimaciones contemplan una moderación más progresiva de la anticipada anteriormente y desde niveles más elevados. Revisamos al alza nuestras proyecciones de inflación al +5% a/a para 2022e (vs 4,1% ant.), lo que supondría una media anual del +7,4% a/a. Para final de 2023e proyectamos un +3,3% a/a (vs +2% estimado anterior) y recuperar niveles en torno al 2% en 2024e.

El Consumo Privado desacelera ante el impacto sobre la capacidad real de gasto de los hogares de la inflación y el aumento de los gastos financieros. La Inversión, aunque se modera ligeramente, debe ser el principal pilar del crecimiento en 2022e y 2023e (+8,9% a/a y +4,9% a/a respectivamente), gracias a la puesta en marcha de los proyectos del NGEU. Revisamos al alza la contribución del S. Exterior (hasta +0,9pp y +0,6pp en 2022e y 2023e, desde +0,5pp ant.) a pesar del deterioro de la balanza energética, ante un 1T 2022 mejor al esperado y la expectativa de recuperación del Turismo Internacional.

Evolución mejor de la esperada del Déficit Público (1T 2022) gracias al incremento de los ingresos. A pesar de la buena dinámica a corto plazo, en nuestro escenario central, la Deuda Pública/PIB se mantiene por encima del 110% en el horizonte temporal de proyección (vs 95,5% en 2019). La clave reside en unas dinámicas a medio plazo de déficit estructural que permitan la reducción del apalancamiento de las AA.PP.

Las incertidumbres macroeconómicas siguen siendo elevadas y los riesgos siguen sesgados a la baja (geopolítica, inflación, tipos y rebrotes en China): Escenario Pesimista apunta un PIB +2,6% en 2022e (-0,3pp vs ant. y -1,4pp vs Central) y +1,7% a/a para 2023e y 2024e. El escenario Optimista +4,9% a/a 2022e (-0,4pp vs ant. y +0,9pp vs Central), +3,5% a/a 2023e y +2,3% a/a en 2024e.

2022 ha comenzado con un comportamiento inferior al inicialmente esperado. El PIB del 1T 2022 se moderó a un +0,2% t/t frente al +0,5% t/t esperado inicialmente y crecimientos superiores al +2% intertrimestrales en los dos trimestres previos.

La inflación y endurecimiento de las políticas monetarias por parte de los Bancos Centrales se han convertido en las principales variables que afectan al potencial de crecimiento. La guerra en Ucrania ha acentuado los problemas de precios de materias primas y cadenas de suministro, mientras el grado de incertidumbre se ha elevado significativamente.

En este entorno hemos revisado a la baja nuestras estimaciones de PIB +4,0% a/a para 2022e y +2,6% a/a en 2023e (-0,4pp en ambos ejercicios). Introducimos estimaciones prudentes para 2024e en +2% a/a. La evolución más fuerte y prolongada de las presiones inflacionistas afectan a la capacidad real de gasto de los hogares, márgenes empresariales y a la balanza energética. Por otra parte, los mayores tipos de interés pueden retrasar algunas decisiones de inversión.

Volvemos a retrasar la expectativa de recuperación de los niveles prepandemia (2019), hasta el 3T 2023e.

2022 se inicia ralentizando el ritmo de recuperación intertrimestral

Las claves al crecimiento: inflación y endurecimiento de las políticas monetarias

Revisamos PIB 2022 al +4,0% a/a (-0,4pp) y +2,6% (-0,4pp) en 2023e. Introducimos 2024e +2% a/a

Niveles pre-pandemia hacia el 3T 2023e.

Estrategia de Inversión 3T 2022

La inflación: moderación más progresiva de lo anticipado. Persisten los riesgos bélicos y de efectos de segunda ronda

Revisamos nuestras estimaciones de inflación al alza, hasta **+5% a/a dic-22** desde +4,1% anterior; para **moderarse progresivamente al +3,3% dic-23e** desde +2% anterior; y **+2% a/a dic-24e**. En términos medios anuales supone un +7,4% a/a en 2022e (vs +6,9% ant.), +3,3% a/a en 2023e (vs +2%) y +2,3% a/a en 2024e.

La **tendencia al alza de los precios** se inició ya el año pasado, por dos motivos fundamentalmente: (1) el desequilibrio entre oferta y demanda tras la reapertura de las economías (sobre todo de algunas materias primas); y (2) los problemas de suministros. Ambos factores se han visto **agravados desde el inicio de la guerra en Ucrania** a finales de febrero. El peso de Rusia en las importaciones de gas europeo es relevante (en torno al 40%, aunque solo cerca del 9% para España) en un momento todavía de transición a un modelo energético más sostenible en Europa. **Además, los nuevos confinamientos en China** por brotes de Covid-19 (Shanghái dos meses en el 2T 2022) han vuelto a afectar a las cadenas de suministro.

La **inflación subyacente ya refleja la tendencia al alza**, que está trasladándose a bienes y servicios más allá de los precios de la energía y alimentos no elaborados. Hasta mayo acumula una subida de +2,8pp en el año, que le ha situado en el **+4,9% a/a**.

El **Gobierno aprobó** un RD a finales de marzo de **medidas de respuesta** a las consecuencias de la guerra de Ucrania (entre ellas destacan la bonificación de 20 céntimos por litro de combustible, la revisión de alquileres máximo del 2% y la extensión de las bajadas fiscales en la factura de la luz) que se han prorrogado **hasta finales de diciembre**. Por otra parte, **a mediados de junio comenzaba la "excepción ibérica"**, que tratará de reducir el precio de la luz, a través de limitar el precio del gas en el mercado mayorista. Su aplicación se extenderá 12 meses, aunque el impacto inicial es menor al esperado.

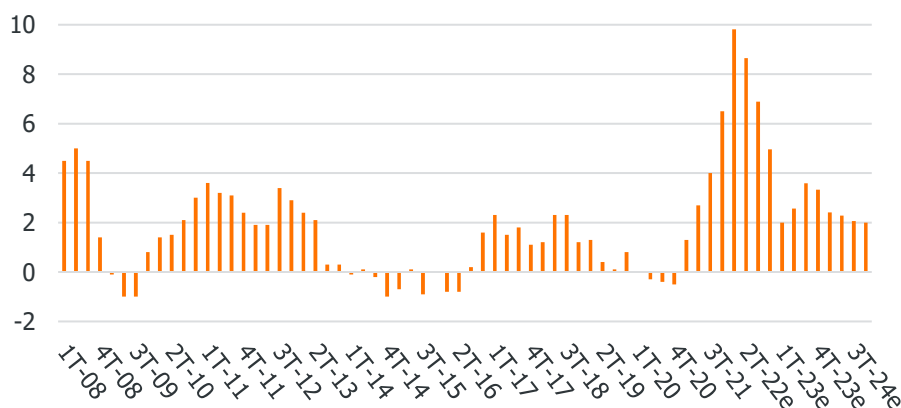
Nuestras proyecciones **contemplan una moderación de los precios, pero más progresiva de la esperada anteriormente**, ante: (1) el descenso que reflejan los precios de los mercados de futuros de materias primas; (2) el impacto de las políticas monetarias más restrictivas; (3) efectos base; y (4) el menor crecimiento a medio plazo. **En cualquier caso, los riesgos siguen siendo elevados** mientras se mantenga la situación de conflicto bélico y los posibles efectos de segunda ronda.

Elevamos nuestras estimaciones IPC al +5,0% a/a dic-22 (7,4% media), +3,3% a/a dic-23, +2% 2024e

Medidas de respuesta (p.e. carburantes) se extenderán a diciembre.

En junio comenzó la "excepción ibérica" impacto inicial inferior al esperado. Duración 12M

Gráfico 2.1.1 Evolución del IPC, 2008r/24e



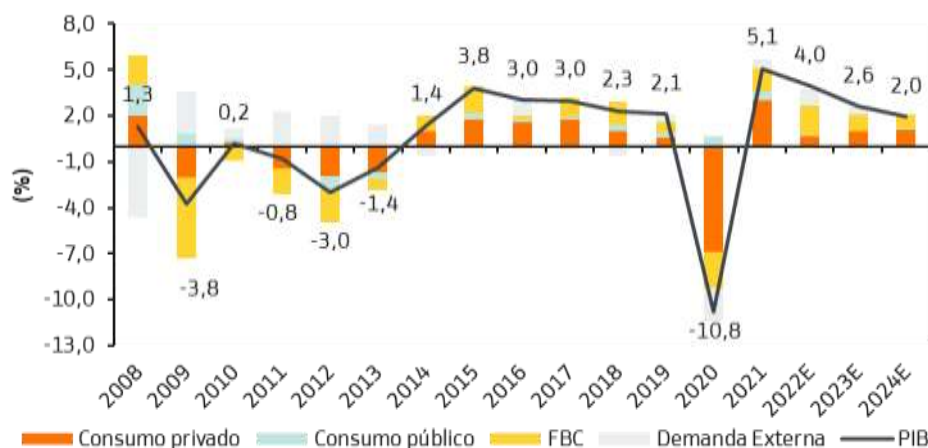
Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 3T 2022

Proyecciones de PIB 2022-2023: lideradas por la Inversión

Nuestras proyecciones de PIB 2022e (+4,0%) y 2023e (+2,6%) seguirán lideradas por las expectativas de Inversión, impulsadas por la implementación de los fondos europeos, así como la recuperación del Turismo.

Gráfico 2.1.2. Evolución PIB por componentes, 2008r/24e



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

- La Inversión empresarial debe ser, según nuestras proyecciones, el principal motor de la Demanda Interna y del crecimiento en general en los próximos ejercicios, gracias a la implementación de los fondos del NGEU (19.000M€ ya recibidos en 2021, 18.000M€ esperados en 2022e, 17.000M€ en 2023e y 8.000M€ esperados en 2024e).

Mantenemos 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€).

A pesar de ello, hemos revisado ligeramente a la baja la inversión en Construcción a partir de la segunda mitad de año, ante el aumento de los costes de financiación y de materiales. Los PMIs de Manufacturas se mantienen en zona de expansión, aunque se han moderado (niveles de 53,8 en mayo 2022, desde 60,4 en junio 2021).

- Sector Exterior, revisamos al alza las expectativas de contribución al PIB hasta +0,9pp y +0,6pp en 2022e y 2023e** (vs +0,5pp estimado anterior) a pesar del **deterioro de la balanza energética**, ante: (1) la fortaleza de las Exportaciones en el 1T 2022 (+18,1% a/a), tanto de Bienes como de Servicios y (2) **las expectativas de recuperación del Turismo Internacional**. Proyectamos recuperación en torno al 90% en 2022e y 98% en 2023e respecto a 2019.
- Consumo Privado, volvemos a reducir el crecimiento esperado.** La revisión al alza de las expectativas de inflación y la subida de los costes de financiación impactan la capacidad real de gasto de los hogares. La Confianza de los Consumidores muestra un deterioro a niveles de 2020 (-22,6 mayo-22). El impacto de estas variables podría verse amortiguado a corto plazo por una Tasa de Ahorro, todavía por encima de la media histórica, y un mercado laboral estable.

Estrategia de Inversión 3T 2022

Proyectamos por tanto crecimientos, para 2022e del +1,9% a/a (vs +2,6% ant.) y +1,7% a/a 2023e (vs 2% ant.) y +2,3% a/a 2024e.

El mercado laboral se mantiene en torno a niveles pre-pandemia

El mercado laboral se mantiene en tasas similares a los niveles pre-pandemia. La Tasa de Paro (EPA) del 1T 2022 se situó en 13,65% (vs 13,8% de dic-19), aunque se moderaba ligeramente desde 13,33% del 4T 2021.

El Número de Ocupados se mantiene por encima de los 20,08M de trabajadores (frente a los 19,97M de 2019).

Nuestras estimaciones contemplan alcanzar una Tasa de Paro del 13,4% en 2022e, aunque el final de los ERTE-Covid (final de marzo) y la reciente reforma laboral (dic-21) dificultan la proyección. Los datos de variación de parados mensuales (INEM-Ministerio de Trabajo) han seguido mostrando una tendencia de creación de empleo en los meses de abril y mayo. De cara a 2023e mantenemos la ligera mejora esperada en Tasa de Paro al 13% y estable en torno al 13,3% en 2024e.

El principal riesgo sobre nuestras estimaciones reside en el equilibrio entre el incremento de costes salariales vs el mantenimiento de la competitividad.

Déficit Fiscal y Deuda/PIB: objetivo favorecer las dinámicas a medio plazo

El Déficit de las AA.PP. continúa moderándose en el 1T 2022, tras cerrar el 2021 en un -6,87% del PIB (desde -10,97% en 2020). Nuestras proyecciones apuntan a un -5,5% para 2022e (revisado a la baja desde -6,5% est. anterior); mantenemos el -4% para 2023e e introducimos -3,5% 2024e.

La tendencia en el 1T 2022 se ha visto favorecida por el crecimiento de los Ingresos no financieros +11,6% a/a, especialmente por ingresos impositivos, mientras los gastos se moderan un -2,7% a/a. El Déficit agregado de las AA.PP. (ex Ad. Local) ascendía a -4.633M€, lo que supone un -0,35% sobre PIB (-1,38pp por debajo del ejercicio anterior).

Por otra parte, la Comisión Europea mantiene la suspensión del Pacto de Estabilidad hasta 2023. La extensión de esta medida, por cuarto año consecutivo, da flexibilidad a los gobiernos ante el impacto de la guerra de Ucrania.

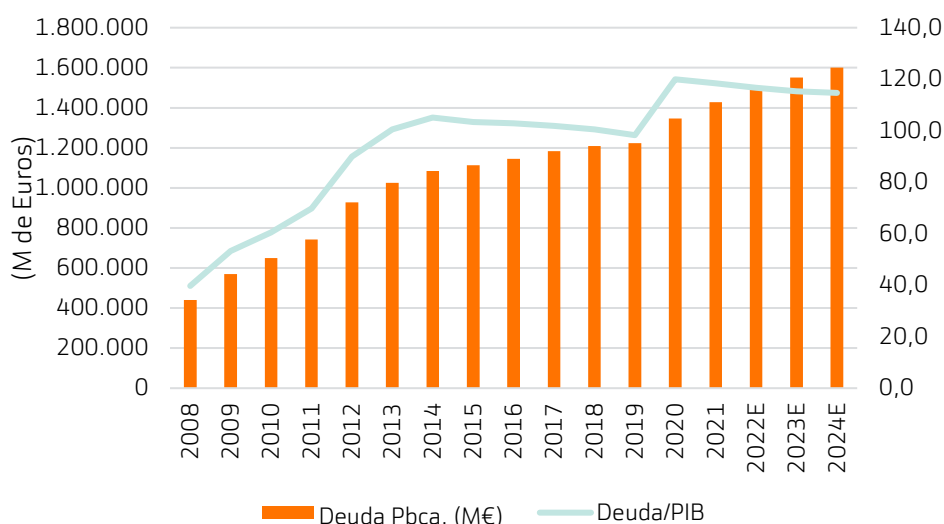
El crecimiento de la deuda de las AAPP (+4% a/a en abril, hasta 1.445 miles de M€ en abril), ha sido inferior al del PIB nominal de los últimos cuatro trimestres, lo que debe situar el ratio Deuda/PIB en torno al 117% (vs 125,1% a marzo 2021).

Hemos mejorado nuestras estimaciones de Deuda/PIB al 116,6% para 2022e, 115,2% 2023e (desde 117,6% y 117,2% ant. respectivamente) y 114,7% para 2024e, favorecido por la mejora de expectativas de Déficit para 2022e y el crecimiento del PIB nominal.

Por tanto, a corto plazo la evolución de las cuentas públicas está siendo mejor de la esperada, en parte explicada por las dinámicas generadas por la inflación (en Ingresos y en crecimiento de PIB nominal). En cualquier caso, en nuestros escenarios centrales, el Déficit se mantiene por encima del 3% en 2024 y la Deuda/PIB por encima del 110%. A medio plazo, en un entorno de condiciones de financiación menos laxas, se debe alcanzar un déficit estructural que permita reducir el nivel de apalancamiento de las AA.PP. y facilite su capacidad de financiación y de reacción a futuro.

Estrategia de Inversión 3T 2022

Gráfico 2.1.3. Evolución Deuda Pública y DP/ PIB, 2008r/24e



Fuente: IGAE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter

Prevedemos frenazo en precios de vivienda. Estimamos +1% 2022e y 2023e.

Los precios deberían tender a estabilizarse, con un **incremento muy moderado**, en torno al **+1% en 2022e y 2023e**, después de apreciarse +6,4% en 2021 (a/a). Pierde atractivo en un entorno de **mayores costes de financiación**, prevemos Euribor 12m en 2,00% a final de año, y **menor tasa de ahorro de los hogares**, como consecuencia de la elevada inflación en bienes de consumo básico, como energía y alimentación. Además, **pierde atractivo como inversión**, con un bono español a 10 años próximo al 3% de rentabilidad. La rentabilidad bruta de la vivienda en alquiler se sitúa actualmente en el 3,7% de media en España.

Los precios se estabilizan, tras años de fuertes subidas.

Si bien, **damos poca probabilidad a una caída significativa de precios**. No apreciamos síntomas de sobrecalentamiento: (i) La **tasa de esfuerzo** se sitúa todavía por debajo de la media histórica (35%); (ii) **Oferta y demanda** están equilibradas; y (iii) No vemos excesos por el lado de la **financiación**. Más de la mitad de las hipotecas firmadas en los últimos años son a tipo fijo, por lo que el repunte de Euribor tendrá un impacto más moderado que en anteriores ocasiones. Aunque hay una cierta sobrevaloración de la vivienda en relación con los salarios (~5%), prevemos que se ajuste de forma natural en los próximos años por mayor subida de salarios.

No apreciamos síntomas de sobrecalentamiento.

También prevemos cierto **enfriamiento en la actividad inmobiliaria**. Las Transacciones de Vivienda podrían caer **-5% 2022e**, tras alcanzar niveles máximos de 15 años el año pasado. [Link al informe del sector inmobiliario](#).

La actividad inmobiliaria tenderá a enfriarse.

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

Los riesgos siguen ampliamente sesgados a la baja, fundamentalmente hasta que se observe la contención de la inflación y se avance en el proceso de normalización monetaria. Sin olvidar, la duración y efectos de la guerra en Ucrania. Por ello, en **2022e los escenarios están más sesgados a la baja** (escenario Pesimista supone -1,4pp vs Central y el Optimista tan solo un +0,9pp), más equidistantes en 2023e (-0,9pp y +0,8pp respectivamente).

Riesgos sesgados a la baja

Estrategia de Inversión 3T 2022

El Escenario Optimista muestra un crecimiento estimado del PIB 2022e del **+4,9% a/a** (revisado a la baja un -0,4pp, en línea con la revisión del Escenario Central) y en 2023e **+3,5% a/a** (-0,3pp vs anterior). Introducimos 2024e con un **+2,3% a/a** estimado. Mantenemos nuestros escenarios para las ayudas europeas, de un impacto entorno al **+2,0pp** y **+1,4pp** en 2022e y 23e respectivamente.

El Escenario Pesimista supondría **+2,6% en 2022** (vs -0,3pp ant. y -1,4pp desde el escenario central), **+1,7% en 2023e y 2024e**. El impacto estimado de las ayudas europeas, entorno al **+1,4pp** y **+1,0pp** en 2022e y 23e respectivamente.

Los escenarios para 2022e están más sesgados a la baja vs Central (-1,4pp Pesimista y +0,9 pp el Optimista)

Tabla 2.1.1: Resumen de estimaciones 2019r/24e

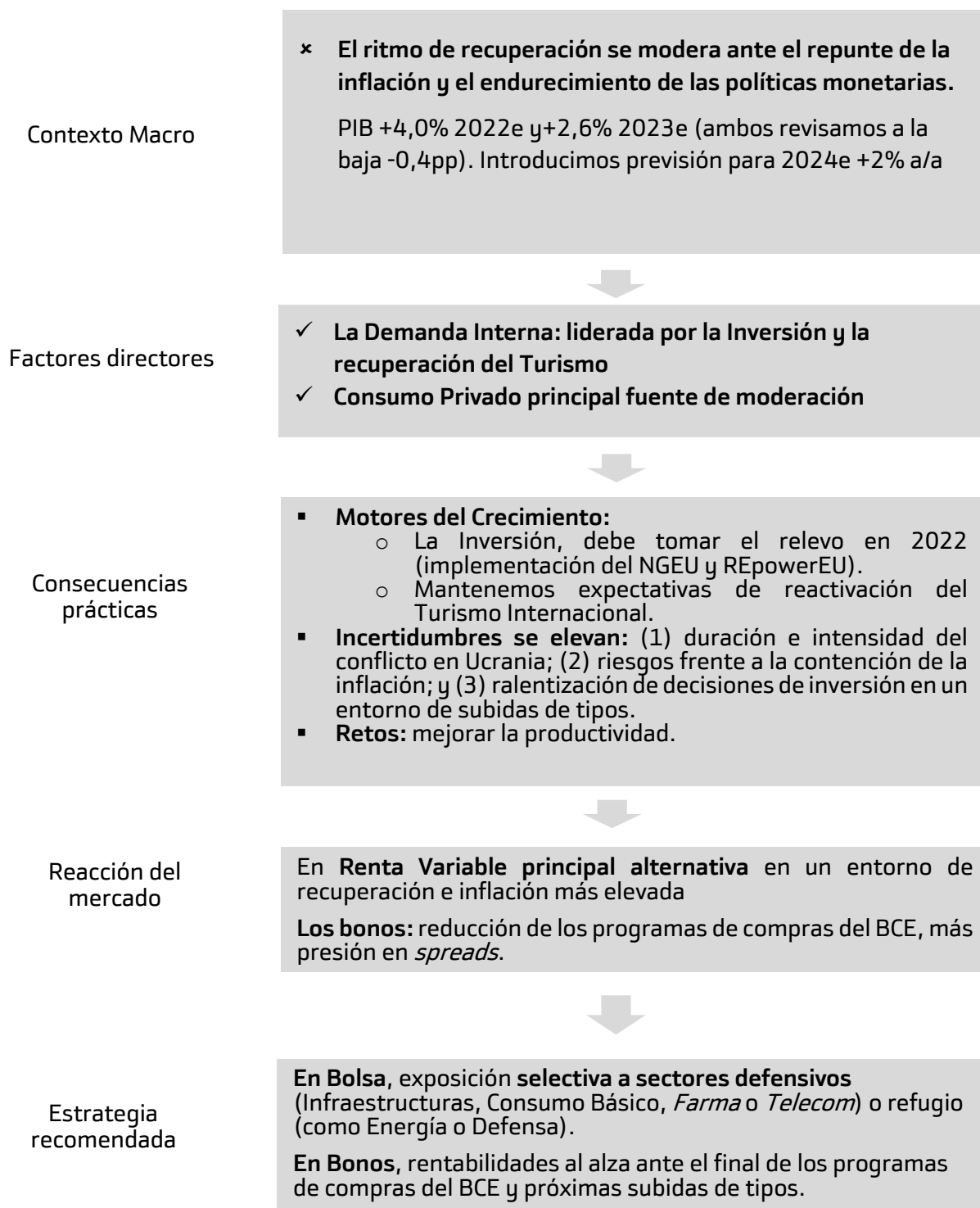
España, cifras clave (%)	2019	2020	2021	2022e			2023e			2024e		
				Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	2,1	-10,8	5,1	2,6	4,0	4,9	1,7	2,6	3,5	1,7	2,0	2,3
Consumo Privado	1,0	-12,0	4,6	1,5	1,9	2,3	1,0	1,7	2,5	2,0	2,3	2,8
Gasto Público	2,0	3,3	3,1	-0,3	0,0	0,4	-0,4	0,1	0,6	-0,2	0,1	0,3
Formación Bruta Capital Fijo	4,6	-9,6	4,3	5,9	8,9	10,6	3,3	4,9	6,0	2,2	2,9	2,7
Demanda interna (aportación)	1,6	-8,6	4,6	2,0	2,9	3,5	1,2	2,0	2,8	1,6	1,9	2,3
Sector Exterior (aportación)	0,5	-2,2	0,5	0,7	0,9	1,4	0,5	0,6	0,7	0,0	0,0	0,0
Déficit Público/PIB*	-2,9	-11,0	-6,9	-7,0	-5,5	-4,0	-5,0	-4,0	-3,0	-4,5	-3,5	-2,5
Deuda/PIB*	95,5	120,0	118,4	119,5	116,6	114,0	120,0	115,2	110,8	120,5	114,7	108,9
Tasa de paro (EPA)*	13,8	16,1	13,3	14,1	13,4	12,9	14,3	13,0	12,4	14,4	13,3	11,6
IPC*	0,8	-0,5	6,5	5,7	5,0	4,5	4,3	3,3	3,2	3,2	2,0	2,1
IPC (medio)	0,7	-0,3	3,1		7,4			3,3			2,3	

*Datos a final de ejercicio.

Fuente: datos INE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter.

Perspectiva sobre España

Escenario Central



Estrategia de Inversión 3T 2022

2.2. Portugal: "Incrementamos ligeramente nuestras estimaciones de crecimiento gracias a un 1T 2022 de recuperación muy fuerte. Sin embargo, mantenemos una postura conservadora teniendo en cuenta la situación de conflicto geopolítico, inflación elevada y subidas de tasas de interés por parte de los bancos centrales. Perspectiva moderadamente positiva para el conjunto del año."

El inicio de 2022 queda marcado por una fuerte recuperación, pero es importante mencionar que esto se debe a un efecto base significativo una vez que contrasta con un 1T 2021 aún muy afectado por las medidas restrictivas por CV-19. Asimismo, revisamos ligeramente al alza las previsiones para la economía portuguesa en 2022. El mercado laboral sigue demostrando fortaleza, con una Tasa de Paro en niveles mínimos históricos. Seguimos monitorizando el crecimiento e inflación. El Turismo demuestra señales de recuperación y se acerca a niveles previos a la pandemia.

Portugal mantiene una trayectoria de recuperación, acercándose a niveles de 2019, y estimamos que a finales del 2022 se sitúe muy próximo de la recuperación total ($\approx 100\%$), alcanzando o superando ligeramente los niveles pre-pandemia. No obstante, el entorno macroeconómico sigue siendo difícil: se mantienen y acentúan la escasez de materias primas y las presiones inflacionistas y los bancos centrales actúan con mayor agresividad, lo que impacta negativamente y retrasa el crecimiento en el 3T 2022. A pesar de ello, estimamos que 2022 seguirá siendo un año de crecimiento, aunque moderado.

En el 1T 2022 el PIB avanza un +11,6% a/a, gracias al efecto base provocado por restricciones CV-19 y siguiendo una trayectoria de recuperación

El PIB repunta +11,6% a/a (+4,3% t/t) en el 1T 2022, contrastando con periodos de restricciones impuestas debido a la pandemia e impulsado por la reapertura de la economía.

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

- (i) **El Consumo Privado impacta positivamente en el PIB: +12,6% a/a (+2,1% 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 incrementa en el 1T 2022, +1,1% t/t (+4,8% a/a).** En línea con nuestra previsión de mejora del Déficit 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, pero ajustamos a la baja.** Revisamos ligeramente a la baja las previsiones de Déficit para -3,4% y -2,9% en 2022 y 2023, y el crecimiento más sólido del PIB en 2022 nos hace mejorar ligeramente las estimaciones de Deuda Pública en % del PIB para estos años: 125,9% y 124,4%, en 2022 y 2023, respectivamente.
- (iii) **La Inversión acelera**, con un incremento de +2,9% a/a. En nuestra opinión, **la Inversión tendrá a estabilizarse en los próximos trimestres afectada por la subida de tipos de interés, una inflación al alza y un entorno macro complicado.** La evolución de esta componente del PIB evidencia el efecto de los Fondos Europeos, gracias a la ejecución del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia.
- (iv) **La Demanda Externa repunta con fuerza en el 1T 2022.** Las Exportaciones (+12,6% t/t) se recuperan por la reapertura tras las restricciones por la pandemia y lo mismo ocurre con las Importaciones (9,6% t/t). **El Turismo sigue recuperando**, y se acerca a los niveles de 2019. **Estimamos una evolución positiva de las Exportaciones**, de forma que la demanda externa ascenderá +4,5% t/t (+19,0% a/a) en el 2T 2022.

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

La Inversión recupera en línea con lo estimado gracias a los Fondos NGEU.

Estrategia de Inversión 3T 2022

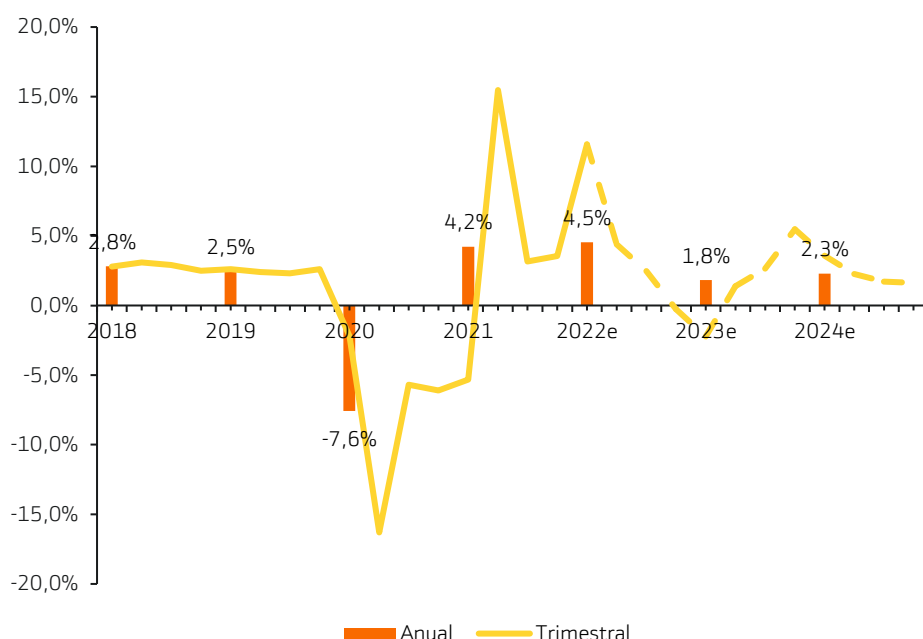
La situación geopolítica, su efecto en la inflación y la actuación de los bancos centrales, seguirá afectando negativamente las economías especialmente en Europa. Sin embargo, Portugal parte de una base 2021 inferior, debido a restricciones más duras y prolongadas, y teniendo en cuenta un 1T 2022 de crecimiento más elevado, **incrementamos nuestra estimación de crecimiento desde +3,0% hasta +4,5% en 2022**. Mantenemos prácticamente inalterada nuestra estimación de crecimiento para 2023 en +1,8%.

Gráfico 2.2.1. Portugal, PIB anual y trimestral

Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

Portugal empezaba 2022 en la misma línea que había terminado 2021.

Se agravan las presiones inflacionistas a raíz de las subidas del precio de la energía y problemas en las cadenas de suministro.



Aunque con cifras elevadas, **registraba niveles de inflación por debajo de la media europea** (enero 2022: +3,3% PT vs +5.1% UEM). Sin embargo, la tendencia creciente del nivel de precios a lo largo del **primer semestre del año resultó en la convergencia entre la inflación portuguesa y la europea** (junio 2022: +8,0% PT vs +8,1% UEM). La energía y las cadenas de suministros son responsables por una parte considerable de esta subida.

La persistencia de la guerra en Ucrania sigue tensionando los precios de la energía y de las materias primas, que Europa importa en grandes cantidades desde Rusia y Ucrania. Al contrario de algunos países de la UEM, Portugal no depende del gas ruso y eso permite a Portugal sufrir apenas el impacto indirecto de estas disrupciones. **La inflación descrita es una inflación de oferta**, pero, la permeabilidad de esta tasa provocará un impacto de segunda orden a través de una inflación de demanda. La subida de los **tipos de interés** y el **quantitative tightening** por parte de los bancos centrales apenas tendrá efecto al desacelerar la economía. La suma de todos los factores mencionados nos hace **revisar al alza nuestras estimaciones de inflación en 2023 (+4,2% vs 3,6% anterior) y 2024 (2,5% vs 1,9% anterior)**.

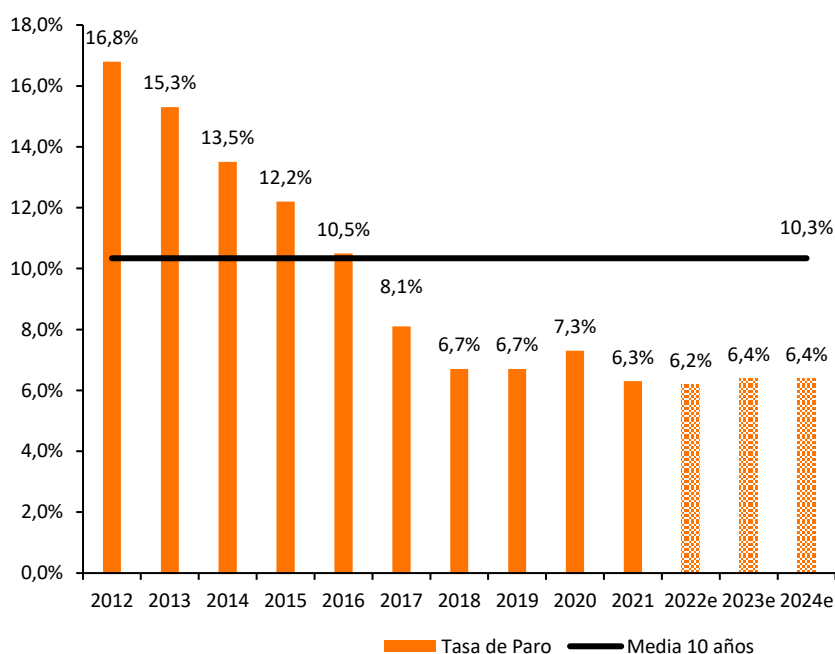
Estrategia de Inversión 3T 2022

Nuestras estimaciones indican que la inflación se mantendrá en niveles muy elevados hasta el 4T 2022, empezando la tendencia de bajada en 2023. Teniendo en cuenta la guerra en Ucrania y el consecuente aumento de los precios de la energía, la disrupción de las cadenas internacionales de suministros y el impacto del endurecimiento de las políticas monetarias, no estimamos una estabilización cerca del valor objetivo del BCE (+2%) antes del 2024.

A pesar de la buena evolución del mercado laboral portugués, con la Tasa de Paro por debajo de la cifra de la UEM y cerca de los mínimos históricos, hay obstáculos en el camino. Asimismo, revisamos nuestras estimaciones al alza en 2023 (6,4% vs 6,2% anterior) y 2024 (6,4% vs 6,0% anterior). La Tasa de Paro de 2022 se mantiene en el mismo nivel (6,2%). La incertidumbre por el conflicto en Ucrania, la inflación a niveles muy elevados y los cambios en la política monetaria resultan en una desaceleración de la economía. Esta disminución en el crecimiento de la economía impacta negativamente al mercado laboral.

El mercado laboral demuestra fortaleza y la Tasa de Paro se mantiene en mínimos, pero se incrementan los obstáculos macroeconómicos

Gráfico 2.2.2. Portugal, Tasa de Paro



Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

En definitiva, la economía portuguesa recupera con fuerza en el 1T 2022 tras varios periodos de restricciones con impacto negativo en la economía y a pesar de una inflación más elevada y persistente. Asimismo, revisamos nuestras estimaciones en ese sentido. El **Turismo** parece por fin acelerar la recuperación (en 2019 representaba cerca de un 15% del PIB) aunque aún no sitúa en niveles prepandemia. Además, se hace sentir el efecto de los **Fondos Europeos que dan soporte a la Inversión**. Además de la recuperación del turismo y la utilización adecuada de los Fondos Europeos, la escasez de materias primas, el ritmo de la inflación y la actuación del BCE serán determinantes en la capacidad de crecimiento de la economía portuguesa.

Estrategia de Inversión 3T 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	4,5	5,0	1,6	1,8	2,1	1,4	2,3	2,5
Déficit Público / PIB	-4,0	-3,4	-3,4	-3,5	-2,9	-2,5	-3,0	-2,0	-1,5
Deuda Pública / PIB	127,9	125,9	125,3	124,9	124,4	124	121,3	120,2	120
Tasa de Paro	6,6	6,2	6,0	6,5	6,4	6,0	6,5	6,4	6,0
IPC	7,5	6,5	6,0	4,5	4,2	3,0	3	2,5	1,8
PIB / PIB 2019		100,2			102			102,9	

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

Perspectiva sobre Portugal

Escenario Central

Contexto Macro

Portugal sigue una trayectoria de recuperación. Un fuerte crecimiento en el 1T 2022, tras un 2021 marcado por restricciones CV-19, nos hace revisar alza las estimaciones de crecimiento económico hasta +4,5% (vs +3,6% anterior), mientras revisamos al alza las previsiones de inflación.

El mercado laboral sigue mejorando y se encuentra en mínimos históricos.

Factores directores

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

Consecuencias prácticas

La economía seguirá su recuperación, pero a un ritmo moderado. La inflación nos hace cuestionar el ritmo de crecimiento y mantener estimaciones más conservadoras.

Estrategia de Inversión 3T 2022

3. Ideas de inversión: Asignación de activos

Nos encontramos ante un escenario de menor **crecimiento**, provocado por la reducción del comercio, mayor presión fiscal y un nivel de endeudamiento de los países aún más elevado. Por el lado de la **inflación**, estamos viendo niveles no registrados desde hace cuatro décadas. A la inflación de oferta actual (materias primas y disrupciones en las cadenas de suministro) se une progresivamente la inflación de segunda ronda (salarios). Los **fundamentales de las compañías** hasta el momento se han mantenido positivos (cifras del 1T'22), pero de cara a la temporada de resultados del segundo trimestre la perspectiva es que ésta será mucho más moderada.

Con esta combinación de macro débil (crecimientos a la baja e inflaciones al alza), revisiones de beneficios empresariales a la baja y subidas de tipos de interés **nuestra estrategia de inversión se centra en la prudencia y reiteramos el rango de exposición del 0% para los perfiles más conservadores y 40% para los más agresivos**. Desde el punto de vista geográfico, creemos que el nivel de vuelta del apetito inversor a los mercados lo marcará EE.UU. ya que continúa siendo el principal mercado del mundo y es una referencia clave a la hora de testar el sentimiento inversor. En cuanto a **exposición sectorial** a bolsas, **seguimos manteniéndola muy concentrada en pocos sectores (defensivos en el actual entorno) como Materias Primas, Infraestructuras, Banca española y Defensa**.

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: -12,7% para el S&P500, -6,0% para el Eurostoxx50, -0,5% para el Ibex-35, +3,8% para el Nikkei-225 y -3,7% para el PSI-20 a diciembre de 2022**.

El entorno de **inflación y crecimiento** continúa su deterioro progresivo a lo largo del 2T22 y tanto organismos internacionales (OCDE, FMI, CE) como bancos centrales (Fed, BCE, BoE, BoJ) siguen revisando sus proyecciones a la baja. De momento ninguno de ellos proyecta una temida recesión económica en sus estimaciones, aunque tampoco consideran que sea una opción descartable en los próximos trimestres. Además, todo esto se produce en un **contexto geoestratégico** en el que el conflicto Rusia-Ucrania corre el riesgo de enquistarse y prolongarse en el tiempo (no habrá desenlace rápido) y el cual ya ha provocado el aislamiento casi total de Rusia como economía con el consiguiente impacto en las cadenas de suministro y en costes de las materias primas.

Por otro lado, la práctica totalidad de los **bancos centrales** relevantes proyectan un escenario de **subidas de tipos de interés** (con mayor o menor agresividad) en los próximos meses con el objetivo de atajar la inflación y aún a riesgo de provocar un freno en el crecimiento económico todavía mayor del que ya estamos viviendo. Esta situación ha llevado a un repunte generalizado en las TIRes de los bonos a 10A que ha sido especialmente significativo en el caso del T-Note y en el de algunos países periféricos de la UEM como Italia.

*Perspectivas se deterioran:
Crecimiento a la baja e
inflación al alza.*

*Repunte generalizado en las
TIRes de los bonos a 10A*

ECONOMÍA

A nivel económico, por tanto, estamos ante un **escenario de menor crecimiento**, provocado por la reducción del comercio (sanciones, autoprotección, nuevas reglas comerciales entre bloques y mayor gasto en defensa), mayor presión fiscal y un nivel de endeudamiento de los países aún más elevado.

Por el lado de la **inflación**, estamos viendo niveles no registrados desde hace cuatro décadas (30% del IPC en Europa es energía). A la inflación de oferta actual (materias primas y disrupciones en las cadenas de suministro) se une progresivamente la inflación de segunda ronda (salarios). Nuestro escenario central es de **inflación alta (cercana a doble dígito)** que podría

Estrategia de Inversión 3T 2022

hacer "pico" en algún momento de la segunda mitad de 2022 y que no se normalizaría hasta el 2023 (entendiendo por normalizado un rango entre el 3% y el 4% para final del año en Europa y en EE.UU.).

MERCADOS

La alta volatilidad y la percepción de riesgo elevada siguen siendo las notas dominantes. Así lo reflejan hoy por hoy todos los indicadores considerados "termómetros del miedo" como los ratios VIX de volatilidad, el ratio Put/Call o la cotización de los nuevos activos de riesgo por excelencia: las criptodivisas, que han vivido un desplome sin precedentes en los últimos meses.

Los fundamentales de las compañías hasta el momento se han mantenido positivos (cifras del 1T'22), pero de cara a la temporada de resultados del segundo trimestre la perspectiva es que ésta será mucho más moderada. Las cifras se verán afectadas no solo por el freno en el crecimiento del PIB sino por los mayores costes de suministros y salariales (con especial impacto en sectores que no tengan capacidad de trasladarlos a sus clientes o que se encuentren con interrupciones de suministros necesarios para sus procesos de fabricación). En nuestra opinión, existe una alta probabilidad de que se produzcan revisiones a la baja de los crecimientos de los beneficios empresariales para este ejercicio. El consenso de mercado espera para S&P-500 y ES-50 un rango de crecimiento del BPA para 2022 entre 8% y 20% y desde nuestro punto de vista no es descartable que estos niveles se vean progresivamente reducidos a lo largo del ejercicio.

Finalmente, los tipos de interés a largo plazo, aspecto fundamental para las valoraciones de bolsa, se ven lógicamente afectados por las subidas de tipos de interés y 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.

En 2T 2022 los BPAs se revisan a la baja y esta tendencia se mantendrá para el resto del año.

Utilizamos unos niveles de bono a 10A sensiblemente superiores.

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

Con esta combinación de macro débil (crecimientos a la baja e inflaciones al alza), revisiones de beneficios empresariales a la baja y subidas de tipos de interés nuestra estrategia de inversión se centra en la prudencia. En este escenario, y a pesar de las caídas de las bolsas, creemos que aún no es momento de incrementar la exposición a bolsas y por tanto nos reiteramos en nuestro actual rango de 0% de exposición para los perfiles más conservadores y 40% para los más agresivos.

El mercado se encuentra oficialmente en una situación de *Bear Market* (caídas superiores al -20% desde los máximos anuales) con un grado de incertidumbre que sigue siendo aún elevado en muchos frentes (macro, micro y geopolítico) y no vemos catalizadores en el corto plazo que lleven a modificar esta situación

Mantenemos una exposición conservadora. Aún no vemos catalizadores para aumentarla.

Estrategia de Inversión 3T 2022

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

Desde el punto de vista **geográfico**, creemos que el nivel de vuelta del apetito inversor a los mercados lo marcará EE.UU. ya que continúa siendo el principal mercado del mundo y es una referencia clave a la hora de testar el sentimiento inversor. En cuanto a **exposición sectorial** a bolsas, seguimos manteniéndola muy concentrada en pocos sectores (defensivos en el actual entorno) como Materias Primas, Infraestructuras, Banca española y Defensa.

Exposición a bolsa limitada y muy concentrada en pocos sectores.

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**: -12,7% para el S&P500, -6,0% para el Eurostoxx50, -0,5% para el Ibex-35, +3,8% para el Nikkei-225 y -3,7% para el PSI-20 a diciembre de 2022.

Nuestras valoraciones apuntan a potenciales de revalorización muy ajustados (o incluso negativos) en nuestro escenario central.

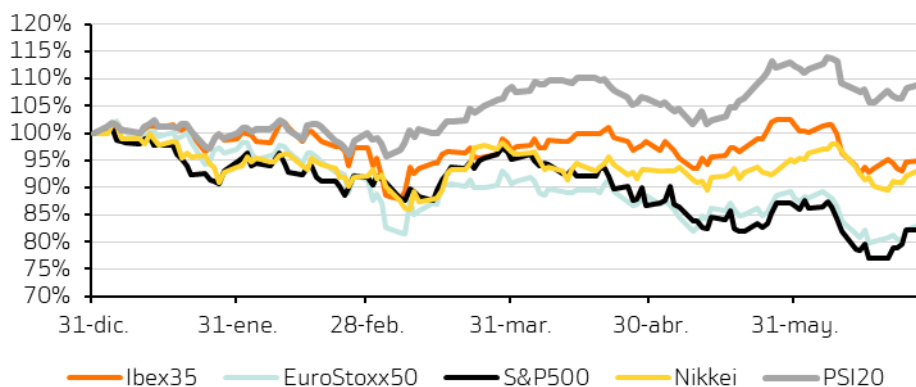
Estrategia de Inversión 3T 2022

VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

El contexto de mercado sigue marcado por una fuerte volatilidad y, lejos de mejorar, empeora en el 2T 2022. Las bolsas presentan de nuevo fuertes caídas en el segundo trimestre del año (S&P-500: -17,9% y ES-50: -17,8%) que se suman a las acumuladas en la primera parte del año.

Nuevas caídas en bolsa en el 2T 2022.

Gráfico 3.1. Evolución Índices principales en 2022

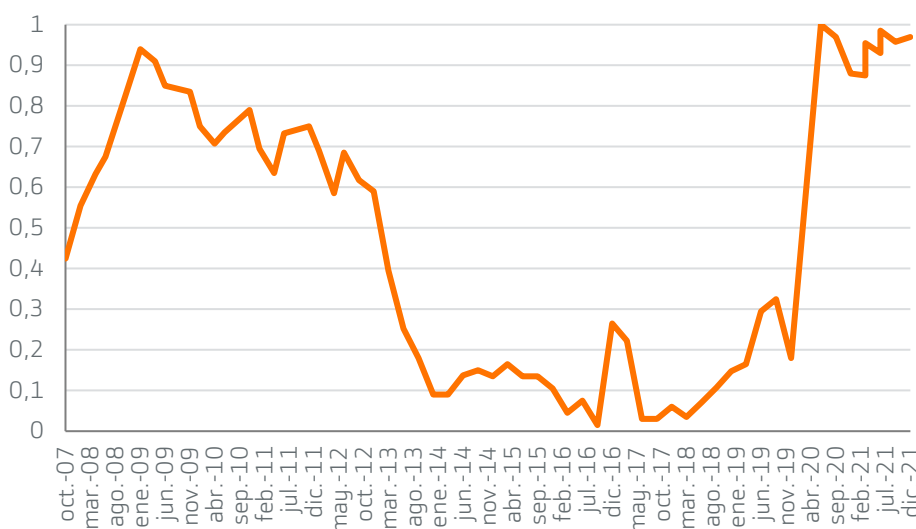


Fuente: Bloomberg

En un contexto como el actual, con elevado grado de incertidumbre, creemos que lo más adecuado es **establecer nuestra valoración bajo unas hipótesis conservadoras** hasta que comencemos a ver una mejora de las condiciones de dicho entorno. La actual incertidumbre en las proyecciones resulta generalizada en todo el mercado, e incluso los propios consejeros de la Fed en la última reunión del FOMC así lo reflejan en su [resumen de proyecciones económicas](#) donde, como puede verse en el siguiente gráfico, establecen en el nivel máximo (dentro del rango 0-1) el grado de incertidumbre en sus proyecciones.

Ajustamos nuestras valoraciones a la baja, La incertidumbre es la nota dominante.

Gráfico 3.2. Índice de incertidumbre previsiones Fed



Fuente: Fed

Estrategia de Inversión 3T 2022

Así pues, ante el entorno actual de mercado, y en base a la mencionada incertidumbre, nos reafirmamos en nuestra cautela y ajustamos a la baja nuestras valoraciones de bolsas para diciembre 2022.

Esta **revisión a la baja de nuestras valoraciones** se apoya en dos argumentos:

(i) **Mantenemos la prudencia de cara al crecimiento de los BPAs en 2022.** Ajustamos el crecimiento de BPAs anticipándonos a una futura revisión a la baja por presión en márgenes y desaceleración de la economía ya que consideramos que el consenso aún no refleja esta situación.

Priorizamos la prudencia y ajustamos nuestras valoraciones a la baja.

(ii) **Notable incremento de la tasa de descuento** debido a un tono más *hawkish*/duro de los Bancos Centrales que desencadena una revisión al alza generalizada de las estimaciones para la TIR de los bonos soberanos a 10A a final de 2022. Las primas de riesgo se mantienen sin cambios.

Nuestro escenario central apunta a potenciales de revalorización muy ajustados (Nikkei +3,8%) e incluso negativos para las principales bolsas (S&P-500 -12,7%; EuroStoxx-50 -6,0%). En caso de cumplirse un escenario optimista, los potenciales se situarían entre -4,1% y +9,6%, mientras que si nos desplazamos a un escenario pesimista estarían entre -20,7% y -2,0%.

Tabla 3.2. Potenciales de bolsas a diciembre 2022

Indice	Actual	Fair Value	Potencial Fair Value vs. Actual	Rango de Entrada*	Bono 10A	WACC	Fair Value		Rango bajo entrada	
							PER 22	PER 23	PER 22	PER 23
S&P-500	3.912	3.414	-12,7%	3.072 - 3.414	4,0%	6,9%	15,8x	14,4x	14,2x	13,0x
Eurostoxx 50	3.533	3.321	-6,0%	2.989 - 3.321	2,5%	8,6%	11,7x	11,3x	10,6x	10,2x
Ibex-35	8.244	8.201	-0,5%	7.381 - 8.201	3,3%	9,1%	12,5x	11,7x	11,2x	10,5x
Nikkei	26.492	27.500	3,8%	24.750 - 27.500	0,3%	5,9%	17,1x	16,0x	15,4x	14,4x
PSI	6.030	5.806	-3,7%	5.225 - 5.806	3,2%	8,8%	13,7x	12,5x	12,3x	11,2x

(*) Para establecer el Rango de entrada, aplicamos un margen de seguridad al Fair Value que va desde el 0% al -10%, en función del perfil de riesgo del cliente.

PERes calculados utilizando niveles de BPA Ajustados.

Establecemos un nivel de **Valoración Objetivo o Fair Value** de las bolsas que **incorpora un conjunto de hipótesis muy conservadoras (escenario estresado)**. En los BPAs aplicamos ajustes a la baja sobre las cifras de consenso y en las hipótesis de primas de riesgo aplicamos un incremento respecto a la media histórica.

Fijamos además unos **Rangos de Entrada** en los diferentes índices, que los establecemos aplicando un **"margen de seguridad" al Fair Value que va desde el 0% al -10%**. Este rango de seguridad en el caso del S&P-500 se establece en 3.072-3.414 y **supone la banda en la que consideramos adecuado empezar a construir cartera** dependiendo del nivel de riesgo del cliente (en la parte alta de la banda para los perfiles más agresivos y en la parte baja para los perfiles más conservadores). **Dentro de esta banda consideramos que los riesgos a la baja del mercado empiezan a ser asumibles**, en tanto que representan unos niveles de múltiplos que consideramos suficientemente conservadores como para que **el binomio "rentabilidad potencial-riesgo asumido" empiece a resultar atractivo**. En estos rangos, la construcción de carteras se produciría en niveles de múltiplos muy aceptables de cara a los próximos años. En el caso del S&P-500 estaríamos empezar a retomar posiciones en la banda de PER'23 14,4x/13,0x vs media histórica de los últimos 20 años de 20x, lo que consideramos un margen de seguridad suficiente.

Establecemos rangos de entrada para los diferentes índices aplicando un margen de seguridad.

Estrategia de Inversión 3T 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.

Ajustamos a la baja el consenso de estimaciones de BPA 2022.

Las tasas de descuento aumentan fruto de la subida de las TIRes de los Bonos a 10A

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 y distintos niveles de bono a 10A en los distintos escenarios. Para S&P-500 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, IBEX-35 y Nikkei-225 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 **3.414 puntos para diciembre de 2022 (anterior 4.533; -25%)**, que implica un retroceso de **-12,7%**. En el escenario central, estimamos un aumento de BPA 2022e de +3,3% 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 4,0% vs 2,5% anterior. Nuestra valoración implica un **PER implícito de 15,75x** sobre el BPA 2022.

S&P-500: 3.414 puntos, en el escenario central

Potencial de -12,7% hasta dic-22.

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **3.753 y 3.102 puntos** respectivamente, que implican retrocesos de -4,1% y -20,7%.

Tabla 3.3. Análisis de sensibilidad S&P 500

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		4,50%	4,25%	4,00%	3,75%	3,50%
BPA vs Consenso	-15%	2.815	2.930	3.054	3.190	3.338
	-10%	2.981	3.102	3.234	3.377	3.534
	-5%	3.147	3.275	3.414	3.565	3.731
	0%	3.312	3.447	3.593	3.753	3.927
	5%	3.478	3.619	3.773	3.940	4.123

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Estrategia de Inversión 3T 2022

EuroStoxx-50: Estimamos un nivel de **3.321 puntos a diciembre 2022 (anterior 3.868; -14%)**, que implica un retroceso de **-6,0%**. Estimamos un aumento de BPA 2022e de +8,4% 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 2,48% vs 0,81% anterior, lo que implica una rentabilidad del Bund de +2,0%. Nuestra estimación supone un **PER 2022E de 11,72x**.

EuroStoxx50: 3.321 puntos, en el escenario central

Potencial de -6,0% hasta dic-22.

En los **escenarios favorable y desfavorable** son **3.617 y 3.042 puntos** respectivamente, lo que implica potenciales/retrocesos de +2,4% y -13,9%.

Tabla 3.4. Análisis de sensibilidad EuroStoxx-50

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		2,98%	2,73%	2,48%	2,23%	1,98%
BPA vs Consenso	-20%	2.780	2.863	2.952	3.046	3.146
	-15%	2.954	3.042	3.136	3.236	3.343
	-10%	3.127	3.221	3.321	3.427	3.540
	-5%	3.301	3.400	3.505	3.617	3.736
	0%	3.475	3.579	3.690	3.807	3.933

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 +16,6% 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 3,3% vs 1,7% anterior. En consecuencia, nuestro escenario central establece un precio objetivo de **8.201 puntos** (anterior 9.664, -15%) **para diciembre de 2022**, que implica un retroceso de **-0,5%**. Este nivel supone un **PER 2022 implícito de 12,49x**.

IBEX35: escenario central 8.201 puntos

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

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **8.771 y 7.649 puntos** respectivamente, lo que implican potenciales/retrocesos de +6,4% y -7,2%.

Tabla 3.5. Análisis de sensibilidad Ibex-35

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,80%	3,55%	3,30%	3,05%	2,80%
BPA vs Consenso	-20%	7.113	7.199	7.290	7.386	7.488
	-15%	7.557	7.649	7.745	7.848	7.956
	-10%	8.002	8.099	8.201	8.309	8.424
	-5%	8.447	8.549	8.656	8.771	8.892
	0%	8.891	8.998	9.112	9.232	9.360

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Estrategia de Inversión 3T 2022

PSI-20: De la misma forma que para el Ibex 35, combinamos el método *Top Down* de PER objetivo y el *Bottom Up* basado en los precios objetivos estimados por el consenso. En el *Top Down*, estimamos un aumento de BPA 2022e de +33,5% 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 3,2% vs 1,6% anterior. En consecuencia, nuestro escenario central establece un precio objetivo de **5.806 puntos (anterior 5.633; +3,1%) para diciembre de 2022**, lo que implica un retroceso de -3,7%. Este nivel supone un PER 2022 implícito de 13,72x.

Los escenarios favorable y desfavorable son 6.189 puntos y 5.434 puntos respectivamente, lo que implican potenciales/retrocesos de +2,6% y -9,9%.

PSI20: 5.806 puntos, en el escenario central.

Potencial de -3,7% hasta dic-22.

Tabla 3.6. Análisis de sensibilidad PSI-20

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,70%	3,45%	3,20%	2,95%	2,70%
BPA vs Consenso	-15%	5.073	5.132	5.195	5.261	5.332
	-10%	5.371	5.434	5.500	5.570	5.645
	-5%	5.670	5.736	5.806	5.880	5.959
	0%	5.968	6.038	6.111	6.189	6.273
	5%	6.267	6.340	6.417	6.499	6.586

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

NIKKEI: Estimamos un precio objetivo de **27.500 puntos a diciembre 2022 (anterior 27.117; +1,4%)**, que implica un potencial de revalorización de +3,8%. Estimamos un retroceso de BPA 2022e de -8,2% tras aplicar un ajuste de -10% 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 mantiene en 0,30%. Nuestra valoración implica un PER 2022 de 17,15x.

Los escenarios favorable y desfavorable son 29.027 y 25.972 puntos respectivamente, lo que implican potenciales/retrocesos de +9,6% y -2,0%.

NIKKEI: 27.500 puntos, en el escenario central.

Potencial de +3,8 % 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	-20%	23.211	23.812	24.444	25.111	25.815
	-15%	24.662	25.300	25.972	26.680	27.429
	-10%	26.113	26.788	27.500	28.250	29.042
	-5%	27.564	28.277	29.027	29.819	30.655
	0%	29.014	29.765	30.555	31.389	32.269

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Estrategia de Inversión 3T 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	3,75%	4,00%	4,25%
2.- Inc. BPA 2022e (1)	+8,7%	+3,3%	-2,2%
Precio Objetivo (2)	3.753	3.414	3.102
Precio Objetivo Anterior (3)		5.266	
Cotización 22/03/2022		3.912	
Potencial (%)	-4,1%	-12,7%	-20,7%
PER Implícito (5)	16,4x	15,8x	15,1x

EUROSTOXX-50	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A (4)	2,23%	2,48%	2,73%
2.- Inc. BPA 2022e (1)	+14,5%	+8,4%	+2,4%
Precio Objetivo (2)	3.617	3.321	3.042
Precio Objetivo Anterior (3)		4.875	
Cotización 22/03/2022		3.533	
Potencial (%)	+2,4%	-6,0%	-13,9%
PER Implícito (5)	12,1x	11,7x	11,4x

NIKKEI	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	0,30%	0,30%	0,30%
2.- Inc. BPA 2022e (1)	-3,1%	-8,2%	-13,3%
Precio Objetivo (2)	29.027	27.500	25.972
Precio Objetivo Anterior (3)		31.875	
Cotización 22/03/2022		26.492	
Potencial (%)	+9,6%	+3,8%	-2,0%
PER Implícito (5)	17,1x	17,1x	17,1x

IBEX-35	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	3,05%	3,30%	3,55%
2.- Inc. BPA 2022e (1)	+23,1%	+16,6%	+10,1%
Precio Objetivo (2)	8.771	8.201	7.649
Precio Objetivo Anterior (3)		9.664	
Cotización 22/03/2022		8.244	
Potencial (%)	+6,4%	-0,5%	-7,2%
PER Implícito (5)	12,7x	12,5x	12,3x

PSI-20	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	2,95%	3,20%	3,45%
2.- Inc. BPA 2022e (1)	+40,5%	+33,5%	+26,4%
Precio Objetivo (2)	6.189	5.806	5.434
Precio Objetivo Anterior (3)		5.865	
Cotización 22/03/2022		6.030	
Potencial (%)	+2,6%	-3,7%	-9,9%
PER Implícito (5)	13,9x	13,7x	13,6x

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

(2) Cálculos con cierre 24 de junio de 2022. Precio objetivo a dic-2022. Calculado según método PER Objetivo.

(3) Cálculos a 22 de marzo de 2022.

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

(5) Per Implícito respecto a BPA 2022 de consenso ajustado según estimaciones Bankinter detalladas en las páginas anteriores.

Estrategia de Inversión 3T 2022

Tabla 3.9. Cifras de consenso de mercado de los beneficios empresariales y PER entre 2012r/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	18,6x	17,1x	15,7x
BPA (\$)	101	107	112	109	109	123	151	152	123	210	228	249
% var	n.d.	+6,0%	+4,8%	-3,4%	+0,4%	+12,9%	+22,5%	+0,9%	-19,0%	+70,5%	+8,7%	+9,0%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾											+1,1%	+0,8%
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	13,5x	11,2x	10,8x
BPA (€)	162	147	166	152	173	222	201	233	124	261	315	327
% var	n.d.	-9,2%	+13,0%	-8,7%	+14,1%	+28,3%	-9,4%	+15,8%	-46,9%	+111,2%	+20,5%	+3,9%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾											+7,3%	+3,8%
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	15,2x	14,9x	13,9x
BPA (JPY)	498	734	879	897	851	1.365	1.357	1.134	876	1.746	1.782	1.904
% var	n.d.	+47,4%	+19,7%	+2,1%	-5,2%	+60,5%	-0,6%	-16,5%	-22,7%	+99,4%	+2,0%	+6,8%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾											+7,0%	+4,0%
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	14,6x	11,3x	10,6x
BPA (€)	378	600	546	476	535	681	697	683	10	563	729	779
% var	n.d.	+58,5%	-8,9%	-12,9%	+12,4%	+27,3%	+2,3%	-1,9%	-98,5%	n.r.	+29,6%	+6,8%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾											+9,0%	+3,1%
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	19,0x	13,5x	12,3x
BPA (€)	152	-322	67	164	183	198	385	308	202	317	445	489
% var	n.d.	n.r.	n.r.	+144,5%	+11,2%	+8,4%	+94,2%	-20,0%	-34,3%	+56,9%	+40,5%	+9,9%
% revisión vs ant. ⁽¹⁾											+17,5%	+10,5%

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

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

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

PER 2012/2021 con cotización media de los índices

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg

Datos a 24/06/2022

Estrategia de Inversión 3T 2022

4. Estrategia en Bonos: "No ha llegado aún el momento de tomar riesgo/duración. Es mejor ser prudentes y comprobar si la estrategia de los bancos centrales funciona."

Los bancos centrales (BCs en adelante) ponen toda la carne en el asador para frenar la Inflación - subidas rápidas y contundentes de tipos & reducción de balances/liquidez -. Parece una decisión acertada, pero es un proceso arduo que conlleva un ajuste a la baja en las valoraciones (-15,0% YTD en el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate). ¿Ha terminado el ajuste? Todavía no: (1) el **QT/quantitative tightening**/reducción de liquidez implica que los BCs empiezan a retirar la red de seguridad tejida desde la crisis financiera de 2008, (2) el **tono hawkish/duro** va para largo, porque la **Inflación** está en máximos históricos y (3) la guerra en **Ucrania** impide que el precio de las materias primas se relaje. El principal objetivo de nuestra estrategia es minimizar daños, por eso insistimos en: (1) mantener el **Riesgo de Duración bajo** (la TIR del índice a 1-3 Años alcanza 2,6% con menos riesgo que los índices a largo plazo (duración ~7,1 años & TIR ~3,1%), (2) **evitar High Yield/baja calidad** crediticia ante el endurecimiento de las condiciones financieras y el previsible deterioro en las **métricas de riesgo** y (3) **priorizar el crédito IG (alta calidad) en EEUU** en detrimento de la UEM - principal damnificado de la invasión rusa de Ucrania -.

Bancos centrales & tipos de interés: Los bancos centrales (BCs en adelante) lo tienen claro. Es el momento de acelerar la normalización/endurecimiento de la **política monetaria** - subidas rápidas y contundentes de tipos & reducción de balances/liquidez - porque: (i) La **Inflación** es ahora el principal riesgo que afrontan la economía y el mercado, (ii) la invasión rusa de **Ucrania**, conlleva un encarecimiento de los costes de producción - y (iii) la **Tasa de Paro** de las principales economías - prioridad en la gestión de la política monetaria durante la pandemia - ronda mínimos históricos y los **Salarios** crecen a ritmos históricamente altos (6,5% en EEUU, +4,2% en UK & +2,7% en la UEM) ¿preludio de efectos de segunda ronda sobre la Inflación?

Los BCs persiguen evitar un escenario de **estanflación** como el vivido en los años 70 tras la guerra del **Yom Kipur** (1973) & y el conflicto Irán-Irak (1979). En aquel entonces, el **shock** en la oferta de petróleo propició una subida de tipos sin precedentes, liderada por Paul **Volcker** (Presidente de la Fed en 1979/1987).

Desde un punto de vista técnico, el cambio de rumbo en la política monetaria parece acertado, pero es un camino difícil de recorrer: (i) La **Inflación** está en máximos históricos (+8,6% en EEUU y +8,1% en la UEM vs 2,0% objetivo), (ii) la **geopolítica** no invita al optimismo - sanciones & embargo de petróleo a Rusia -, (iii) el riesgo de **ejecución** es elevado (revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento global), (iv) el FMI alerta del alto **endeudamiento** global tras el CV19 y (v) encarecer el **coste de financiación**, no resuelve las presiones inflacionistas de **oferta** (escasez de materias primas e interrupciones de suministro). En definitiva, frenar la Inflación es un proceso arduo que viene acompañado por un ajuste a la baja en las valoraciones -.

Visión de Mercado: El **tono hawkish/duro** de los BCs y el riesgo de **estanflación**, provocan el mayor **sell-off** en bonos (subidas de TIR) desde los años 90 (-14,0% YTD en el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate).

¿Ha terminado el ajuste? Todavía no y nuestro razonamiento es el siguiente:

(1) el **QT/quantitative tightening**/reducción de balance/liquidez está en marcha. La Fed reduce el balance - ahora en 8,9 Tr.\$ vs 4,2 Tr.\$ pre-CV19 - a razón de 47.500 M\$/mes desde junio (95.000 M\$ a partir de sept.) y el BCE concluye las compras netas del APP el 1 de julio. La PUT de la Fed tiende a cero porque los BCs abogan por retirar la red de seguridad tejida desde la crisis financiera de 2008 (compras netas de bonos) y ceden el testigo a los

Los bancos centrales ponen toda la carne en el asador (subidas de tipos & reducción de balance) para frenar la Inflación y evitar un escenario de estanflación como el vivido en los años 70/80

Controlar la Inflación es un proceso arduo y el riesgo de ejecución es alto porque el IPC está en máximos históricos, la geopolítica no ayuda y el endeudamiento global es elevado

El tono hawkish/duro de los bancos centrales va para largo y el quantitative tightening/reducción de liquidez está en marcha

Estrategia de Inversión 3T 2022

fundamentales: Deuda/PIB, Déficit cíclico vs estructural, Term-premium/prima de riesgo y probabilidad de impago/default en bonos corporativos,

(2) el tono *hawkish*/duro va para largo, al menos mientras no se aprecie un cambio claro a mejor en los principales índices de precios (PCE & Salarios en EEUU, IPC & Precios de Producción en la UEM, RPI en UK...) y (3) la guerra en **Ucrania** impide que el precio de las materias primas se relaje.

Estrategia de inversión: El binomio **rentabilidad/riesgo** de los bonos no es atractivo todavía – tipos reales negativos, *QT/quantitative tightening* y volatilidad –. El principal objetivo de nuestra estrategia es minimizar daños, por eso insistimos en:

(1) mantener el **Riesgo de Duración bajo** porque: (i) el diferencial entre el tipo de interés a largo plazo (10 A) y el 2A está en niveles históricamente bajos (~4 pb en EEUU y ~60 pb en Alemania), y (ii) la rentabilidad/TIR del índice de referencia a 1-3 Años (Bloomberg Barclays Global Aggregate) supera ampliamente los niveles pre-CV19 (TIR~2,6%) con menos riesgo que los índices a largo plazo (duración ~7,1 años & TIR ~3,1%),

(2) **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 & cash Flow – y

(3) **priorizar el crédito IG (alta calidad) en EEUU** en detrimento de la UEM – principal damnificado de la invasión rusa de Ucrania –.

Crédito IG/alta calidad: Los bonos corporativos/crédito, no son inmunes a el deterioro macro ¿deflación/recesión? y/o la política monetaria - tipos al alza & reducción de balance/liquidez -, de ahí el aumento en los diferenciales vivido en 2022, pero:

(1) los **fundamentales** todavía son sólidos (Ventas & BNA al alza y deuda/ebitda a la baja), (2) los **diferenciales** de crédito IG/spreads en EEUU son atractivos (>160 pb) porque anticipan una tasa de impago/default superior a la media histórica y (3) las **valoraciones** son atractivas en términos relativos (vs Europa) vs bonos del Tesoro & MBS/titulizaciones hipotecarias (principales perjudicados por el *quantitative tightening*/reducción de balance de la Fed).

Nuestros sectores favoritos: (1) **bancos** – principales beneficiados del aumento en los tipos de interés – las ratios de capital superan holgadamente las exigencias regulatorias y no forman parte del APP del BCE - y (2) **defensivos** con flujos de caja estables como las *utilities*, salud e infraestructuras.

El principal objetivo de nuestra estrategia de inversión es minimizar daños porque el viento sopla en contra de los bonos

Insistimos en mantener el riesgo de duración bajo, evitar HY (baja calidad crediticia) y priorizar el crédito IG americano

Los bonos corporativos no son inmunes al deterioro macro y/o la política monetaria, pero los fundamentales son sólidos y las valoraciones atractivas

Bancos y sectores defensivos como utilities, salud e infraestructuras son nuestros sectores favoritos

5.- Temática Trimestral: ¿Tiene sentido aplicar la regla de Taylor en 2022?

Conclusión: Entendemos la regla de Taylor como un indicador "teórico" sobre la dirección que deberían seguir los tipos de interés en circunstancias normales, nada más. La regla es intuitiva y sencilla aplicar (eso es bueno), pero: (i) Lleva demasiados años **alejada de la realidad**. Los tipos teóricos aplicando la regla de Taylor, se alejan de manera significativa de los tipos de mercado desde los años 90, (ii) la fórmula no captura aspectos decisivos para la política monetaria como la **liquidez**, la **estabilidad financiera** (reservas/capital de la banca comercial) y la gestión del **balance** de los bancos centrales (QE/Quantitative Easing/expansión monetaria y/o QT/Quantitative Tightening/endurecimiento monetario) y (iii) la **globalización** (eficiencia en la asignación de recursos), la **tecnología** (productividad) y el **envejecimiento poblacional** (potencial de crecimiento bajo) conllevan una alteración en las hipótesis originales de la regla de Taylor - tipo de interés de equilibrio/neutral rate, perspectivas de Inflación & potencial de crecimiento a largo plazo -.

Antecedentes: El economista de Stanford John Taylor introdujo en 1993 la conocida como regla de Taylor. [Link al documento](#). Es una ecuación sencilla que relaciona los tipos de interés de referencia en EEUU (*Fed Funds*) con las variables macro más importantes en política monetaria (Inflación & Crecimiento).

La fórmula original de Taylor: $r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2$

Donde: r = tipo de interés (*Fed Funds*); p = la Inflación media los últimos 4 trimestres; y = desviación del PIB real respecto al PIB potencial, siendo el PIB potencial/objetivo aquel que se alcanza cuando hay pleno empleo. Bajo esta premisa, la variable "y" se interpreta como el exceso (déficit) de crecimiento actual en relación al PIB potencial (*output gap*).

La variable $y = 100(Y - Y^*)/Y^*$; Y = PIB real; Y^* = PIB potencial (2,2% en 1984/1993)

¿Cómo se interpreta? La regla de Taylor establece que el FOMC (*Federal Open Market Committee*) debe subir los tipos/Fed Funds en 0,5% (50 pb) en las siguientes circunstancias: (i) por cada 1,0% que la Inflación supere el objetivo de la Fed (~2,0%) y/o (ii) por cada 1,0% que el PIB supere el potencial de crecimiento.

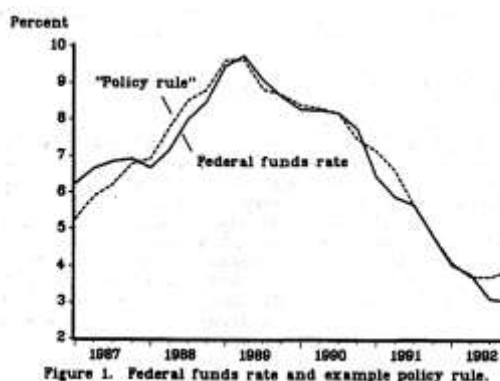
La regla de oro establece que cuando la Inflación alcanza el objetivo y el PIB su potencial (*Output Gap*=0), el tipo de interés real de equilibrio es igual al 2,0% (4,0% nominal) – equivalente a la media histórica del período de análisis 1984/1993 -.

¿Qué inconvenientes tiene?

Es una regla sencilla que describe bien la relación entre la economía y los tipos de interés en los años 80 (ver gráfico), pero **la simplicidad tiene un coste**.

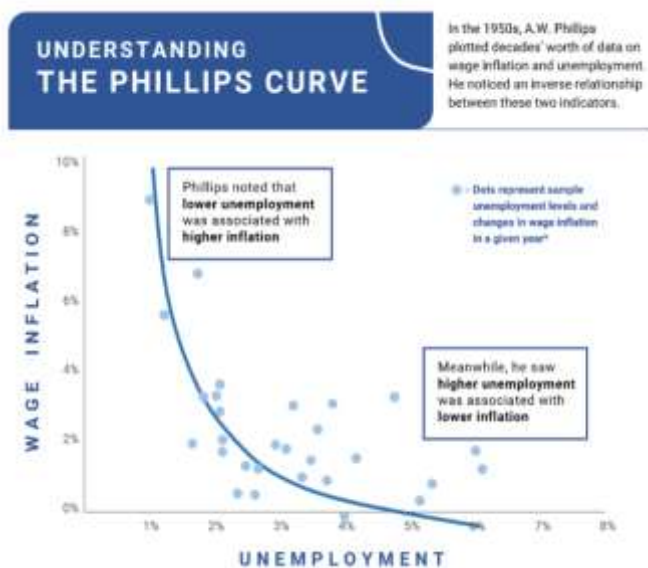
Es difícil capturar en una ecuación todas las variables que influyen en las decisiones de política monetaria, máxime si tenemos en cuenta los cambios acaecidos desde los 80 en el modelo productivo.

La **globalización** (eficiencia en la asignación de recursos), la **tecnología** (productividad) y el **envejecimiento poblacional** (potencial de crecimiento bajo) conllevan una alteración en las hipótesis originales de la regla de Taylor - tipo de interés de equilibrio/neutral rate, perspectivas de Inflación & potencial de crecimiento a largo plazo -.



Fuente: Profesor Taylor 1993.

Sirva como ejemplo, la evolución de la **curva de Phillips**. El economista A.W Phillips publicó en 1958 un estudio que reflejaba una **relación inversa entre la Tasa de Paro y los Salarios** en el Reino Unido entre 1861 y 1913. La idea que subyace en la curva de Phillips es bastante intuitiva. Una Tasa de Paro baja es sinónimo de presiones salariales (escasez de trabajadores) y conlleva un incremento de la Inflación porque las empresas reaccionan aumentando los precios de venta. En definitiva, una Tasa de Paro baja se asocia con una Inflación alta y al revés.

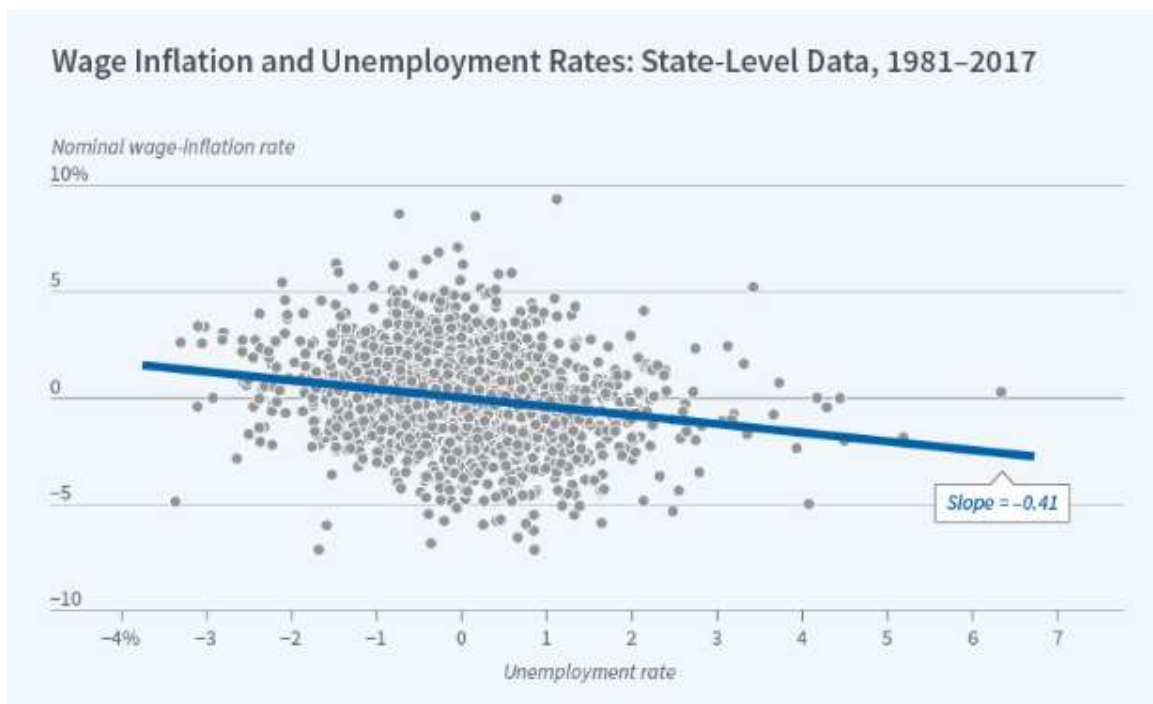


Phelps & Friedman argumentaron que una política orientada a reducir el desempleo por debajo de cierto nivel (¿óptimo?) a costa de aumentar la Inflación provoca un cambio en las perspectivas de Inflación que modifica la curva de Phillips. Es el nacimiento de la **"tasa natural de desempleo"**, rebautizada por Modigliani (1975) como NIRU (*Non-Inflationary Rate of Unemployment*) y ahora conocida como **NAIRU** (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), o aquella tasa de Paro que no provoca un incremento adicional en el nivel de precios.

En 2019, la NBER (*National Bureau of Economic Research*) aplicó la curva de Phillips a la economía americana entre 1981 y 2017. ¿Conclusión? La curva original con pendiente negativa se ha convertido en una **curva prácticamente plana**.

Fuente: Reserva Federal de San Luis

El estudio de la NBER estima que una caída del 1,0% en la Tasa de Paro se traduce en un aumento de apenas 0,15% en la Tasa de Inflación ¿tecnología & productividad?

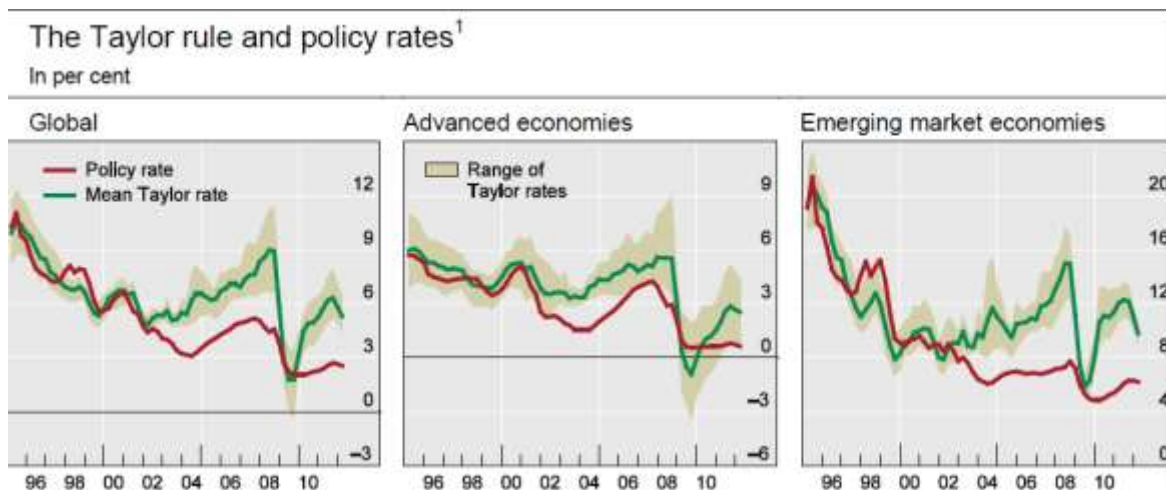


Fuente: NBER

El profesor Taylor es consciente de las dificultades y reconoce que las decisiones de política monetaria no se adoptan de manera mecánica (aplicando una fórmula), porque hay **limitaciones** técnicas (disponibilidad/frecuencia de datos) y de **interpretación**. Taylor destaca dos limitaciones que hoy en día siguen de actualidad. (1) Determinar si el aumento en los precios es **transitorio o permanente**, requiere de un análisis más amplio - evolución de los precios de producción, costes salariales & perspectivas de Inflación implícitas en el mercado - (2) determinar el potencial de crecimiento conlleva hacer predicciones sobre la Productividad, la Tasa de Participación laboral y el Paro estructural.

Estrategia de Inversión 3T 2022

¿Funciona la regla de Taylor después de los 80? Según el BIS, existe una gran divergencia entre los tipos teóricos/calculados conforme a la regla de Taylor y los tipos reales, en las economías desarrolladas y en los emergentes (ver gráfico siguiente).



Fuente: BIS

La regla de Taylor modificada

Con el propósito de eliminar restricciones técnicas y capturar el cambio de modelo vivido desde los 80, la regla de Taylor ha experimentado varios ajustes (regla de Taylor modificada). Como referencia, Bernanke (Presidente de la Fed en 2006/ 2014) aboga por: (1) utilizar el indicador de precios favorito de la Fed - el Core PCE (*Personal Consumption Expenditure* excluyendo alimentación y energía) - en lugar del Deflactor del PIB propuesto por Taylor y (2) recalibrar los coeficientes aplicados a la Inflación y el Crecimiento. La regla original, asume que los tipos de interés deben reaccionar de igual manera a los cambios en los y y el crecimiento (coeficiente de 0,5 en ambos).

Figure 2: Predictions of a Modified Taylor Rule



Fuente: Ben Bernanke, Brookings

Bernanke y Yellen (Presidenta de la Fed en 2014/2018) consideran apropiado aplicar un coeficiente de 1,0 al Output Gap. Dicho de otra manera, la Fed puede estar ¿temporalmente? más interesada por impulsar el crecimiento y menos preocupada por la Inflación ¿discrecionalidad? Por supuesto.

¿Qué nivel de tipos debería tener la economía americana conforme a la regla de Taylor?

Fórmula original: $r(\text{Fed Funds}) = p + 0,5 y + 0,5 (p - 2) + 2$

Donde: r = tipo de interés (*Fed Funds*); p = la Inflación; y = desviación del PIB real respecto al PIB potencial.
 $y = 100 (Y - Y^*) / Y^*$; Y = PIB real; Y^* = PIB potencial

Regla de Taylor modificada (sin ajustar coeficientes):

Siendo: p = PCE Core (4,91% en abril);

Y = Crecimiento del PIB en 1T 2022 (-1,5% en t/t anualizada);

Y^* = Potencial del PIB: rango 1,6%/2,2%. [Link al documento con las previsiones de la Fed.](#)

Estrategia de Inversión 3T 2022

$$Y(1) = (-1,5 - 2,2) / 2,2 = -1,68$$

$$Y(2) = (-1,5 - 1,6) / 1,6 = -1,94$$

$$r(1)/Fed Funds = 4,91 + 0,5 * (-1,68) + 0,5 * (4,91 - 2,00) + 2,0 = 7,52\%$$

$$r(2)/Fed Funds = 4,91 + 0,5 * (-1,94) + 0,5 * (4,91 - 2,00) + 2,0 = 7,40\%$$

Regla de Taylor modificada con ajuste en coeficientes

$$r(\text{Fed Funds}) = p + 1,0 y + 0,5 * (p - 2) + 2$$

$$r(1)/Fed Funds = 4,91 + 1,0 * (-1,68) + 0,5 * (4,91 - 2,00) + 2,0 = 6,68\%$$

$$r(2)/Fed Funds = 4,91 + 1,0 * (-1,94) + 0,5 * (4,91 - 2,00) + 2,0 = 6,43\%$$

Los tipos de interés de referencia (*Fed Funds*) se sitúan en el rango **1,50%/1,75%**, pero el diagrama de puntos que refleja la opinión de los miembros de la Fed apunta hacia un rango de **3,25%/3,50% en 2022** y **3,75%/4,00% en 2023**. Es un endurecimiento sustancial de las condiciones de financiación porque:

(1) hay que remontarse a **2008** para ver los *Fed Funds* > 3,0% y (2) viene acompañado por la reducción de **balance/liquidez**. Las perspectivas del mercado implícitas en el mercado de futuros apuntan hacia un nivel de tipos similar al diagrama de puntos. Ambas predicciones distan notablemente sobre el tipo teórico obtenido aplicando la regla de Tylor (rango 6,43%/7,52%)

¿Qué sucede? (1) la regla de Taylor continúa alejada de la realidad y (2) la fórmula teórica da por sentado que el *output gap* es conocido, cuando sólo tenemos una estimación, y que el tipo de interés de equilibrio es el 2,0% real (4,0% nominal), pero las últimas predicciones de la Fed apuntan hacia un rango de 2,0/3,0% (nominal).

Estrategia de Inversión 3T 2022

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

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

España, cifras clave (%)	2019	2020	2021	2022e			2023e			2024e		
				Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	2,1	-10,8	5,1	2,6	4,0	4,9	1,7	2,6	3,5	1,7	2,0	2,3
Consumo Privado	1,0	-12,0	4,6	1,5	1,9	2,3	1,0	1,7	2,5	2,0	2,3	2,8
Gasto Público	2,0	3,3	3,1	-0,3	0,0	0,4	-0,4	0,1	0,6	-0,2	0,1	0,3
Formación Bruta Capital Fijo	4,6	-9,6	4,3	5,9	8,9	10,6	3,3	4,9	6,0	2,2	2,9	2,7
Demanda interna (aportación)	1,6	-8,6	4,6	2,0	2,9	3,5	1,2	2,0	2,8	1,6	1,9	2,3
Sector Exterior (aportación)	0,5	-2,2	0,5	0,7	0,9	1,4	0,5	0,6	0,7	0,0	0,0	0,0
Déficit Público/PIB*	-2,9	-11,0	-6,9	-7,0	-5,5	-4,0	-5,0	-4,0	-3,0	-4,5	-3,5	-2,5
Deuda/PIB*	95,5	120,0	118,4	119,5	116,6	114,0	120,0	115,2	110,8	120,5	114,7	108,9
Tasa de paro (EPA)*	13,8	16,1	13,3	14,1	13,4	12,9	14,3	13,0	12,4	14,4	13,3	11,6
IPC*	0,8	-0,5	6,5	5,7	5,0	4,5	4,3	3,3	3,2	3,2	2,0	2,1
IPC (medio)	0,7	-0,3	3,1		7,4			3,3			2,3	

*Datos a final de ejercicio.

Fuente: datos INE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 3T 2022

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

Portugal, cifras clave (%)	2022e			2023e			2024e		
	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (YoY)	2,8	4,5	5,0	1,6	1,8	2,1	1,4	2,3	2,5
Déficit Público / PIB	-4,0	-3,4	-3,4	-3,5	-2,9	-2,5	-3,0	-2,0	-1,5
Deuda Pública / PIB	127,9	125,9	125,3	124,9	124,4	124	121,3	120,2	120
Tasa de Paro	6,6	6,2	6,0	6,5	6,4	6,0	6,5	6,4	6,0
IPC	7,5	6,5	6,0	4,5	4,2	3,0	3	2,5	1,8
PIB / PIB 2019		100,2			102			102,9	

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

Estrategia de Inversión 3T 2022

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

(Link directo al documento disponible pulsando sobre cada imagen)

Carteras Modelo de Fondos

TOP Selección Fondos

Carteras Modelo Inversión Sostenible

Carteras Popcoin

Carteras Capital Advisor



Una idea Bankinter



Selección Estabilidad

Carteras Modelo de Acciones Españolas



Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo de Acciones USA

Análisis y Mercados **bankinter.**

Top USA selección viernes, 6 de septiembre de 2019

Valores Propuestos Evolución Cartera (del 31-Jul-19 al 30-Ago-19)

Valores Propuestos	Cartera Análisis	Re. Inicial	Dividendo	Re. Final	Variación
Apple	Apple	710,32	0,00	711,23	1,61%
Wal-Mart	Walmart	110,40	0,00	110,38	-0,01%
Weg	Weg	39,30	0,00	42,19	4,28%
MasterCard	MasterCard	366,58	0,00	373,27	2,80%
Microsoft	Microsoft	133,86	0,00	136,23	1,72%
Alibab	Alibab	94,10	0,00	97,01	3,52%
Facebook	Facebook	103,00	0,00	104,32	0,84%
Hilme Depot	Hilme Depot	207,97	0,00	212,03	2,75%
Procter & Gamble	Procter & Gamble	319,85	0,00	326,04	7,65%
Coca-Cola	Coca-Cola	51,22	0,00	52,93	3,34%
Wile	Wile	173,25	0,00	179,09	2,50%
Tarjet	Tarjet	82,81	0,00	88,40	0,28%
McDonald's	McDonald's	207,65	0,00	210,72	1,47%
Campbell Soup	Campbell Soup	90,30	0,00	92,293	-12,07%
Walt Disney	Walt Disney	139,56	0,00	143,31	3,06%
Intuitive Surgical	Intuitive Surgical	54,72	0,00	55,40	1,69%
Amazon	Amazon	1893,03	0,00	2066,78	-1,62%
Google	Google	1982,89	0,00	2128,09	12,50%
Apple	Apple	197,82	0,00	211,04	7,84%
Colgate Palmolive Co.	Colgate Palmolive Co.	73,87	0,00	73,78	0,10%

Carteras Modelo de Acciones Dividendo

Análisis y Mercados **bankinter.**

Cartera Acciones Dividendo: Actualización Extraordinaria viernes, 6 de julio de 2019

3 - Detalle de la evolución

La tabla siguiente ofrece con mayor detalle la evolución de la Cartera desde el 14 de junio de 2019 hasta el 6 de julio de 2019, así como los principales datos de las compañías que la integran.

Símbolo	Fecha	Código	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo	Dividendo
Amgen	14/06/2019	AMGN	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Amgen	14/06/2019	AMGN	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Amgen	14/06/2019	AMGN	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Amgen	14/06/2019	AMGN	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

Estrategia de Inversión 3T 2022

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

Compañías del Ibex-35

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	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 2022e	2023e	Recomend.	P. Objetivo
									2021e	2022e	Var.%	2023e	Var.%											
Ibex-35	8.242,6	-0,5	-6,9	-5,4	549.210	Negativo	10,9 x	11,0 x	57.232	50.210	n/r	50.102	n/r	3,5%	11,5%	16,1%	16,4%	16,7x	1,6 x	3,9 x	2,5 x	2,1 x		
Acciona Energía	35,86	+1,4	-1,4	+10,1	11.807	29,6 x	16,7 x	21,2 x	362	707	95%	556	-21%	1,8%	7,4%	12,9%	9,5%	9,4x	0,4 x	32,6 x	2,2 x	2,0 x	Comprar	40,40
ACS	23,47	-4,2	-11,1	-0,4	6.775	10,2 x	8,9 x	8,5 x	701	764	9%	799	5%	7,4%	18,0%	16,8%	16,6%	4,4x	0,4 x	2,1 x	1,6 x	1,5 x	Comprar	30,70
Acerinox	9,82	-3,9	-18,6	-13,8	2.656	5,4 x	3,5 x	6,8 x	572	767	34%	393	-49%	5,1%	10,0%	27,6%	12,9%	2,0x	0,3 x	1,4 x	0,9 x	0,8 x	Comprar	13,30
AENA	130,70	-6,0	-8,1	-5,8	19.605	Negativo	n/r	24,9 x	-60	390	n/r	787	102%	1,6%	22,1%	6,0%	11,3%	19,2x	1,2 x	3,7 x	3,0 x	2,8 x	Neutral	145,00
Amadeus	53,38	-0,7	-7,7	-10,5	24.048	-610,6 x	33,9 x	22,4 x	-44	710	1514%	1.073	51%	0,9%	33,3%	16,9%	22,6%	15,7x	1,0 x	8,2 x	5,7 x	5,1 x	Comprar	70,00
Acciona	175,90	-1,6	-2,0	+4,6	9.649	27,8 x	17,4 x	21,3 x	332	555	67%	452	-19%	2,4%	9,1%	12,0%	9,3%	8,2x	1,0 x	1,5 x	2,1 x	2,0 x	Comprar	200,00
BBVA	4,41	+2,0	-13,1	-15,9	28.191	7,5 x	5,7 x	5,5 x	4.652	4.946	6%	5.098	3%	4,5%	9,1%	11,6%	11,9%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Neutral	6,90
Bankinter	5,82	-2,6	-1,6	+29,1	5.233	3,0 x	11,8 x	9,5 x	1.333	445	-67%	550	24%	3,4%	14,5%	9,2%	11,0%	n.a.	n.a.	0,9 x	1,0 x	1,0 x	Restringido	
CaixaBank	3,41	-3,4	+1,3	+41,3	27.503	3,7 x	10,8 x	10,2 x	5.226	2.554	-51%	2.705	6%	4,5%	10,2%	10,4%	10,8%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,8 x	0,7 x	Comprar	3,60
Cellnex	38,90	+2,3	-7,4	-24,0	26.426	Negativo	Negativo	Negativo	-350	-299	n/r	-121	n/r	0,1%	0,2%	Negativo	Negativo	15,0x	0,8 x	5,1 x	2,0 x	2,0 x	Comprar	52,67
Colonial	6,59	+1,0	-13,9	-20,2	3.553	63,6 x	23,7 x	20,0 x	70	150	114%	178	18%	3,6%	2,2%	2,5%	2,9%	34,0x	0,8 x	0,9 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	8,81
Endesa	18,84	-2,5	-8,7	-6,8	19.942	14,9 x	11,3 x	10,4 x	1.435	1.771	23%	1.924	9%	6,4%	15,6%	30,1%	30,5%	7,2x	1,6 x	2,9 x	3,4 x	3,2 x	Comprar	22,60
Enagas	21,04	-1,6	-1,3	+3,1	5.512	13,2 x	12,8 x	14,4 x	404	430	6%	383	-11%	8,2%	15,2%	14,0%	12,7%	11,1x	1,3 x	1,9 x	1,8 x	1,8 x	Neutral	21,50
Ferrovial	24,12	+3,3	+0,5	-12,5	17.790	n/r	106,7 x	55,6 x	1.197	167	-86%	320	92%	2,9%	6,5%	3,3%	6,5%	33,8x	0,9 x	3,1 x	3,5 x	3,6 x	Comprar	28,50
Fluidra	22,82	+8,8	-7,4	-35,2	4.464	30,6 x	16,4 x	14,8 x	225	272	21%	302	11%	2,4%	7,8%	15,2%	15,5%	9,2x	0,6 x	2,7 x	2,5 x	2,3 x	Comprar	30,50
Grifols	19,16	+3,5	-2,2	+13,5	22.406	53,8 x	55,0 x	42,4 x	183	408	123%	529	30%	0,0%	12,1%	6,3%	7,5%	23,0x	1,1 x	3,6 x	2,0 x	1,9 x	Neutral	17,00
IAG	1,34	-4,7	-11,1	-21,2	6.666	-2,8 x	12,2 x	4,2 x	-2.980	545	n/r	1.604	n/r	0,0%	31,5%	60,2%	63,9%	5,5x	8,7 x	4,0 x	6,7 x	2,7 x	Neutral	2,00
Iberdrola	9,92	-0,9	-10,0	-4,6	63.874	17,1 x	15,6 x	15,1 x	3.885	4.096	5%	4.232	3%	4,6%	9,0%	9,8%	9,9%	8,4x	1,0 x	1,5 x	1,5 x	1,5 x	Comprar	12,10
Indra	8,86	-15,7	-12,7	-7,0	1.564	13,0 x	10,0 x	8,8 x	129	156	21%	178	14%	1,8%	17,2%	17,0%	16,9%	5,3x	0,6 x	2,3 x	1,7 x	1,5 x	Comprar	11,90
Inditex	21,82	-0,8	-2,5	-23,5	68.005	27,4 x	18,4 x	17,7 x	3.242	3.703	14%	3.837	4%	4,1%	20,6%	22,2%	22,1%	7,9x	Caja Neta	5,9 x	4,1 x	3,8 x	Comprar	26,50
Mapfre	1,66	-2,5	-3,9	-8,1	5.112	7,3 x	7,4 x	6,7 x	765	692	-10%	758	10%	8,7%	7,3%	7,9%	8,4%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	2,08
Meliá	6,61	-4,6	-11,1	+10,1	1.457	Negativo	n/r	16,9 x	-193	16	n/r	86	n/r	0,0%	9,3%	5,1%	21,2%	7,9x	4,2 x	2,3 x	4,6 x	3,6 x	Comprar	7,76
Merlin Properties	9,65	-0,7	-8,4	+3,1	4.531	21,9 x	18,9 x	19,0 x	205	240	17%	238	-1%	11,1%	3,2%	3,4%	3,5%	23,6x	0,8 x	0,8 x	0,6 x	0,7 x	Neutral	10,70
ArcelorMittal(3)	23,10	-5,9	-23,0	-18,6	20.273	1,9 x	2,0 x	3,9 x	14.956	10.074	n/r	5.488	-46%	1,6%	10,4%	19,1%	9,3%	1,5x	0,1 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	Comprar	33,60
Naturgy	27,14	-1,7	-3,6	-5,2	26.315	22,9 x	19,7 x	20,1 x	1.214	1.335	10%	1.310	-2%	4,4%	10,0%	21,9%	20,8%	9,6x	2,2 x	2,5 x	4,3 x	4,2 x	Vender	28,10
PharmaMar	67,32	+7,1	-6,9	+18,1	1.236	11,3 x	16,5 x	8,1 x	93	75	-19%	153	104%	1,0%	Negativo	31,1%	40,2%	12,5x	Caja Neta	23,9 x	5,1 x	3,2 x	Neutral	75,00
Red Eléctrica	18,38	-1,9	-4,7	-3,4	9.942	15,4 x	14,6 x	15,2 x	669	679	1%	655	-4%	5,4%	20,0%	18,3%	16,7%	10,4x	1,7 x	2,9 x	2,7 x	2,5 x	Neutral	19,20
Repsol	13,81	-1,3	-7,9	+32,3	20.050	6,4 x	7,4 x	7,4 x	2.499	2.708	8%	2.722	1%	4,9%	-1,1%	11,4%	10,6%	3,3x	0,3 x	0,7 x	0,9 x	0,8 x	Comprar	18,20
Rovi	61,00	+6,9	-2,2	-17,3	3.420	27,0 x	20,6 x	16,9 x	153	166	8%	203	22%	1,7%	15,2%	41,0%	36,9%	15,4x	Caja neta	5,2 x	8,5 x	6,2 x	Comprar	71,20
Sabadell	0,79	-6,3	-5,7	+32,7	4.419	6,3 x	6,9 x	6,0 x	530	638	n/r	742	16%	1,9%	5,3%	6,2%	7,1%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Comprar	1,00
SACYR	2,43	+0,5	-8,2	+6,2	1.556	10,1 x	9,5 x	8,4 x	143	163	14%	186	14%	4,1%	1,7%	12,4%	12,9%	9,0x	5,2 x	1,0 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	3,41
Santander	2,77	-0,8	-8,1	-5,8	47.322	6,3 x	5,4 x	5,2 x	8.124	8.689	7%	9.019	4%	6,5%	7,1%	11,9%	12,3%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,4 x	0,4 x	Comprar	4,00
Siemens Gamesa (4)	17,93	+0,4	-0,2	-14,9	12.209	-22,9 x	-21,2 x	48,1 x	-626	-577	n/r	254	-144%	0,0%	1,8%	Negativo	6,4%	145,9x	0,5 x	2,4 x	3,1 x	3,0 x	Vender	18,05
Solaria	20,98	+0,8	-3,2	+22,5	2.621	44,5 x	24,3 x	10,7 x	48	108	125%	244	126%	0,0%	17,0%	30,4%	40,7%	20,0x	2,2 x	6,5 x	7,4 x	4,4 x	Neutral	19,50
Telefónica	4,73	+4,4	-6,5	+22,9	27.334	2,7 x	13,9 x	12,1 x	8.137	1.968	-76%	2.266	15%	6,3%	11,3%	7,1%	7,7%	5,2x	3,0 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	5,30

Estrategia de Inversión 3T 2022

Compañías Españolas No Ibex-35

No Ibex:																								
Cie Automotive	23,74	+0,6	-0,3	-13,2	2.909	12,5 x	10,8 x	8,9 x	268	269	0%	328	22%	3,0%	23,1%	16,6%	17,1%	7,0x	0,9 x	2,4 x	1,8 x	1,5 x	Comprar	26,80
Unicaja	0,94	-4,0	+1,3	+8,2	2.497	2,1 x	7,8 x	6,2 x	1.113	320	-71%	400	25%	3,7%	9,0%	7,7%	9,3%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,4 x	0,4 x	Neutral	n/d
Mediaset España	3,85	+0,2	-5,3	-6,4	1.204	7,1 x	7,8 x	7,7 x	181	154	-15%	157	2%	7,3%	19,5%	10,2%	9,9%	4,0x	Caja Neta	1,9 x	0,8 x	0,8 x	Neutral	5,20
Catalana Occidente	28,75	+1,1	-1,2	-4,2	3.450	8,4 x	7,9 x	8,0 x	427	438	2%	430	-2%	3,5%	11,4%	9,9%	9,0%	n.a.	n.a.	1,0 x	0,8 x	0,7 x	Neutral	34,20
Faes Farma	3,97	+3,5	-1,1	+14,0	1.232	13,1 x	13,4 x	12,9 x	83	92	11%	96	4%	5,4%	14,7%	15,1%	13,9%	10,1x	Caja neta	2,5 x	2,0 x	1,8 x	Neutral	4,10
Audax	1,11	-5,7	-11,7	-11,6	490	195,5 x	34,6 x	31,9 x	3	14	399%	15	8%	0,0%	12,4%	9,4%	9,2%	14,1x	3,2 x	4,9 x	3,2 x	2,9 x	Neutral	1,40
Reig Jofre	2,78	-1,1	-9,0	-14,7	218	49,2 x	27,9 x	18,6 x	5	8	53%	12	50%	0,0%	4,2%	4,0%	5,6%	8,9x	0,4 x	1,3 x	1,1 x	1,0 x	Neutral	3,50
Viscofán	52,85	+1,3	+5,5	-7,1	2.458	19,7 x	17,6 x	16,0 x	134	140	4%	154	10%	3,5%	15,5%	16,5%	17,0%	9,9x	0,1 x	3,2 x	2,9 x	2,7 x	Neutral	75,00
Ence	3,33	-2,3	-6,6	+47,3	821	-2,9 x	13,5 x	44,1 x	-190	61	n/r	19	n/r	0,0%	1,2%	10,1%	3,1%	4,2x	0,1 x	1,6 x	1,4 x	1,3 x	Comprar	3,66
FCC	9,63	-1,7	-14,3	-13,1	4.241	8,1 x	10,9 x	10,1 x	580	388	-33%	420	8%	4,7%	12,9%	10,7%	10,5%	6,0x	0,8 x	2,0 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	13,50
Almirall	10,77	+8,1	+4,0	-4,7	1.955	-49,7 x	32,6 x	27,4 x	-41	60	47%	71	19%	1,8%	-1,6%	4,5%	5,1%	10,8x	0,2 x	1,7 x	1,5 x	1,4 x	Comprar	13,80
OHL	0,60	-3,9	-18,6	-40,8	357	24,1 x	-356,7 x	Negativo	25	-1	n/r	16	n.a.	0,0%	3,8%	-0,2%	2,4%	6,1x	-0,5 x	0,5 x	0,6 x	0,6 x	Vender	0,70
Ebro Foods	16,46	+0,9	-0,2	-2,5	2.533	9,9 x	16,7 x	15,4 x	262	152	-42%	164	8%	3,9%	8,8%	7,4%	7,8%	10,4x	0,5 x	1,3 x	1,2 x	1,2 x	Neutral	19,20
CAF	28,40	-1,6	-4,1	-22,4	974	14,6 x	10,0 x	10,2 x	86	97	13%	96	-1%	4,5%	5,7%	13,4%	12,3%	4,4x	0,4 x	1,8 x	1,3 x	1,2 x	Comprar	45,10
Talgo	3,22	-2,1	-15,9	-40,7	404	24,4 x	11,3 x	9,1 x	28	36	29%	45	25%	0,0%	9,8%	12,1%	13,3%	5,7x	0,1 x	2,3 x	1,3 x	1,1 x	Neutral	4,90
Técnicas Reunidas	7,19	-15,2	-26,3	+3,5	402	-3,1 x	32,2 x	14,1 x	-127	13	-90%	29	129%	0,0%	5,3%	3,9%	8,2%	5,2x	0,1 x	2,8 x	1,3 x	1,2 x	Vender	8,30
Gestamp	3,36	+1,6	-7,7	-24,4	1.936	16,5 x	8,4 x	6,2 x	155	230	48%	311	35%	3,6%	6,4%	9,5%	11,5%	3,9x	1,1 x	1,3 x	0,8 x	0,7 x	Neutral	3,50
Lar España	4,86	-2,7	-1,8	-2,1	407	10,5 x	10,4 x	10,5 x	41	39	-4%	39	-1%	7,2%	4,2%	4,4%	4,3%	16,6x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	Neutral	5,38
Neinor Homes	11,90	+1,9	+6,6	+19,7	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	21,25	+3,7	-4,5	-11,8	995	10,1 x	7,7 x	6,6 x	111	130	17%	151	16%	10,9%	3,8%	12,2%	13,2%	7,2x	0,4 x	1,2 x	1,0 x	0,8 x	Comprar	29,20
Prosegur	1,68	+2,4	-10,4	-27,1	923	18,6 x	8,5 x	6,9 x	68	108	59%	133	23%	7,7%	19,6%	14,2%	17,2%	4,3x	1,5 x	2,5 x	1,3 x	1,3 x	Neutral	n/d
Prosegur Cash	0,62	-5,8	-14,4	-1,0	944	18,0 x	9,4 x	7,2 x	53	100	89%	132	32%	3,2%	70,2%	61,7%	57,6%	4,77	4,9 x	11,0 x	3,1 x	3,1 x	Neutral	n/d

Estrategia de Inversión 3T 2022

Compañías Europeas No EuroStoxx-50

No EuroStoxx 50:																							
ABN AMRO	11,28	-0,1	+3,4	-12,7	10.599	Negativo	8,0 x	7,0 x	1.231	1.325	8%	1.515	14%	4,9%	7,8%	6,8%	7,6%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,5 x	0,5 x	Neutral
Carrefour	17,09	-8,2	-10,2	+6,1	12.897	17,6 x	16,3 x	15,5 x	722	791	10%	832	5%	2,9%	9,8%	7,0%	7,1%	4,57	0,4 x	1,2 x	1,2 x	1,1 x	Vender
Deutsche Bank	8,89	-8,0	-14,3	-19,3	18.374	9,6 x	5,4 x	4,4 x	2.365	3.420	45%	4.175	22%	2,5%	-1,1%	6,7%	8,0%	n.a.	n.a.	0,3 x	0,3 x	0,3 x	Comprar*
Engie	11,37	-1,3	-9,0	-12,6	27.684	9,5 x	8,4 x	8,5 x	2.901	3.287	13%	3.256	-1%	7,9%	5,4%	9,6%	9,1%	4,37	0,7 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Neutral
H&M	124,39	+0,2	-7,0	-30,0	204.534	28,6 x	12,9 x	11,0 x	10.295	15.855	54%	18.536	17%	4,8%	18,4%	27,1%	30,4%	2,98	Caja Neta	4,8 x	3,3 x	3,0 x	Vender
Hellofresh	32,22	+10,1	-6,9	-52,3	5.604	30,0 x	9,5 x	9,1 x	391	591	51%	617	4%	5,6%	4,8%	46,1%	41,0%	7,89	Caja Neta	9,8 x	4,5 x	3,7 x	Neutral
E.ON	8,51	-2,9	-10,2	-30,2	22.488	13,6 x	9,6 x	9,6 x	2.360	2.347	-1%	2.337	0%	6,0%	16,1%	15,7%	15,6%	7,85	2,4 x	2,8 x	1,5 x	1,5 x	Comprar
Ferrari	177,70	+3,3	-2,0	-21,9	32.302	53,7 x	38,0 x	33,1 x	780	850	9%	975	15%	0,8%	49,8%	28,2%	39,0%	19,87	1,2 x	17,3 x	10,9 x	13,1 x	Vender
Fresenius	28,73	-1,7	-9,9	-18,8	16.182	15,4 x	9,6 x	8,4 x	1.818	1.686	-7%	1.916	14%	3,2%	11,5%	8,1%	8,9%	5,57	3,6 x	1,6 x	0,8 x	0,7 x	Neutral
Nestlé	112,58	+4,9	-3,8	-11,7	309.595	26,2 x	23,8 x	24,9 x	11.912	13.033	9%	12.429	-5%	2,6%	22,1%	23,7%	20,4%	17,90	0,6 x	5,2 x	5,8 x	5,2 x	Vender
Nokia	4,59	+4,2	-1,9	-17,6	26.169	162,6 x	13,1 x	11,9 x	1.918	1.995	4%	2.197	10%	2,2%	3,0%	10,1%	11,5%	5,08	Caja Neta	1,3 x	1,2 x	1,1 x	Neutral
RWE	36,81	-5,1	-10,2	+3,1	24.892	15,4 x	15,4 x	22,6 x	1.569	1.620	3%	1.100	-32%	2,5%	14,8%	10,0%	6,9%	7,71	0,2 x	1,0 x	1,5 x	1,6 x	Comprar
Royal Dutch Shell	24,53	-0,1	-12,3	+27,0	180.580	6,6 x	8,1 x	7,2 x	22.317	22.328	0%	25.198	13%	2,4%	5,3%	8,1%	13,1%	5,00	1,1 x	0,9 x	1,0 x	0,9 x	Neutral
Ryanair	12,07	-2,7	-15,4	-20,9	13.695	-17,0 x	-37,1 x	16,3 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	3,2 x	3,0 x	Comprar
Soc. Generale	22,65	-3,5	-9,4	-25,0	18.961	Negativo	5,0 x	4,4 x	5.641	3.800	-33%	4.335	14%	5,7%	3,8%	7,8%	8,7%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Comprar
Unicredit	9,71	-5,1	-10,9	-28,3	21.211	Negativo	5,6 x	5,0 x	1.540	3.800	147%	4.225	11%	4,9%	5,9%	7,2%	7,9%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,4 x	0,4 x	Comprar
Unilever	43,30	+3,5	-3,4	-8,0	110.514	20,9 x	18,0 x	17,8 x	5.748	6.133	7%	6.225	2%	4,1%	44,9%	35,4%	32,8%	12,92	1,7 x	8,7 x	6,4 x	5,8 x	Vender
Vivendi	10,00	-4,5	-9,9	-15,9	11.081	17,7 x	13,8 x	13,2 x	744	805	8%	841	4%	7,6%	6,4%	6,6%	7,4%	16,34	0,3 x	0,6 x	0,9 x	1,0 x	Neutral
Galp	11,46	+1,4	-6,5	+34,5	9.503	1.766,3 x	12,8 x	12,9 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	2,8 x	Comprar

ANÁLISIS Y MERCADOS

Estrategia de Inversión 3T 2022

ANEXO IV.-

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

	% Comprar	% Neutral	% Vender
El 30.06.2021	50%	42%	8%
El 28.09.2021	55%	37%	8%
El 21.12.2021	54%	36%	10%
El 24.03.2022	60%	32%	8%
El 27.06.2022	55%	34%	11%