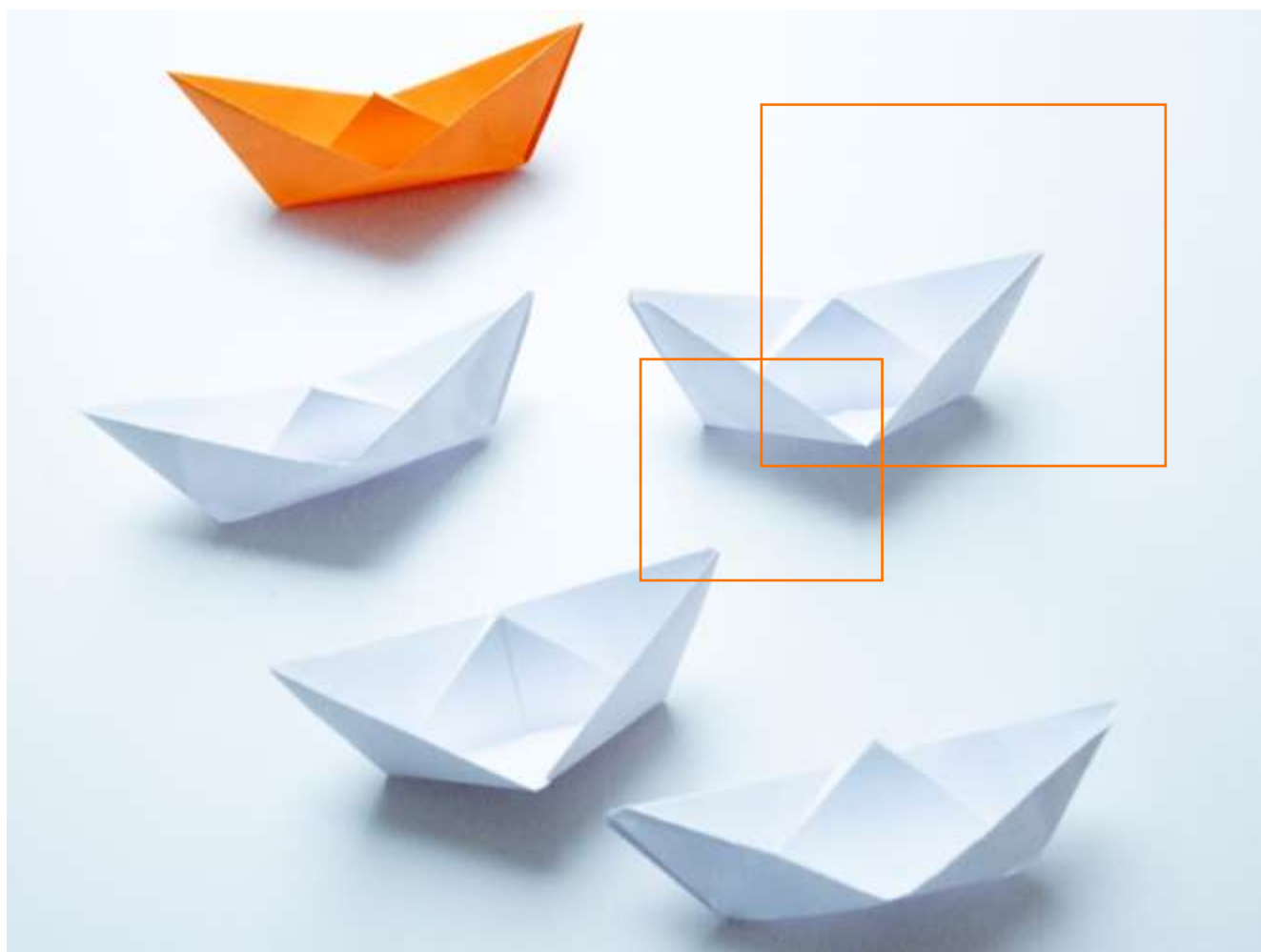


Estrategia 3^{er} trimestre 2021

Complacencia justificada. Inflación al alza, pero incertidumbres a la baja. Verano y ciclo mejores de lo esperado.



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	32
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	44
4.- Estrategia en Bonos	54
5.- Temática Trimestral: Las SPACs como alternativa para salir a Bolsa	56
ANEXO I: Estimaciones detalladas sobre España y Portugal según escenarios	60
ANEXO II: Carteras Modelo de Fondos y Acciones de Análisis Bankinter. Popcoin	62
ANEXO III: Ratios y estimaciones para las compañías del Ibex-35 y EuroStoxx-50	64

Equipo de Análisis y Mercados

▪ Análisis

Ramón Forcada
Juan Tuesta
Rafael Alonso
Eduardo Cabero
Jorge Pradilla

Aránzazu Cortina
Elena Fernández-Trapiella
Aránzazu Bueno
Luis Piñas
Filipe Aires

Pilar Aranda
Esther Gutiérrez de la Torre
Juan Moreno
Pedro Echeguren
Susana André (Support & Marketing)

▪ Mesa de Ejecución y Ventas

Lorena Pinedo
Félix Montero

Carlos Martínez Monedero
David Francia

Nicolás Angulo
Raúl Moreno

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

▪ Advertencias legales

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Resumen

- **Este mercado en nuevos máximos históricos es algo autocomplaciente, pero se trata de una autocomplacencia justificada... no irracional.-**

Se puede caer en la tentación fácil de pensar que el mercado - específicamente las bolsas - está siendo algo autocomplaciente al marcar los principales índices nuevos máximos históricos que se consolidan uno detrás de otro. Pero no es así. El mercado está cada vez más afianzado en unos buenos resultados empresariales, un ritmo de reapertura económica más rápido de lo esperado y que frecuentemente se infravalora - sobre todo en Europa -, unos tipos de interés estructuralmente bajos - incluso a pesar de que ocasional pero no inmediatamente puedan subir un poco -, una liquidez disponible como nunca antes en la historia... e incluso un repunte de la inflación que será pasajero y que tendrá más ventajas que inconvenientes.

- **Identificamos 3 riesgos potenciales, pero solo las criptomonedas tienen carácter estructural.-**
¿Qué podría fallar si algo fallase? De los que identificamos como los 3 factores desestabilizadores más relevantes, consideramos que solo uno de ellos ofrece un riesgo de materialización que debe ser seriamente tenido en cuenta... y, a pesar de ello, somos optimistas con respecto a sus consecuencias y alcance. Nos referimos a las criptomonedas. Los otros dos son, en este orden de riesgo, la **inflación** y sus consecuencias sobre los tipos de interés y los bonos, y, a continuación, la posibilidad de una **salida en falso de la crisis** del Covid, bien en lo que respecta al ciclo económico y/o bien en relación a los resultados empresariales. Pero asignamos una probabilidad muy reducida a que alguno de ellos se materialice en el segundo semestre de 2021. Aunque en el largo plazo cualquier cosa es posible, ahora ciñámonos al segundo semestre del año, que no es poco.

- **Los resultados empresariales evolucionan magníficamente bien, por encima de expectativas.-**
Pero lo importante en estas circunstancias no es comparar los beneficios de 2021 con los de 2020, puesto que este último año está absolutamente distorsionado por las consecuencias de la pandemia, sino comparar 2021 con 2019 para comprobar cuándo recuperan los niveles pre-Covid. Eso es lo más importante: saber cuándo los beneficios empresariales vuelven a ser como antes. Y la respuesta es que esto es así desde el 1T 2021, y que no solo han recuperado los niveles de 2019, sino que los han superado. Al menos en los 2 principales índices de referencia: S&P 500 y EuroStoxx-50. Lamentablemente, no el Ibex-35... que no lo conseguirá hasta 2023.

- **Las valoraciones actualizadas de las bolsas siguen pareciéndonos suficientemente atractivas y por eso nuestra Estrategia de Inversión sigue siendo pro-bolsas.-**

Sobre todo, en un contexto en que sus alternativas de inversión naturales están sujetas a fuertes incertidumbres: la demanda de activos inmobiliarios está redefiniéndose y los bonos se encuentran inmersos en un proceso, más lento o más rápido, de elevación de TIR y, por tanto, de caídas de precios. Estamos convencidos de que las bolsas conservan un atractivo diferencialmente superior a los de estas otras 2 clases de activos sustitutivos clásicos. Y creemos que la tecnología debe seguir formando parte de la cartera, de manera que sectores más cíclicos se incorporen a ella, pero no para sustituirla. Ahora ya sí, entramos en una etapa en que, definitivamente, debemos ser más selectivos, escogiendo nombres concretos antes que sectores en su conjunto.

- **Más importante que la tecnología pura lo es la transformación digital y esto es más frecuente y fácil de encontrar en la bolsa americana que en la europea.-**

La bolsa americana (S&P 500) y la europea (EuroStoxx-50) ofrecen potenciales de revalorización muy similares, en torno a +13% en el momento de redactar este informe, pero conservamos una ligera preferencia por la primera frente a la segunda tanto por la fiabilidad de las estimaciones sobre los beneficios empresariales y su capacidad para batirlos, como por una superior presencia de la tecnología que permite que la transformación digital de todos los sectores de actividad sea más rápida. La tecnología aporta la ventaja competitiva de la digitalización, ésta garantiza la sostenibilidad de los beneficios empresariales y éstos determinan la evolución de las bolsas en el largo plazo. Sin beneficios crecientes no hay bolsas alcistas. Tan sencillo como cierto.

Estrategia de Inversión 3T 2021

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
1.- PIB (media anual)								
España	3,0	3,0	2,4	2,0	-10,8	6,0	5,8	1,9
Eurozona	1,7	2,5	1,9	1,3	-6,7	4,3	4,2	2,0
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>130</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>70</i>	<i>-410</i>	<i>170</i>	<i>160</i>	<i>-10</i>
Portugal	1,4	2,7	2,1	2,5	-7,6	3,9	4,8	1,0
EE.UU.	1,6	2,3	3,0	2,2	-3,5	7,1	4,3	2,4
R.Unido	2,1	1,7	1,3	1,5	-9,9	7,0	5,5	2,0
Irlanda	2,0	9,2	8,8	5,6	3,4	6,5	5,5	5,3
Suiza	2,0	1,7	3,0	1,2	-2,7	3,4	2,6	1,8
Japón (año natural)	0,8	1,7	0,6	0,3	-4,9	1,9	1,6	1,0
China	6,7	6,9	6,7	6,1	2,3	8,5	5,6	5,5
India (año natural)	8,0	8,3	7,0	4,2	-7,1	10,0	8,0	5,8
Brasil	-3,3	1,3	1,8	1,4	-4,1	4,0	2,5	2,3
Rusia	-0,3	1,8	2,5	1,3	-2,9	3,3	2,3	2,0
México	2,6	2,1	2,2	-0,3	-8,3	5,1	2,6	2,1
Turquía	3,2	7,5	3,1	1,0	1,6	5,9	3,8	4,0
2.- IPC								
España	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,5	2,4	1,4	1,2
Eurozona	1,1	1,5	1,8	1,3	0,3	1,8	1,3	1,4
Portugal	0,9	1,5	0,7	0,3	-0,1	1,4	1,4	1,6
EE.UU.	0,9	1,5	0,7	0,4	1,4	3,8	2,3	2,2
R.Unido	1,6	3,0	2,3	1,8	0,6	2,5	2,0	2,0
Irlanda	0,0	0,4	0,7	1,3	-1,0	1,5	1,7	2,0
Suiza	0,0	0,5	0,7	0,4	-0,8	0,6	0,7	0,7
Japón	0,3	1,0	0,3	0,8	-1,2	0,8	0,7	0,4
China	2,1	1,6	2,1	2,9	0,2	2,1	2,3	2,3
India	5,0	5,2	4,0	3,7	4,6	5,0	4,0	3,8
Brasil	8,8	3,5	3,7	3,7	4,5	7,0	4,5	3,5
México	3,4	6,8	4,8	2,8	3,2	4,5	3,5	3,5
Turquía	8,5	11,1	16,2	15,5	14,6	15,5	11,5	8,5
3.- Paro								
España (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	17,0	15,0	14,7
Eurozona	9,6	8,7	7,9	7,4	8,0	8,4	8,2	7,8
Portugal	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	7,8	6,9	6,9
EE.UU.	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	4,8	3,7	3,5
R.Unido	4,8	4,5	4,0	3,9	5,1	5,8	5,5	4,8
Irlanda	6,9	6,2	5,3	4,7	5,8	7,5	7,0	6,5
Suiza	3,3	3,0	2,4	2,4	3,5	2,9	2,8	2,8
Japón	3,1	2,7	2,4	2,2	3,0	2,5	2,0	2,0
China	4,0	3,9	3,8	3,6	4,2	3,8	3,6	3,5
Brasil	11,9	12,0	11,6	11,3	13,9	14,0	12,5	12,0
México	3,4	3,1	3,4	2,9	3,8	4,2	4,0	3,5
4.- Crédito s. privado								
España, empresarial Stock (%)	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	8,3	5,5	4,5	3,1
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-17,8	5,1	2,4	0,4	2,5	2,0	1,0	1,0
España, hipotecario Stock(%)	-3,0	-2,4	-1,2	-0,6	-1,2	-0,2	0,2	0,4
España, hip. Nueva Produc.(%)	5,0	3,6	10,8	1,2	0,9	8,0	4,0	2,0
España, consumo Stock(%)	3,1	4,8	4,4	0,3	-0,7	1,5	2,2	2,7
España, consumo Nueva Produc.(%)	28,4	15,9	17,0	5,4	-26,6	12,0	6,0	3,0

Estrategia de Inversión 3T 2021

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
5.- Tipos oficiales (Dic.)								
UEM. Tipo intervención	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM. Tipo depósito	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
UEM. Compra activos (m€ / mes)	80,0	60,0	15,0	20,0	120,0	100,0	37,5	20,0
EE.UU.	0,50/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,50/0,75
R.Unido	0,25	0,50	0,75	0,75	0,10	0,10	0,15	0,20
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
India	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	4,00	4,50	4,50
Brasil	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	6,00	6,00	5,25
México	5,75	7,25	8,25	7,25	4,25	4,00	3,70	3,50
Turquía	8,00	8,00	24,00	12,00	17,00	16,00	14,00	13,00
6.- Euribor (Dic.)								
Euribor 3M	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,54	-0,46	-0,33
Euribor 12M	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	-0,41	-0,26
7.- Bono 10A (Dic.)**								
España	1,36	1,56	1,41	0,47	0,02	0,55/0,65	0,70/0,80	0,90/0,95
Prima de riesgo España	115	114	117	66	59	65	70	80
Alemania	0,21	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,10/0,00	0,00/0,10	0,10/0,15
Portugal	3,76	1,94	1,71	0,43	0,03	0,30/0,60	0,70/0,80	0,85/1,00
EE.UU.	2,45	2,35	2,69	1,92	0,92	1,80/2,00	2,10/2,30	2,30/2,50
R.Unido	1,24	1,20	1,28	0,82	0,19	0,80	1,00	1,10
Irlanda	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	0,30	0,40	0,60
Suiza	-0,20	-0,20	-0,28	-0,47	-0,59	-0,10/0,00	-0,10/0,00	0,00/0,10
Japón	0,05	0,04	-0,01	-0,02	0,01	0,10	0,15	0,15
8.- Divisas**								
Eurodólar	1,052	1,175	1,147	1,121	1,220	1,17/1,22	1,17/1,22	1,20/1,25
Euroyen	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	130,0/135,0	132,0/137,0	132,0/137,0
Dólar yen	117,0	112,7	109,7	108,6	103,2	110,7/111,1	112,3/112,8	109,6/110,0
Eurolibra	0,840	0,880	0,899	0,845	0,897	0,84/0,89	0,78/0,84	0,70/0,80
Eurosuizo	1,070	1,160	1,125	1,085	1,080	1,09/1,14	1,11/1,16	1,11/1,16
9.- Materias primas (Dic.)**								
Petróleo (Brent, \$/b.)	53,6	66,9	53,8	66,0	51,1	72,0	73,0	75,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	53,7	60,4	45,4	61,1	47,8	70,0	72,0	74,0
Oro (\$/oz.)	1.141	1.256	1.282	1.517	1.864	1.700	1.500	1.400
10.- Precios de Vivienda (Dic.)**								
España (%)	4,5	7,2	6,6	3,6	1,5	-1,0	-4,0	-1,0
Portugal (%)	7,1	9,2	10,3	9,6	8,4	3,4	2,4	4,9
Irlanda (%)	9,0	12,1	6,3	0,3	2,2	5,1	2,9	2,6

Fuente: Estimaciones Jun. '21 Análisis Bankinter

(*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

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

Estrategia de Inversión 3T 2021

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

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

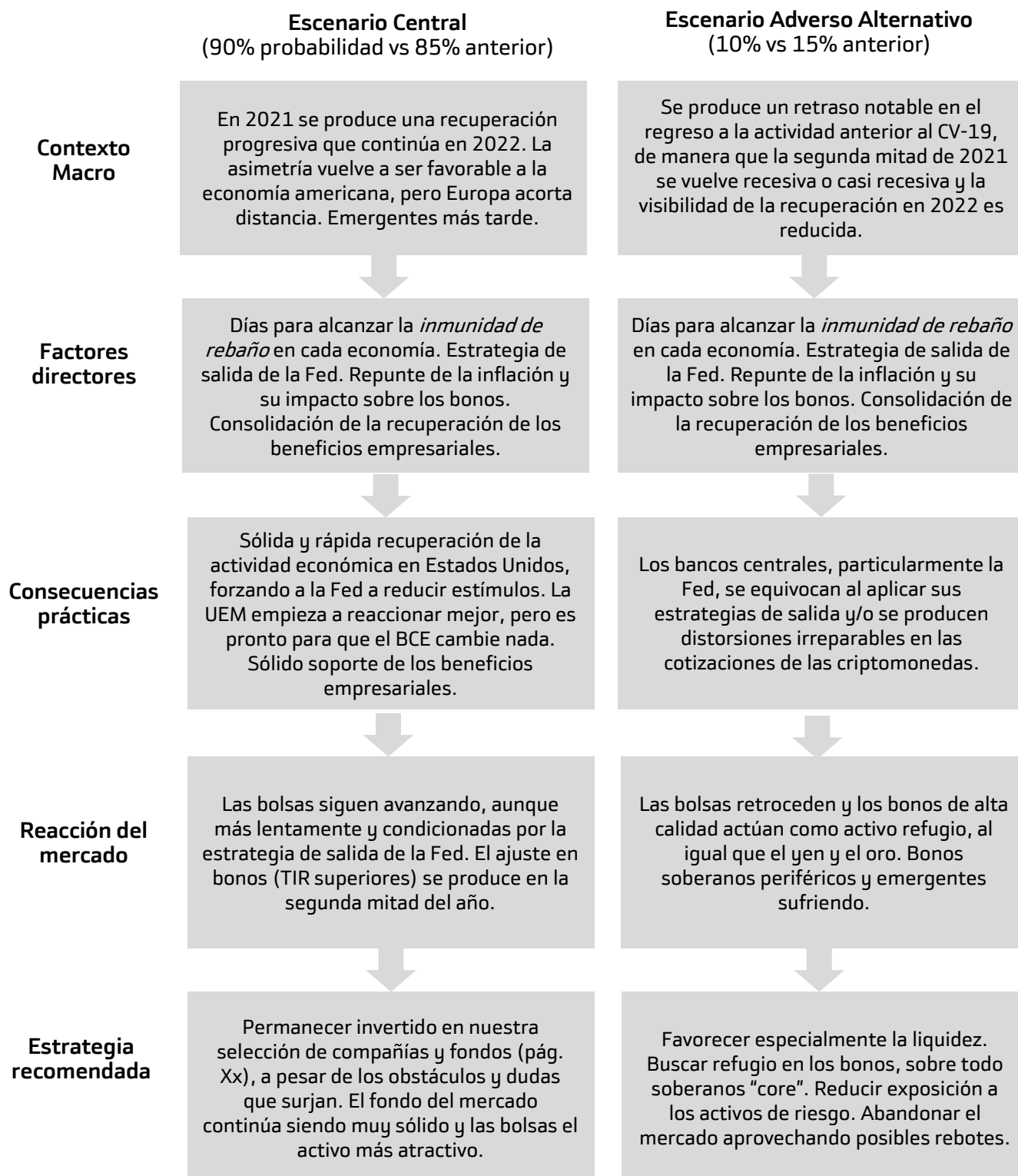
Estrategia de Inversión 3T 2021

Paño	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023
EE.UU.	6,7	6,0	5,5	5,1	4,8	4,8	4,3	4,1	3,8	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5
ESPAÑA	16,1	16,0	15,4	16,2	17,0	17,0	16,3	15,6	15,1	15,0	15,0	14,8	14,8	14,7	14,7	14,7
UEM	8,0	8,2	8,5	8,5	8,4	8,4	8,4	8,4	8,3	8,2	8,2	8,1	8,0	7,9	7,8	7,8
PORTUGAL	7,1	7,1	7,5	7,8	7,8	7,8	7,6	7,3	7,0	6,9	6,9	7,0	6,8	6,8	6,9	6,9
R. UNIDO	5,1	4,8	5,2	5,5	5,8	5,8	5,7	5,6	5,6	5,5	5,5	5,3	5,1	4,9	4,8	4,8
IRLANDA	5,8	5,8	5,8	5,8	7,5	7,5	7,5	7,5	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,5	6,5	6,5
SUIZA	3,5	3,3	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
JAPÓN	3,0	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0
CHINA	4,2	4,0	3,9	3,8	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5
BRASIL	13,9	14,7	14,2	14,1	14,0	14,0	13,8	13,5	13,0	12,5	12,5	12,3	12,1	12,0	12,0	12,0
MÉXICO	3,8	3,9	4,0	4,2	4,2	4,2	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,5	3,5	3,5
Tipo Dtor.	2020	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	2021	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023
EE.UU.	0,0/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,00/0,25	0,25/0,50	0,50/0,75	0,50/0,75
UEM	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM (Dep.)	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
UEM (Compra act. (m€/mes)	120,00	110,00	110,00	90,00	90,00	100,00	90,00	20,00	20,00	20,00	37,50	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
R. UNIDO	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	0,20
SUIZA	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
JAPÓN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CHINA (*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
BRASIL	2,00	2,75	4,25	5,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,50	5,50	5,25	5,25	5,25
INDIA	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
MÉXICO	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
TURQUÍA	17,00	19,00	19,00	16,00	16,00	16,00	16,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	13,00	13,00	13,00

Fuente: Estimaciones Jun. '21 Análisis Bankinter

(*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

Perspectiva Global: El contexto



Informe de Estrategia de Inversión 3T 2021

Julio/Septiembre, 2021.

1.- Perspectiva Global.

*"El mejor subsidio es un empleo."**Ronald Reagan.*

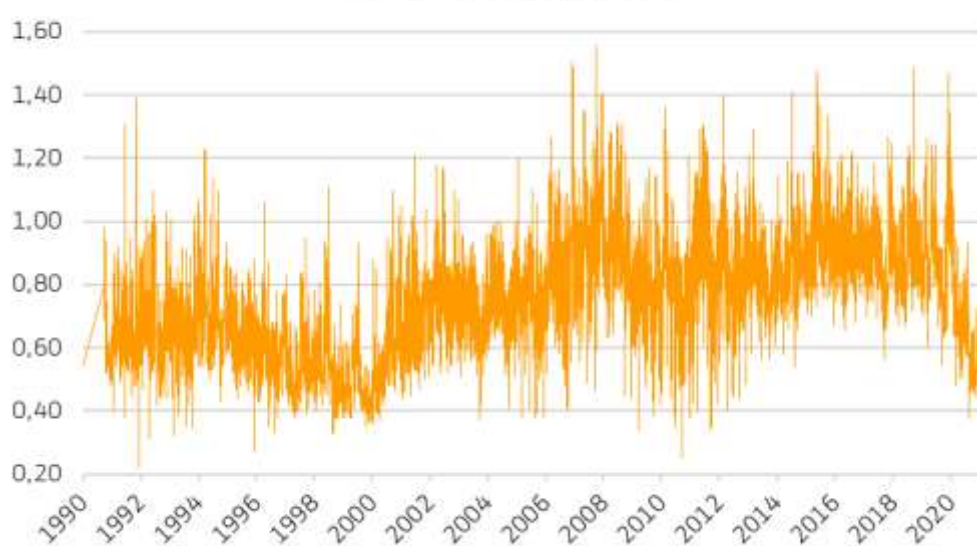
En las cómodas circunstancias actuales se puede caer en la tentación de pensar que el mercado - específicamente las bolsas - está siendo algo autocomplaciente al marcar los principales índices nuevos máximos históricos que se consolidan uno detrás de otro. Pero no es así. El mercado está cada vez más afianzado.

Esto no significa necesariamente que es imposible que ocurra nada que cambie la situación, sino que la ruptura del actual *statu quo* es cada vez menos probable. El Gráfico 1.1 que se ofrece a continuación es el informalmente denominado **"termómetro del optimismo" o el ratio put/call**, que indica la proporción de posiciones put (vendedoras) frente a las call (compradoras) en la bolsa americana.

Se observa que el ratio se encuentra en un nivel históricamente bajo, aunque no en un mínimo histórico, lo que indica que la temperatura del optimismo es elevada puesto que las posiciones put superan ampliamente las call. **Este tipo de situaciones históricamente han tendido a reequilibrarse con relativa rapidez**, al menos parcialmente, por lo que resulta interesante preguntarse qué **riesgos vivos** podrían promover ese reequilibrio, que no sería otra cosa que un ajuste de precios (cotizaciones).

El denominado "termómetro del optimismo" o ratio put/call indica que el grado de confianza del mercado es tan elevado como en 2012...

Gráfico 1.1: Ratio Put/Call*



...así que conviene monitorizar la situación de cerca, por si acaso.

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

Estrategia de Inversión 3T 2021

De los que identificamos como los **3 factores desestabilizadores más relevantes**, consideramos que solo uno de ellos ofrece un riesgo de materialización que debe ser seriamente tenido en cuenta... y, a pesar de ello, somos optimistas con respecto a sus consecuencias y alcance. Nos referimos a las **criptomonedas**. Los otros dos son, en este orden de riesgo, la **inflación** y sus consecuencias sobre los tipos de interés y los bonos, y, a continuación, la **posibilidad de una salida en falso de la crisis** del Covid, bien en lo que respecta al ciclo económico y/o bien en relación a los resultados empresariales. Es decir, ¿qué podría fallar si algo fallase? En nuestra opinión, una inflación indeseable y estructuralmente elevada, una frustrada recuperación de la economía y/o de los beneficios y/o bien una brusca pérdida de atractivo de las criptomonedas.

De esos 3 riesgos solo consideramos estructural este último. Los otros dos tendrían, de suceder, un alcance pasajero y relativamente fácil de reconducir. Asignamos una **probabilidad muy reducida a que alguno de ellos se materialice en el segundo semestre de 2021**, pero analicemos uno a uno a continuación.

:: El repunte de la inflación americana es superior a lo esperado, pero pasajero. Empezará a moderarse entre junio y julio, a pesar de lo cual la Fed se verá forzada a admitir abiertamente durante este verano que su política monetaria será progresivamente menos acomodaticia.

Y no sucederá nada realmente preocupante después de que admita esto. Salvo que, en ocasiones puntuales, coincidiendo con mensajes concretos de consejeros de la Fed o institucionalmente de la propia Fed, el mercado podría tambalearse ocasional y brevemente ante los mismos. Pero esos sustos, esos altibajos, se resolverán rápidamente porque la situación de fondo permanecerá inalterada. Ese ajuste de la Fed en el ritmo de salida del Covid solo acelerará un poco el ritmo de normalización de la política monetaria que el mercado tiene o tenía descontado. Nada más.

Tras la reunión de la Fed del 16 de junio el mercado reaccionó de forma insegura durante un par de días, pero recuperó lo perdido enseguida ([link directo a nuestra nota específica sobre esta reunión](#)). El patrón de la Fed se ajustó a lo esperado: revisión al alza de las estimaciones de inflación en combinación con cifras algo mejores de PIB y empleo, en combinación con un número superior de consejeros en favor de subir tipo director (*Fed funds*) en 2022 (7 vs 4 anterior) y 2023 (13 vs 7).

La mejor prueba de que el mercado se inquietó sin motivo fue precisamente la rápida recuperación de lo perdido en apenas 48 horas. Pero a continuación - y ahora viene **lo más interesante** - J. Bullard (Fed St Louis) realizó unas declaraciones que cogieron al mercado por sorpresa al defender que el giro de la Fed hacia un endurecimiento progresivo de su política monetaria es una reacción natural a la expansión económica y particularmente a una inflación más elevada de lo esperado provocada por una reapertura igualmente más rápida de lo esperado al superarse el coronavirus. Su tono tal vez sonó demasiado rotundo al emplear términos como "posiciones más duras (*hawkish*)" y aludir directamente a la "contención de los precios". Por eso el mercado lo encajó mal.

Por eso y porque puede interpretarse que el espíritu de su mensaje incluye un enfoque dirigido a contener precios con política monetaria más dura y eso, de alguna manera, puede interpretarse a su vez como una forma de

Los principales riesgos son la inflación, una hipotética salida en falso y las criptomonedas, pero asignamos una probabilidad muy reducida a que alguno de ellos se materialice en el segundo semestre de 2021

Tengamos presente que el repunte de la inflación viene acompañado de crecimiento y empleo mejores de lo esperado...

...y que siempre es mejor algo de inflación que ninguna inflación o directamente deflación.

Estrategia de Inversión 3T 2021

frenar indirectamente el ritmo de la expansión económica. Pero, a pesar de todo ello, las bolsas empezaron a recuperarse al día siguiente, sin esperar más.

¿Por qué es importante todo esto, **entrar en estos detalles**? Por dos motivos. El **primero**, que **este reenfoque entra dentro de lo lógico**. Lo sorprendente sería lo contrario: que la Fed no adaptara su enfoque, que no imprimiera un ritmo más dinámico al proceso de normalización de su política monetaria (mantiene su tipo director en 0,00%/0,25% desde el 16 de marzo de 2020 y compra unos 120.000M\$/mes en bonos), a pesar de que la economía americana se expande cómodamente (PIB 1T'21 +6,4%), recupera empleo rápidamente (Tasa de Paro en 5,8% cuando se estima pleno empleo en torno a 3,5%) y, sobre todo, la inflación sube hasta +5%.

El **segundo motivo** es que en absoluto parece descartable que **Bullard** quiera ganar protagonismo para **postularse como gobernador de la Fed**, puesto que Powell agota su actual mandato de 4 años el 5 de febrero de 2022, que no está lejos. Fue nombrado por Trump en febrero de 2018, siendo ambos republicanos, mientras que Biden es demócrata... y Bullard también. ¿Sería extraño que Biden no renovara a Powell? En absoluto. Por eso Bullard podría estar adoptando una posición más dura, favorable a ir reduciendo el programa de compra de bonos tal vez coincidiendo con el inicio de 2022, para postularse para el puesto de Powell.

Lo natural es que **el mercado digiera todo eso**, aunque no sin acusar altibajos de corto plazo, pero que lo digiera y se adapte sin demasiadas dificultades, con las **bolsas consolidando primero y avanzando lentamente después, a lo largo del verano**, mientras las TIR de los bonos se elevan poco a poco.

Y, en ese contexto, el **repunte de la inflación** será más bien un argumento que empleará la Fed para justificar una estrategia de salida del Covid algo más dinámica que una preocupación en sí misma. El Gráfico 1.2 que se ofrece a continuación ofrece nuestra estimación del declive de la inflación americana en la segunda mitad de este año, hasta niveles superiores a lo esperado, pero que no representarán un problema difícil de resolver.

Gráfico 1.2: EE.UU. Inflación en 2021, real y estimada



Estimaciones Análisis Bankinter

Lo lógico es que la Fed reenfoque su política monetaria para adaptarla a un ritmo de reactivación económica más rápido de lo esperado. Lo extraño sería lo contrario.

Y el mercado no debería asustarse por ello, más allá de alguna reacción de inquietud pasajera...

... que precisamente es lo que está sucediendo. Por eso los recientes retrocesos puntuales de las bolsas se recuperan en apenas 48 horas.

Estrategia de Inversión 3T 2021

Es más, tomando algo de perspectiva temporal creemos que la economía americana se dirige hacia una expansión económica en torno a +2,5% en combinación con una inflación algo superior a +2% en 2023, lo que implica un crecimiento nominal de la economía de al menos +4,5% anual, que resulta francamente atractivo. Siempre es mejor un poco de inflación que ninguna inflación. En ese momento habrá recuperado el nivel de pleno empleo (estimamos una Tasa de Paro 2023 en 3,5%) y, lógicamente, la Fed habrá retirado su programa de compra de bonos y situado su tipo director en 0,50%/0,75% tras dos subidas de 25 p.b. Y la UEM caminará en la misma dirección, aunque mucho más lentamente y con objetivos menos ambiciosos.

El repunte de la inflación será más bien un argumento que empleará la Fed para justificar una estrategia de salida del Covid algo más dinámica que una preocupación en sí misma.

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

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

e = Estimación propia

(*) Marzo 2021. Informe de Estrategia de Inversión 2T 2021.

:: El segundo factor de riesgo, tras la inflación, es la posibilidad de una salida en falso de la crisis del Covid, bien en lo que respecta al ciclo económico y/o bien en relación a los resultados empresariales. Pero esto es improbable. No imposible, pero sí improbable.

Las fuerzas de inercia de las economías y de los ciclos de resultados empresariales son muy potentes, tanto en fases de involución (cuando las cosas van mal) como de recuperación y expansión (es decir, cuando las cosas se arreglan y funcionan bien). Y **ahora la inercia es clara y sólidamente expansiva**, respaldada por una **liquidez global como nunca antes** promovida por los bancos centrales (ver Gráfico 1.3) y reforzada por la propia recuperación del ciclo y de la actividad económica global a medida que se extiende la vacunación.

Y en cuanto a **los resultados empresariales**, éstos evolucionan **magníficamente bien**, por encima de expectativas. Pero lo importante en estas circunstancias no es comparar los de 2021 con 2020, puesto que este último año está absolutamente distorsionado por las consecuencias de la pandemia, sino **comparar 2021 con 2019 para comprobar cuándo recuperan los niveles pre-Covid**. Y la respuesta es que ya los han recuperado y superado. Al menos en los 2 principales índices de referencia: S&P 500 y EuroStoxx-50. La Tabla 1.2 que se ofrece en la página siguiente demuestra

La inercia es clara y sólidamente expansiva, respaldada por una liquidez global como nunca antes promovida por los bancos centrales y reforzada por la propia recuperación del ciclo.

Estrategia de Inversión 3T 2021

que esto es así ya desde el primer trimestre de 2021. Consideramos reducida la probabilidad de que esta inercia se quiebre y las cifras involucionen. Nada invita a temer que eso vaya a suceder. Ni siquiera la progresiva disminución de los programas de compra de bonos por parte de los bancos centrales, ni tampoco una posible elevación de los tipos de intervención y/o de las TIR de mercado de los bonos, algo que sucederá antes (TIR de los bonos) o después (tipos de intervención).

Consideramos reducida la probabilidad de que esta inercia se quiebre y las cifras involucionen. Nada invita a temer que eso vaya a suceder.

GRÁFICO 1.3: Evolución de los balances de los 4 principales bancos centrales

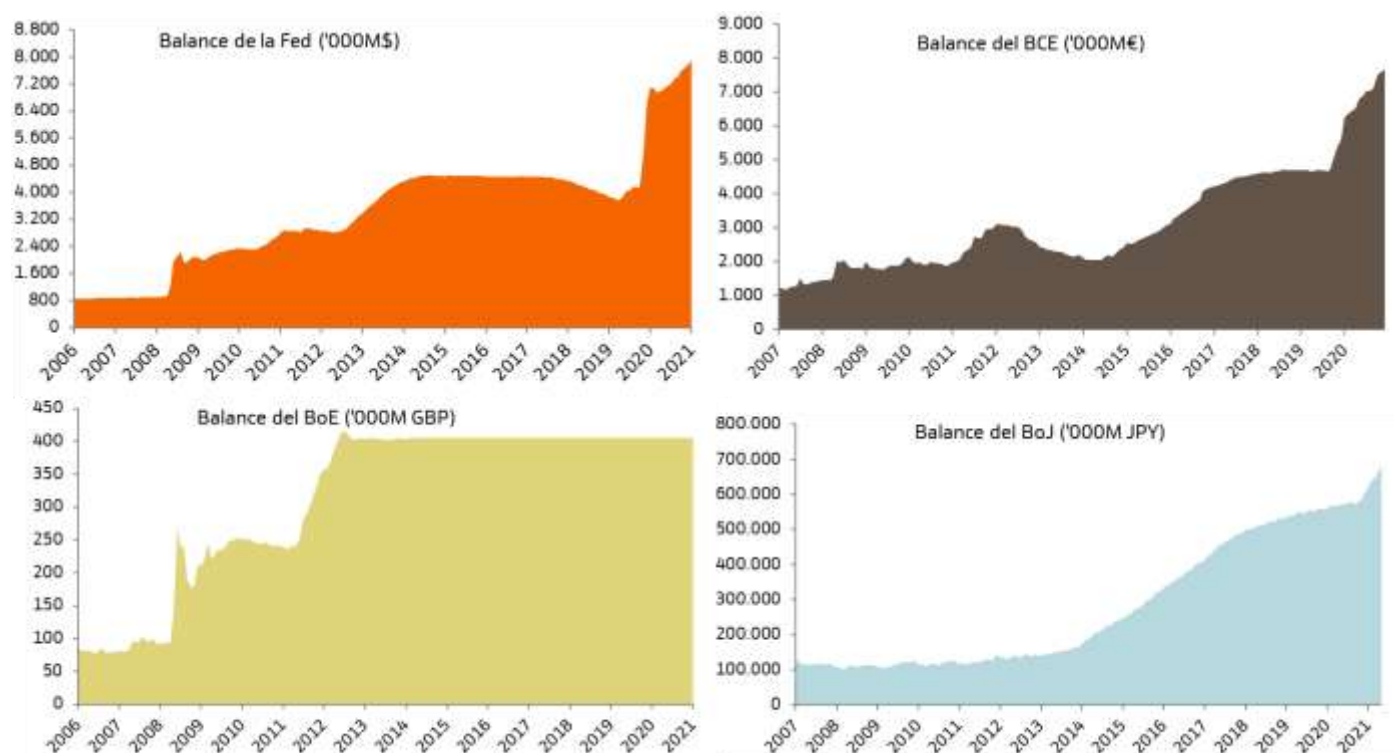


TABLA 1.2: Evolución trimestral de los resultados empresariales americanos y europeos

S&P500	1T20r	2T20r	3T20r	4T20r	1T21r	2T21e	3T21e	4T21e
BPA (\$)	28,63	24,34	35,36	37,02	44,07	44,64	47,39	49,48
Var.% a/a	-20,9%	-37,3%	-8,5%	-5,5%	+53,9%	+83,4%	+34,0%	+33,7%
Var.% s/2019					+21,7%	+15,0%	+22,6%	+26,3%
ES-50	1t20	2t20	3t20	4t20	1t21	2t21	3t21	4t21
BPA (€)	26,77	-37,43	27,9	40,91	65,03	57,68	60,34	65,19
Var.% a/a	-27,2%	n/a	-49,2%	+7,8%	+142,9%	n/a	+116,3%	+59,3%
Var.% s/2019					+76,9%	+1,4%	+9,8%	+71,8%

Fuente: Estimaciones consenso Bloomberg al 16/6/2021

Estrategia de Inversión 3T 2021

:: Finalmente, como único riesgo estructural identificamos las criptomonedas. La inversión en esta clase de activos, imposibles de valorar, es creciente y alcanza niveles respetables. Y sus cotizaciones parecen progresivamente más inestables.

Aunque no es posible cuantificar con precisión el importe global invertido en criptomonedas, las últimas estimaciones de mercado apuntan a una cifra no inferior a 3Bn\$. Poniendo esta cifra en un orden de magnitud mental accesible, podríamos decir que representa aproximadamente la suma agregada de los PIBs de Italia, Portugal y Grecia. **Parte de esa inversión se estima está apalancada**, lo que eleva el riesgo de erraticidad de las cotizaciones no solo de bitcoin y Ethereum, que son las criptomonedas más conocidas y capitalizadas, sino las del total de unas 2.000 existentes.

Su empleo frecuentemente está relacionado con actividades ilegales y uno de sus principales "atractivos" es resultar opacas a los gobiernos. Pero estos supuestos "atractivos" se convierten en su principal vulnerabilidad. **China**, donde se encuentran los mayores centros de "minería" o "producción" de criptomonedas del mundo ya ha comenzado a aplicar restricciones e incluso ocasionalmente prohibiciones que les afectan. Esto es así por dos razones. En primer lugar precisamente porque escapan al **control del gobierno** en un país en que el gobierno no permite que nada escape conscientemente a su control. En segundo lugar, por el elevado **consumo de energía** asociado a la "minería" de criptomonedas, que detrae recursos para otras actividades económicas. Por eso en el momento de terminar de redactar este informe el Gobierno Chino ha prohibido el minado de criptomonedas en la provincia de Shichuan (suroeste), donde se encuentra el mayor centro de minado del país y eso ha provocado retrocesos de aproximadamente -10% en un solo día en las cotizaciones de bitcoin y ethereum.

Pero tal vez más relevante que las medidas que progresivamente adopta China sea un evento reciente que cuestiona seriamente y por primera vez la **supuestamente incuestionable opacidad** de los movimientos realizados con criptomonedas: la recuperación de más del 90% del rescate cobrado por unos "hackers" (75 bitcoins por valor de unos 4,3M\$ en aquel momento) para desbloquear la operativa de Colonial Pipeline, el principal oleoducto de la Costa Este americana en mayo de este año. Hacia el 8 de junio el FBI consiguió recuperar la mayoría del rescate pagado, lo que demuestra que **es posible seguir la trazabilidad de las operaciones en criptomonedas y eso cambia mucho las cosas** porque pierden uno de sus principales atractivos: la opacidad.

Tanto la beligerancia de China como la pérdida de su opacidad (pero sobre todo esto último) marcan un antes y un después para las criptomonedas, elevando el riesgo de ajuste de cotizaciones en una clase de activo que, insistimos, no es posible valorar objetivamente.

Es probable que el ajuste que pensamos debe producirse en las cotizaciones de las criptomonedas sea progresivo, lento y, de alguna forma indirecta, monitorizado por los bancos centrales. Pero no es seguro que suceda así. Por eso identificamos éste como **el principal riesgo estructural del mercado**, puesto que un hipotético ajuste brusco de las cotizaciones de las criptomonedas llevaría también a una desaparición también brusca de una parte de la riqueza creada en torno a las mismas... que improbablemente se recuperaría con la misma facilidad con que se creó y eso, inevitablemente, afectaría al tono del mercado en su conjunto, bolsas y bonos incluidos.

Inversiones apalancadas, imposibilidad de valorar, elevado consumo de energía, empleo frecuente en actividades de dudosa reputación...

...el currículum de las criptomonedas resulta fácilmente mejorable por el de cualquier otro activo.

La situación de las criptomonedas empieza a ser menos cómoda tras el cambio de actitud de China y, sobre todo, la probable pérdida de su opacidad...

...y pasan a ser el principal riesgo estructural del mercado... el cual podría no materializarse nunca.

Estrategia de Inversión 3T 2021

Consideramos reducida la probabilidad de un ajuste brusco y descontrolado, pero conviene monitorizar de cerca este asunto por el riesgo potencial que comporta.

:: Regresando a asuntos más serios y para terminar este resumen, a nosotros las valoraciones actualizadas de las bolsas siguen pareciéndonos suficientemente atractivas, sobre todo en un contexto en que sus alternativas de inversión naturales están sujetas a fuertes incertidumbres: la demanda de activos inmobiliarios está redefiniéndose y los bonos se encuentran inmersos en un proceso, más lento o más rápido, de elevación de TIR y, por tanto, de caídas de precios. Por eso **nuestra Estrategia de Inversión sigue siendo pro-bolsas...** y creemos que la tecnología debe seguir formando parte de la cartera, de manera que sectores más cíclicos se incorporen a ella pero no para sustituirla.

Ahora ya sí, entramos en una etapa en que, definitivamente, debemos ser más selectivos, escogiendo nombres concretos antes que sectores en su conjunto. Un detalle completo sobre esto se ofrece más adelante en este informe, particularmente en la página 46 y siguientes en lo que se refiere a activos y nombres seleccionados, así como en nuestras [Carteras Modelo de Acciones y Fondos de Inversión](#) que actualizamos mensualmente.

A partir de ahora hay que ser realmente selectivos al escoger nombres, activos concretos, pero nuestra Estrategia de Inversión 3T 2021 continúa siendo claramente pro-bolsas...

...puesto que estamos convencidos de que las bolsas conservan un atractivo diferencialmente superior a los de las otras 2 clases de activos sustitutivos clásicos: bonos e inmobiliario.

TABLA 1.3: Valoraciones actualizadas de las principales bolsas

	Var.% 2021 (1)	Valoración Estimada (2)	Último 21-6-21	Potencial(2) Dic.'22e	Objetivo(3) Dic.'21e	Potencial(3) Dic.'21e	Máximo Histórico	Fecha del máximo
Ibex-35	+12,2%	10.073	9.052	+11,3%	9.668	+6,8%	15.946	08.11.2007
EuroStoxx-50	+15,8%	4.657	4.112	+13,2%	4.494	+9,3%	5.464	06.03.2000
S&P 500	+12,5%	4.810	4.224	+13,9%	4.603	+9,0%	4.255	14.06.2021
Nikkei 225	+2,1%	33.102	28.011	+18,2%	30.692	+9,6%	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2021 hasta 15.06.2021. (2) Valoración y potencial de revalorización estimados desde el 21.06.2021 hasta Dic.2022.

(3) Objetivo y potencial de revalorización estimados desde el 21.06.2021 hasta Dic.2021.

Estrategia de Inversión 3T 2021

Eurozona: "Las perspectivas macro mejoran de la mano del avance en vacunaciones y la reapertura de las economías".

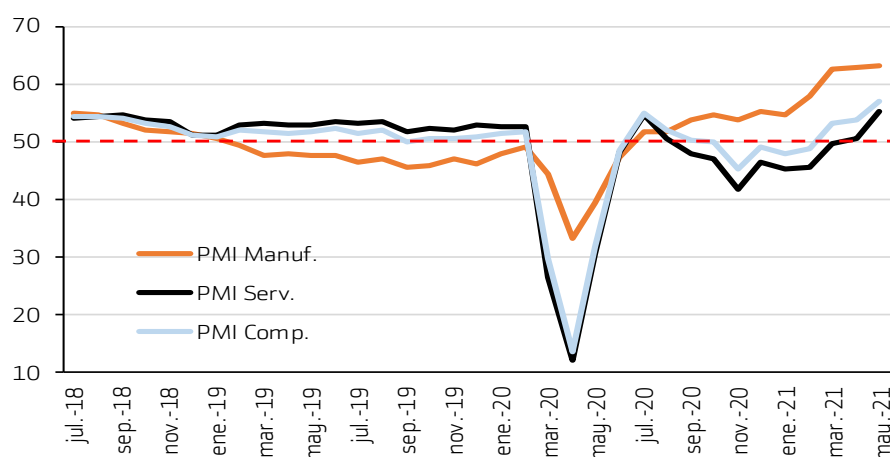
Los procesos de vacunación en la Eurozona comienzan a coger ritmo y esto augura que **volveremos a ver crecimiento económico a partir del 2T21 en la práctica totalidad de las principales economías europeas**. Además, las vacunaciones masivas coinciden con los primeros desembolsos del Fondo de Recuperación Europeo (750.000M€) esperados a partir de este verano. **La salida de la crisis se producirá de una forma asimétrica entre países y en algunos casos como el de Alemania esta recuperación será más marcada y rápida** (el Bundesbank acaba de revisar sus estimaciones de crecimiento al alza y espera un crecimiento del PIB de Alemania del +3,7% y +5,2% en 2021 y 2022). Respecto a la **Inflación**, aunque el BCE no descarta ver niveles superiores a los actuales a lo largo del año, considera que son presiones temporales y en general **espera que los precios se mantengan por debajo de su objetivo ($\leq 2\%$) durante todo el horizonte de proyección 2021-2023**. En resumen, **creemos que la Eurozona presenta un escenario más positivo que hace unos meses y con un patrón de clara recuperación económica ya a partir de la segunda mitad del año**, si bien lo más probable es que dicha recuperación no sea completa (niveles pre-pandemia) hasta finales de 2022. **Nuestro escenario central apunta a un crecimiento del PIB en la Eurozona del +4,3% en 2021 y +4,2% en 2022 (vs -6,7% en 2020)**.

A pesar de que los confinamientos duros se prolongaron en algunos países de la Eurozona durante los primeros meses del 2021, **a partir de marzo-abril los procesos de vacunación empezaron a coger ritmo y esto augura que volveremos a ver crecimiento económico a partir del 2T21 en la práctica totalidad de las principales economías europeas** (levantamiento de restricciones, movilidad geográfica, liberación de demanda embalsada, etc.). Estas mejores perspectivas de hecho se reflejan ya en algunos indicadores como los **PMIs europeos**, que tras los mínimos históricos que vimos en 2020, han recuperado significativamente y desde el pasado mes de abril se encuentran **en zona de expansión (>50)** tanto en el Manufacturero, como en el de Servicios y el Compuesto.

Esperamos volver a ver crecimiento en la Eurozona a partir del 2T21.

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

GRÁFICO 1.4: UEM (PMIs).



Fuente: Bloomberg

Además, las vacunaciones masivas estarán combinadas con el comienzo del desembolso a partir de este verano de los apoyos monetarios y fiscales del Fondo de Recuperación Europeo: 750.000M€, enmarcados dentro del

Estrategia de Inversión 3T 2021

Presupuesto de la UE 2021-2027, que se canalizarán a través de transferencias directas (390.000M€) y préstamos (360.000M€) a los Gobiernos. El Fondo ayudará a las economías más afectadas y su desembolso será gradual durante los próximos 7 años.

La OCDE en su reciente informe de previsiones económicas (31-may-21) ha revisado al alza sus estimaciones de crecimiento para 2021 y 2022 tanto a nivel mundial como para Europa, señalando a los avances en las vacunaciones y a los masivos paquetes de estímulos como los principales causantes de esta revisión al alza. En todo caso, La OCDE en su informe **habla abiertamente de la divergencia entre países en cuanto a la rapidez de la recuperación**, señalando que mientras EE.UU., Japón o Alemania recuperarán los niveles pre-pandemia a lo largo de 2021, Francia e Italia no lo harán hasta el 2022 y España tardará incluso hasta 2023.

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

TABLA 1.4: Previsiones OCDE de PIB (junio-21 vs mayo-21)

	2020 ^a	2021e (jun)	(ant)	2022e (jun)	(ant)
Eurozona	-6,7%	4,3%	3,9%	4,4%	3,8%
Alemania	-5,1%	3,3%	3,0%	4,4%	3,7%
Francia	-8,2%	5,8%	5,9%	4,0%	3,8%
Italia	-8,9%	4,5%	4,1%	4,4%	4,0%
España	-10,8%	5,9%	5,7%	6,3%	4,8%

Fuente: OCDE

En el caso de **Alemania**, esta mayor rapidez en la **recuperación** se ve de forma clara en los indicadores adelantados (el ZEW del mes de junio presentó algo de caída hasta 79,8, pero aun así el registro se encuentra en máximos de los últimos 20 años y el IFO también se encuentra en niveles no superados desde julio de 2011). Por otro lado, el Bundesbank acaba de revisar sus estimaciones de crecimiento al alza y espera para 2022 un crecimiento del PIB de Alemania de +5,2%.

En Alemania la recuperación se ve de forma más marcada (ZEW e IFO en máximos de 20 y 10 años respectivamente).

GRÁFICO 1.5: Alemania. ZEW e IFO (expectativas)



Fuente: Bloomberg

Estrategia de Inversión 3T 2021

Por su parte, el BCE en su última reunión del 11 de junio **siguió apoyando la recuperación con estímulos monetarios y mantuvo un mensaje claramente acomodaticio (*dovish*)**: los tipos se mantendrán en los niveles actuales hasta que la inflación converja hasta un nivel suficientemente cercano, aunque inferior a 2% y de manera consistente). El BCE mantiene sin cambios las herramientas de política monetaria: (i) **Tipos Director 0,0%, Depósito -0,5% y Marginal de Crédito +0,25%**; (ii) **Mantiene el PEPP en 1,85 Bn€**. Plazos del programa sin cambios: hasta marzo 2022 y reinversión hasta, al menos, finales de 2023; (iii) **TLTRO-III sin cambios** y (iv) **También mantiene sin cambios el Programas de Compras de Bonos regular (APP) en 20.000M€/mes** durante el tiempo que sea necesario.

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

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

Respecto al **cuadro macroeconómico**, mejoran las proyecciones apoyadas por la recuperación que permite el avance en vacunaciones. Respecto a la inflación las previsiones se incrementan y el BCE señala que las presiones en precios actuales se deben a factores transitorios y están afectadas por el repunte de los precios de la energía y por otros factores que se pueden considerar transitorios. En concreto, el mensaje de la presidenta Lagarde sobre la **inflación** fue muy claro y a pesar de señalar que no descarta ver el IPC tocando niveles superiores a los actuales del +2% a lo largo del año, **considera que la inflación general se mantendrá por debajo del objetivo del banco central durante el horizonte de proyección**.

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

Con todo esto, las nuevas previsiones macroeconómicas del BCE son las siguientes: 2021 +4,6% (vs +4,0% previsto en marzo), 2022 +4,7% (vs +4,1% anterior) y 2023 +2,1% (vs +2,1% anterior). En cuanto a la inflación se establecen las siguientes perspectivas para el IPC: 2021 +1,9% (vs +1,5% previsto en marzo), 2022 +1,5% (vs +1,2% anterior) y 2023 +1,4% (vs +1,4% anterior).

*Previsiones macro BCE:
PIB: +4,6% en 2021 y +4,7% en 2022. IPC: +1,9% en 2021 y +1,5% en 2022.*

Así pues, la conclusión de los mensajes lanzados por el BCE en su última reunión refleja una situación de clara recuperación económica de la Eurozona en 2021 y 2022, sin excesivas presiones inflacionistas y que seguirá de momento apoyada por los estímulos del banco central.

Mención aparte requiere el **mercado laboral**, dado que es **una de las áreas más perjudicadas se ha visto durante la pandemia** especialmente en los países del sur de Europa donde la tasa de desempleo ya era elevada antes de la pandemia. Es cierto que estos países recibirán una mayor porción del Fondo de Recuperación y del PEEP del BCE, pero en cualquier caso **esperamos un repunte de la tasa de paro en 2021 fruto del final de los ERTes**. Así, a pesar de la esperada mejora en PIB, **esperamos que la tasa de paro se sitúe en el 8,4% en 2021 (vs 8,0% a cierre de 2020) y comience a recortar en 2022 hasta el 8,2%**.

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

En resumen, la Eurozona presenta un escenario moderadamente positivo con una progresiva recuperación de cara a la segunda mitad del año. El ritmo de avance en las vacunaciones y el alcance de las medidas de estímulo serán los que determinarán el ritmo de la recuperación. **Nuestro escenario central apunta a una recuperación del PIB en la Eurozona del +4,3% en 2021 y +4,2% en 2022 (vs -6,7% en 2020)**.

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

Suiza: "Inicio de año mejor de lo esperado. Buenas perspectivas. Todos los indicadores apuntan a un fuerte crecimiento en lo que resta de año"

***Todo sigue igual.** Un trimestre más, a pesar del retroceso en el PIB por la incidencia del virus, **evoluciona de forma favorable** en relativo frente a la UE (-0,5% vs -1,3%). La realidad es que una flexibilidad de las restricciones, unas cuentas públicas saneadas y una productividad elevada favorece la evolución del país en un entorno complicado. En consecuencia, todos los **indicadores macro** apuntan a una **fuerte recuperación en la segunda parte del año** que se extenderá a los primeros trimestres de 2022. Esto es posible debido a la reactivación del comercio global, Suiza tiene una alta dependencia de sus **exportaciones** al ser un país muy industrializado. Tanto el indicador adelantado KOF como el PMI Manufacturero anticipan la buena evolución del sector/economía. El principal problema sigue siendo el **Franco Suizo**. A pesar de las fuertes intervenciones del SNB, permanece apreciado. Estimamos una **progresiva depreciación** para los próximos años: 1,09/1,14 para 2021 y 1,11/1,16 para 2022 y 2023.*

Un trimestre más vuelve a demostrar resiliencia. En un entorno de aumento de incidencia del virus en todos los países de la zona Euro, Suiza se desenvuelve mejor ante unas medidas de restricción más flexibles y un sólido tejido industrial. Además, uno de los factores diferenciales en este entorno es la adecuada gestión de sus cuentas públicas (deuda/PIB <30% en los últimos años). Un superávit fiscal año tras año ha facilitado la aprobación de fuertes estímulos en 2020 (8,5% PIB). Capea bien el temporal en el 1T21 (PIB -0,5%) y **apunta a un fuerte crecimiento en la segunda parte del año** y en los primeros trimestres de 2022.

Crecimiento ganando tracción a medida que avanza el 2021.

Todos los indicadores macro refuerzan este escenario. El indicador adelantado KOF se sitúa en máximos históricos (143,2). Esto es coherente con un PMI Manufacturero en máximos desde 1995. Las compañías suizas - altamente dependientes de las exportaciones - se benefician de la reactivación de la demanda global. Este hecho se constata ya que los inventarios se reducen a pesar de un fuerte incremento de la producción. En paralelo, el sector servicios, más dependiente del consumo interno, muestra una recuperación más progresiva que irá ganando tracción en la segunda parte del año y a lo largo de la campaña turística de invierno.

Los indicadores macro refuerzan las expectativas de crecimiento. Suiza se beneficia de la reactivación de la demanda global.

Todo sigue igual en el Franco Suizo. Tendencia de fondo depreciatoria. Prácticamente sin cambios en lo que respecta al Tipo de Cambio que sigue siendo uno de los principales problemas para Suiza. Su divisa sigue estando muy apreciada y el SNB lo recalca en cada una de sus reuniones. Por tanto, la estrategia del Banco Central no va a cambiar. Seguirá interviniendo el mercado de divisas con fuerza con el objetivo de depreciarla. Estas acciones por parte del Banco Central se unen a una menor presión sobre las divisas refugio en un entorno con incertidumbre a la baja. En este contexto, mantenemos nuestra estimación en el Tipo de Cambio €/CHF: 1,09/1,14 para 2021 y 1,11/1,16 para 2022 y 2023.

El SNB sigue comprometido con su divisa. Tendencia depreciatoria en el EUR/CHF.

Ante la combinación de buena evolución/perspectivas, **revisamos nuestra estimación de PIB 2021 hasta +3,4%** desde +3,1%. En 2022 continuará creciendo a buen ritmo (2,6% vs 2,5% anterior) impulsado por los primeros trimestres del año. Estimamos una normalización del PIB en 2023 (+1,8%). Revisamos a la baja la estimación de Tasa de Paro hasta 2,9% en 2021 ante la progresiva reactivación de todos los sectores y 2,8% en 2022/2023. Supone permanecer aún alejado de niveles pre-pandemia (2,3%). Sin presión por el lado de los precios. Además, un franco apreciado actúa como freno de la inflación. Mantenemos la estimación en +0,6% para 2021 y en +0,7% para 2022, lejos del objetivo del SNB (~2%).

Revisamos al alza nuestras previsiones de crecimiento en 2021 y 2022.

Reino Unido: "Importa el crecimiento, la salida de la crisis y la vuelta a la normalidad. Los problemas del proceso del *Brexit* han pasado a un segundo plano"

*La revisión al alza de las previsiones económicas refleja una recuperación de la inversión en 2021 y a partir de 2022 del consumo a medida que se recogen las ventajas de una campaña de vacunaciones que va por delante de muchos países y que posibilita el regreso a la normalidad. Este perfil de recuperación es favorable para los mercados que se debaten entre las bondades de una recuperación temprana y las dificultades que puede originar un *Brexit* con lagunas que parece que el Reino Unido tiene poco interés en solucionar. Revisamos al alza nuestra estimación de PIB 2021 hasta +7,0% desde +5,0%, para 2022 +5,5% desde +5,0% y +2,0% en 2023. Vemos que la presión inflacionista aumenta y prevemos una inflación de +2,5% en 2021 (anterior +1,6%) y +2,0% en 2022 (anterior +1,9%) lo que podría reflejarse en un endurecimiento de la política monetaria y una subida del Tipo director al +0,15% a finales de 2022 y +0,20% en 2023. Respecto a la divisa, prevemos que siga la lateralidad en 2021 y que posteriormente la tendencia sea de suave apreciación hacia 0,78/0,84 €/GBP en 2022 (anterior 0,84/0,87 €/GBP).*

El BoE no hizo cambios en su última reunión de mayo, el tipo director permanece en **0,10%**. Desde noviembre 2020 **no ha modificado el volumen del programa de compra de activos que está en 895.000MGBP** (875.000M GBP soberanos y 20.000M GBP corporativos) tras más que doblar su volumen durante el año 2020. Ajustará su política económica para alcanzar el **objetivo de inflación de +2%** (el IPC sube en mayo a +2,1% a/a, +1,5% en abril) y no la endurecerá hasta que se absorba la capacidad productiva ociosa, la economía se recupere y alcance el objetivo de inflación. Respecto al **escenario macro**, el BoE **eleva en mayo sus previsiones** (las recortó en febrero) de PIB 2021 a +7,25% a/a (+5,0% anterior) vs una contracción de -9,9% en 2020. Reduce la previsión 2022 a +5,75% vs +7,25% estimado en noviembre y +1,25% para 2023 (sin cambios) y prevé recuperar los niveles pre-pandemia en 2022. En positivo las vacunaciones y la reducción del confinamiento (aunque se acaba de retrasar la ampliación de los horarios de ocio). Lo negativo: el *Brexit*.

Las **relaciones con la UE** siguen tensionadas desde la salida británica del bloque comunitario. La Comisión Europea ha iniciado un **proceso formal de infracción contra el Reino Unido** por vulnerar unilateralmente el Acuerdo de Retirada sobre el protocolo de Irlanda del Norte. Supone una respuesta a la decisión británica de prorrogar hasta octubre el periodo de gracia en los controles aduaneros en Irlanda del Norte que venció en abril. La sensación es que el Reino Unido demora los tiempos para resolver los conflictos con la UE, apura los plazos de las negociaciones y tensa la cuerda en las relaciones con la Comisión Europea. **El proceso de salida de la UE puede alargarse, los mercados dan poca importancia a estas noticias que son negativas para las previsiones macro.**

Entorno macro: Modificamos nuestras estimaciones para el PIB de Reino Unido a +7,0% en 2021 (+5,0% ant.) ante las mejores perspectivas. Para 2022 estimamos +5,0% (sin cambios) y +2,0% en 2023. Las **tensiones inflacionistas aumentan** (IPC +2,5% en 2021 +1,6% ant.) y +2,0% en 2022 (+1,9% ant.) y 2023. No esperamos cambios en la política monetaria hasta el final de 2022, el **Tipo Director** podría elevarse al 0,15% (0,10% actual) y 0,20% en 2023, impulsando una **apreciación de la libra**.

Divisa: Se cumplen nuestras expectativas y esperamos que, tras la reciente apreciación de la libra, se mantenga en los **próximos meses en un rango lateral en el entorno de 0,84/0,89€/GBP** y que se aprecie hacia **0,78/0,84 €/GBP en 2022** (anterior 0,84/0,87 €/GBP).

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

¿Brexit, qué Brexit? las relaciones ente el Reino Unido y la UE no pasan por su mejor momento pero a los mercados esto les importa poco a pesar de las connotaciones negativas para la macro

Revisamos al alza nuestras estimaciones del PIB: +7,0% en 2021 (+5,0% ant.), +5,0% en 2022 (sin cambios) y +2,0% en 2023. Aumentan las presiones inflacionistas.

Esperamos que a largo plazo la libra se aprecie vs. Euro: 0,84/0,89€/GBP en 2021 y 0,78/0,87 €/GBP en 2022.

Estrategia de Inversión 3T 2021

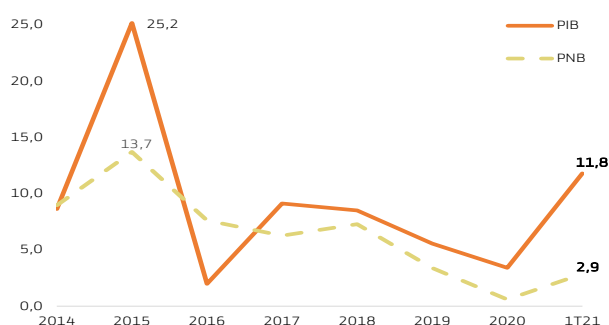
Irlanda: "vuelve a crecer con fuerza, pero riesgo en mayor presión fiscal".

Irlanda vuelve a destacar positivamente y a mostrar resiliencia al COVID-19. El atractivo del país para las multinacionales, por su reducida tasa impositiva, y las generosas ayudas fiscales introducidas, principalmente directas, han permitido esta fortaleza. Estimamos que la economía seguirá creciendo en los próximos trimestres, en un entorno de recuperación y vacunación masiva, si bien conviene monitorizar el posible acuerdo internacional para elevar la tasa impositiva corporativa mínima, la abultada deuda privada, la evolución de los ERTes y las tensiones por el Brexit entre Reino Unido y Europa.

El PIB vuelve a crecer con fuerza en 1T21: +11,8%, impulsado por las partidas de Gasto Público y Exportaciones. Irlanda se ve beneficiada de la fuerte presencia de multinacionales, que se ven atraídas por una tasa fiscal más atractiva. Esto, que supone un evidente impulso a su PIB, implica a su vez uno de sus principales desafíos a corto plazo, por un posible acuerdo global que elevaría la tasa impositiva mínima a las multinacionales hasta 15%, independientemente de su ubicación (promedio actual en Irlanda 12,5%). Además, explica la fuerte divergencia entre PNB y PIB, tal y como se observa en el siguiente gráfico. A pesar de ello, y en coherencia con la buena evolución del PIB en 1T21, hemos revisado al alza nuestras estimaciones de crecimiento en 2021 hasta +6,5% desde +5,0%. Mantenemos +5,5% en 2022 y estimamos en 2023, +5,3%. Este nivel compara con la estimación de la Comisión Europea +4,6% en 2021 y +5,0% en 2022.

Irlanda vuelve a liderar el crecimiento económico en la Eurozona. Crecerá +6,5% en 2021, +5,5% en 2022 y +5,3% en 2023.

GRÁFICO 1.6: Irlanda. PIB vs PNB 1T21



Fuente: Central Statistics office (CSO), Irlanda.

En el mejor comportamiento de Irlanda ha sido decisivo el contundente apoyo con ayudas fiscales. Ayudas, en su mayor parte directas, que rondan el 10% del PIB. Incluyen subsidios por desempleo, exenciones fiscales, sanidad y subvenciones. También el Banco Central apoya al reducir el colchón anticíclico exigido a los bancos del 1% al 0% y pacta con los bancos una moratoria de pagos de 3 a 6 meses. Estas ayudas han permitido que la Tasa de Paro se mantenga en 5,8%. No obstante, si se incluyen los ERTes ("Pandemic Unemployment Payment, PUP"), la Tasa de Paro alcanzaría el 22,4%. Según nuestras estimaciones, la Tasa de Paro aumentará ligeramente porque algunos empleados abandonarán los ERTes y pasarán a ser desempleados. No obstante, en tanto en cuanto la actividad gane inercia, se reducirá. **Estimamos que la Tasa de Paro se situará en 7,5% en 2021, 7,0% en 2022 y 6,5% en 2023** (vs 9,0% en 2021 y 8,0% en 2022 estimado previamente).

Su buena evolución se explica por la presencia de multinacionales en el país y por las fuertes ayudas fiscales introducidas.

La Tasa de Paro se mantiene inalterada, la incógnita es la evolución de los ERTes. Si fueran incluidos, la Tasa de Paro superaría el 20%.

Estrategia de Inversión 3T 2021

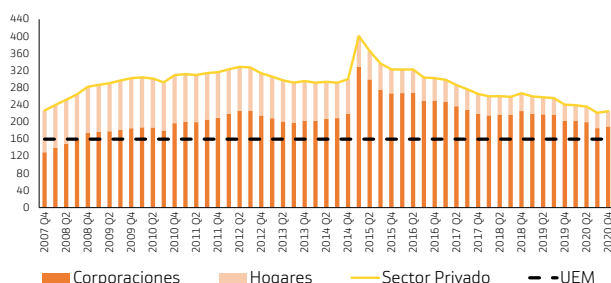
La **Inflación** repunta en mayo (a/a) +1,7%, por el alza de la vivienda y la electricidad. Estimamos una mejora progresiva de los precios por la reactivación de la economía y la vacunación. Estimamos que la Inflación cerrará 2021 en +1,5% y +1,7% en 2022 y +2,0% en 2023 (vs +0,5% en 2021, +0,8% en 2022 previo). El **Sector Inmobiliario** parece mantenerse inmune a la pandemia. Como referencia, en el mes de abril, los precios aumentaron (a/a) +4,5%. El sector goza de muy buena salud y desde 2013 los precios suben +90%, si bien todavía están un -15% por debajo del máximo alcanzado en 2007.

A pesar de sus fortalezas, Irlanda tiene varios desequilibrios a monitorizar:

- (i) **Dependencia de las multinacionales:** presentes, en gran parte, por las ventajas fiscales. Aunque todavía no hay nada determinado, algunos países abogan por elevar hasta el 15% la tasa fiscal impuesta a grandes corporaciones vs 12,5% actual. El desenlace es todavía una incógnita, en cualquier caso, cuenta con un entorno favorable para las empresas: marco jurídico estable, digitalización y mano de obra cualificada.
- (ii) **¿Qué sucederá con los ERTes?:** Aunque la Tasa de Paro es reducida (5,8%), no incluye los ERTes. Los próximos meses son clave para que los empleados retornen al mercado laboral y ver el impacto real una vez que la recuperación gane tracción.
- (iii) **Brexit:** la relación entre Reino Unido y la Unión Europea está tensionada. Inglaterra no quiere cumplir parte del acuerdo firmado y la Unión Europea amenaza con medidas legales.
- (iv) **Endeudamiento:** El Déficit aumentó en 2020 hasta +5,0% (superávit en 2018, 0,5%, y 2019, +0,1%). También se produjo un alza de la Deuda Pública hasta 59,5% desde 57,4%. Un aumento puntual es razonable, además Irlanda emite deuda con tipos muy bajos y tiene reducidas amortizaciones de deuda a corto plazo. No obstante, el principal riesgo es la evolución de la Deuda Privada, uno de los principales desequilibrios del país. Cerró 2020 en 225% sobre el PIB, nivel que contrasta con 160% promedio europeo.

Un posible pacto global para elevar la tasa impositiva corporativa mínima hasta el 15%, es uno de sus principales desafíos

GRÁFICO 1.7: Irlanda. Evolución Deuda Privada sobre PIB.



Fuente: Central Statistics office (CSO), Irlanda.

Como conclusión, Irlanda presenta una economía fuerte y resiliente y continuará entre los países con mayor crecimiento económico a nivel global. Dicho esto, conviene monitorizar su fuerte dependencia de las multinacionales y un posible alza de impuestos, la tensión Europa-Reino Unido, la elevada deuda privada y la evolución de los ERTes.

Como conclusión, Irlanda presenta una economía resiliente, pero conviene monitorizar su deuda privada, las relaciones UEM y Reino Unido, la mayor presión fiscal y la evolución de los ERTes.

Estrategia de Inversión 3T 2021

EE.UU: "A la cabeza del crecimiento de las economías desarrolladas. La Fed abre la puerta a la reducción de la compra de activos y señala dos subidas de tipos para 2023"

Los avances en vacunación, los estímulos fiscales y una tasa de ahorro de los hogares en niveles históricamente altos permiten que **EE.UU. lidere el crecimiento de las economías desarrolladas en 2021-22**. En cuanto a la inflación, una mayor demanda junto con cuellos de botella en la oferta y la subida en el precio de las materias primas llevan a un **repunte en IPC en 2021 por encima de lo esperado**. La Fed considera que el repunte es transitorio y que las expectativas de inflación se mantienen en niveles razonables. El foco se traslada al objetivo del empleo, con la determinación de eliminar la capacidad ociosa en los segmentos más vulnerables de la sociedad. **La creación de empleo evoluciona a un ritmo más lento de lo esperado** y todavía queda por recuperar un tercio de los puestos de trabajo perdidos durante la pandemia. **Pero las expectativas del mercado laboral son buenas**. La demanda de empleo por parte de las empresas supera este gap de empleo perdido en la pandemia y la próxima finalización de los programas de ayuda al desempleo permitirá una importante aceleración en el ritmo de creación de empleo. En este contexto la Fed reconoce que ha llegado el momento **de empezar a considerar una retirada de estímulos monetarios**. La compra de activos (bonos y MBS) se irá reduciendo gradualmente en 2022. El diagrama de puntos señala dos subidas de tipos en 2023 hasta el rango 0,50%/0,75%.

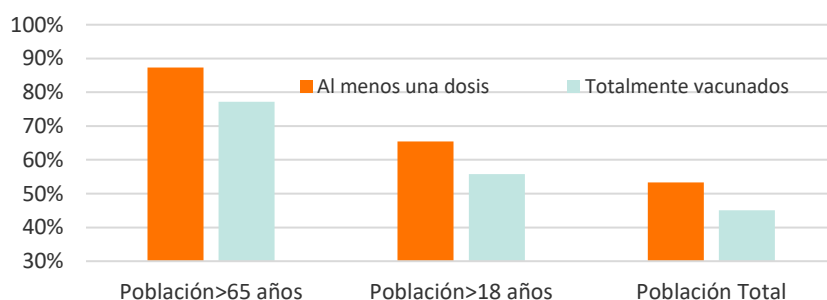
EE.UU liderará el **crecimiento de las economías desarrolladas en 2021-22**. Estimamos un crecimiento del PIB de +7,1% en 2021 y +4,2% en 2022. Los motores: (i) Apertura de la economía gracias a los progresos en vacunación; (ii) Alto nivel de ahorro de los hogares; (iii) Estímulos fiscales y (iv) Mantenimiento de unas condiciones financieras acomodaticias.

EEUU a la cabeza del crecimiento en las economías desarrolladas

En cuanto al ritmo de vacunación, los últimos datos muestran que el 88% de la población mayor de 65 años y el 65% de todos los adultos ya tienen por lo menos una dosis administrada.

En la actualidad, el 65% de todos los adultos ha recibido al menos una dosis de la vacuna

Gráfico 1.8: EEUU-. Vacunación de la Población. Datos a 21 de Junio



Fuente: CDC (Centers for Disease Control and Prevention)

La apertura de la economía coincide con un **alto nivel de ahorro en los hogares**. En junio 2021 se sitúa en 14,4% vs 9,0% de media histórica de largo plazo. Teniendo en cuenta la demanda embalsada, esto supone que la apertura de la economía traerá consigo un fuerte impulso en consumo.

La tasa de ahorro de los hogares en niveles históricamente altos

Los planes de estímulos fiscales también suponen un fuerte impulso a la economía. Desde el comienzo de la crisis del Covid-19, el Congreso ha dado el visto bueno a un total de tres paquetes de estímulos fiscales por valor de 5,0bn\$ (2,2bn\$ en marzo 2020, 0,9bn\$ en diciembre 2020 y 1,9bn\$ en marzo 2021). En conjunto estos tres paquetes de estímulos representan aproximadamente el 24% del PIB americano.

Estímulos fiscales sin precedentes.

Estrategia de Inversión 3T 2021

Adicionalmente y en esta línea, Biden está negociando con los demócratas **un nuevo Plan de Infraestructuras**. La propuesta de Biden es de 1,7bn\$ para los próximos ocho años frente a la oferta de 0,928bn\$ de los republicanos. El objetivo es remediar déficits en servicios esenciales como carreteras, puentes, aeropuertos o red eléctrica, muchos de los cuales datan de los años cincuenta, y modernizar el país para afrontar mejor el cambio climático. El proyecto lleva aparejada una subida de impuestos (tasa mínima del 15% a las corporaciones).

Por el lado de la inflación, el repunte en 2021 está superando las expectativas. El IPC de junio muestra una subida hasta +5,0%, el registro más alto desde agosto 2008. La Fed insiste en que este repunte de inflación en 2021 es transitorio provocado por factores no-recurrentes tales como la reapertura de la economía, determinados cuellos de botella (escasez de semiconductores, precio *containers*), el alza de las materias primas y los estímulos fiscales.

Nuevo Plan de Infraestructuras a medio plazo financiado con mayores impuestos.

El repunte de inflación en 2021 supera las estimaciones de la Fed.

Gráfico 1.9: EEUU-. Expectativas inflación *Breakeven* 2,5 y 10 años



Las expectativas de inflación a medio plazo se moderan desde máximos de mayo.

Fuente: Bloomberg

El banco central monitoriza la evolución de **las expectativas de inflación a medio plazo**, tanto de las encuestas a consumidores como de las descontadas por el mercado. La encuesta de la Universidad de Michigan muestra que las expectativas de inflación a 5-10 años se moderan hasta +2,8% en junio vs +3,0% en mayo. Por otro lado, en el mercado, el *breakeven* de inflación a 10 años se situó en +2,24% en la actualidad desde un registro máximo de +2,56% a mediados de mayo.

La Fed traslada el foco al objetivo del empleo, con la intención de eliminar la capacidad ociosa en el mercado laboral

El objetivo de la Fed es mantener la inflación en el entorno del 2% en el medio plazo. Está dispuesto a tolerar registros más altos durante un tiempo y se siente cómodo con las expectativas de inflación a medio plazo. El foco se traslada al objetivo del empleo, con la intención de eliminar la capacidad ociosa en los segmentos más desfavorecidos.

La creación de empleo mejora, pero a un ritmo más moderado que el inicialmente esperado. De los 22mn perdidos durante la pandemia, quedan por recuperar 7,6mn. La demanda de empleo por parte de las empresas se sitúa en 9,3 mn, superando este gap pre-pandemia de 7,6mn. Sin embargo, la creación de empleo evoluciona a un ritmo más lento de lo estimado. La media de creación de empleo en los últimos tres meses se sitúa en 540k, lo que implica que a este ritmo aún se tardaría 14 meses para alcanzar los niveles pre-pandemia.

El ritmo de creación de empleo evoluciona a un ritmo más lento de lo esperado

Estrategia de Inversión 3T 2021

La necesidad de cuidar de los menores, los temores a contraer el virus, las mejoras en los subsidios de desempleo y la tranquilidad de saber que existe una fuerte demanda por parte de las empresas, mantiene una moderada creación de empleo. Sin embargo, la reapertura de los colegios y la próxima finalización de los programas de ayudas al desempleo permitirán que se acelere el ritmo de creación en los próximos meses.

Gráfico 1.10: EE.UU. Creación de Empleo



Fuente: Bloomberg

La Fed sostiene que todavía estamos lejos de una recuperación completa pero reconoce que se producen avances substanciales hacia sus objetivos de inflación y empleo. Además las condiciones financieras son favorables (bolsas cerca de máximos, baja volatilidad,...). En este contexto, considera que es el momento de empezar hablar sobre una retirada de estímulos.

En su última reunión (16 junio) la Fed abre la puerta a la reducción de la compra de activos (*tapering*). El ritmo actual es 120.000M\$ /mes. El *timing* dependerá de la evolución de los datos. La Fed valorará los progresos hacia sus objetivos "reunión a reunión". El *tapering* será ordenado, metódico y transparente. Esperamos que la Fed de detalles sobre el *tapering* en Septiembre y comience su implementación en 2022.

El diagrama de puntos señala a dos subidas de tipos en 2023. 7 de los 18 miembros del FOMC anticipan subidas de tipos en 2022. Este número sube hasta 13 para 2023, alcanzando la mayoría del Comité. Esperamos que el tipo director se mantenga en el rango 0,0%/0,25% en 2021 y 2022. Para 2023 anticipamos dos subidas hasta el rango 0,50%/0,75%

La TIR del T-Note repuntará gradualmente en los próximos meses: rango 1,80%/2,0% para finales de 2021 y 2,1%/2,3% para finales de 2022.

En cuanto al dólar anticipamos un freno a la tendencia depreciatoria de los últimos meses. Existen argumentos a favor de una depreciación del dólar frente al euro. El dólar pierde atractivo como activo refugio. Una política exterior de EEUU menos beligerante contra Europa, permite un desahogo para el euro. Además, el déficit comercial y mayores estímulos fiscales debilitan al dólar. Sin embargo, la retirada de estímulos monetarios tendrá lugar con anterioridad en EE.UU. lo que supone unos tipos al alza. Además, la rentabilidad real del dólar mejorará de cara a 2022 al dejar atrás los registros más altos de inflación. Estimamos un rango EURUSD de 1,17/1,21 para 2021 y 2022. El riesgo de salirse de este rango sería hacia un dólar algo más apreciado.

La finalización de los programas de ayuda al desempleo permitirá una aceleración en la creación de empleo

El FOMC considera que es el momento de empezar a hablar sobre una retirada de estímulos.

Esperamos que la Fed detalle el plan de reducción de compra de activos (*tapering*) en septiembre y que comience en 2022.

Dos subidas de tipos en 2023 hasta el rango 0,50%/0,75%

TIR del T-Note hacia un rango 2,1%/2,3% para finales 2022

Freno a la tendencia depreciatoria del dólar

Japón: "Su demografía envejecida y el CV-19 retrasa la recuperación. Pero las Exportaciones marcan nuevos máximos e insistimos en la importancia del S. Exterior"

La economía japonesa ha sufrido un impacto del CV-19 mayor de lo esperado. Esto ha lastrado el PIB del 1T21 y probablemente enfrie el 2T. Uno de los motivos de este impacto es su distribución demográfica envejecida: es el rango de población más vulnerable al CV-19 y, además, este envejecimiento ha sido el lastre estructural de Japón porque tiende a reducir la Demanda Interna. Aun así, el Sector Exterior sigue siendo clave: las Exportaciones rebotan superando máximos históricos y las Importaciones aceleran (más Demanda Interna) pero a menor ritmo que las Exportaciones (beneficiando al superávit comercial). Estimamos que la reactivación global liderada por EE.UU. y China impulsará la recuperación japonesa (principales socios comerciales). El Banco Central de Japón mantendrá su política monetaria ultra laxa y la depreciación del Yen también ayudará a la recuperación económica abaratando las compras (Exportaciones) a sus socios comerciales. El PIB'21 moderará el crecimiento, pero a un ritmo razonable.

El CV-19 ha tenido más impacto del esperado en Japón. Ha sido uno de los países que más ha extendido los confinamientos y el estado de alarma y, consecuentemente, se ha visto reflejado en su crecimiento económico. Por este motivo, **el PIB del 1T21 fue peor de lo estimado** en nuestra última Estrategia Trimestral (-1,6% a/a vs +1,0% estimado).

A nivel sanitario, **el CV-19 ha sido mucho más duro que en otros países** y es algo que no podemos entrar a valorar. Pero lo que sí podemos valorar son factores como la relación entre la **distribución demográfica**, la **recuperación post-pandemia** y la **Demanda Interna**. Japón es uno de los países más envejecidos del mundo: el 30% de su población tiene más de 65 años frente al 16%, por ejemplo, en EE.UU. Esto sin duda ha frenado su capacidad de recuperación porque es precisamente este **rango de edad el más vulnerable** al CV-19, y ha obligado a aplicar más restricciones de movilidad/actividad. Y, además, este envejecimiento es uno de los **lastres históricos y estructurales para la Demanda Interna e IPC en Japón**, cuestión a la que volveremos más adelante.

Sin embargo, a pesar de esta ralentización, **insistimos en la importancia del S. Exterior** (e Industrial) por el papel fundamental que está jugando en su recuperación y reiteramos nuestras perspectivas positivas:

Las Exportaciones han registrado en mayo el **mayor rebote de la historia (+49,6%)** superando incluso el nivel marcado tras la crisis financiera (+45,7% a/a), y probablemente seguirá acelerando quizás hasta +60% a/a.

La Balanza Comercial mantiene el superávit conseguido desde febrero (i) gracias al rebote recurrente de las Exportaciones y a unas Importaciones algo más moderadas y **(ii) a pesar de un incremento de las Importaciones** (son un buen indicador porque significa que la Demanda Interna acelera, pero siempre que aceleren en menor medida que las Exportaciones).

Y, retomando la cuestión demográfica mencionada anteriormente, estimamos que la **Balanza Comercial seguirá teniendo superávit** porque: **(a) Las Exportaciones seguirán acelerando** apoyadas en la recuperación económica de sus principales socios comerciales (EE.UU. y China; 60% de las Exportaciones totales) y sobre la piedra angular de la Producción Industrial (pulveriza expectativas con un crecimiento de en torno a +14% a/a); y **(b) las Importaciones aumentarán pero moderadas porque una población envejecida tiende a consumir menos y a elevar la tasa de ahorro** (en torno al 45% de los ingresos totales). Es decir, extraordinario crecimiento externo y suficiente consumo interno. Muy bueno para el PIB.

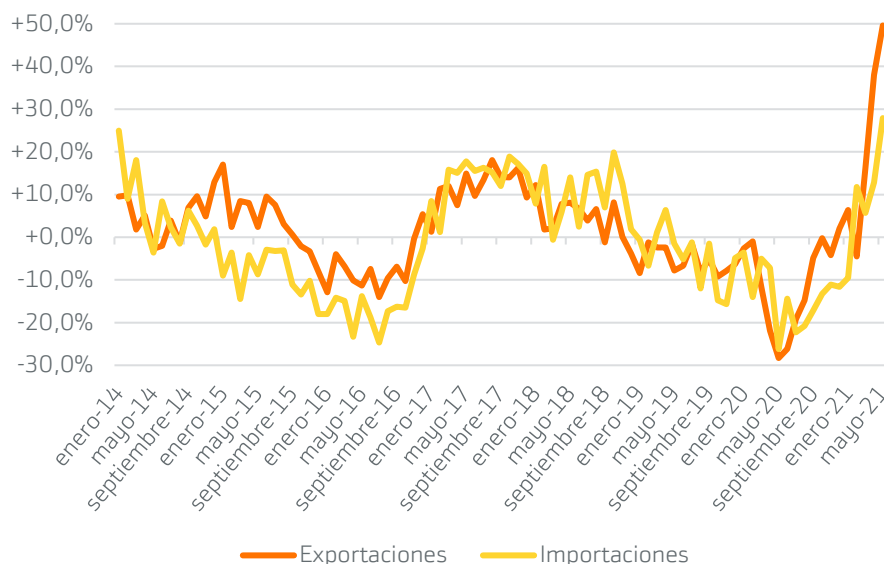
El CV-19 ha tenido un impacto más prolongado de lo esperado y ha lastrado el PIB del 1T21.

Su distribución demográfica envejecida ha sido el lastre estructural de la economía japonesa (poca Demanda Interna) y ahora también ha sido el rango de población más afectado por el CV-19.

Pero el S. Exterior está acelerando extraordinariamente, tal y como estimamos. Y su S. Exterior sigue liderando la recuperación económica.

Estrategia de Inversión 3T 2021

Gráfico 1.11: Evolución Exportaciones e Importaciones (a/a)



En cuanto a la política monetaria, el **Banco Central de Japón mantiene su postura ultra acomodaticia sin cambios**, y abierta a cualquier ampliación de estímulos gracias a un IPC aún muy lejos del objetivo:

1. Mantienen el **Tipo Director en -0,10%** desde 2016. Sin cambios esperados al menos en los próximos 3 años.
2. Objetivo de **rentabilidad del bono a 10 años en 0% (+/- 20 p.b.)**. En la práctica implica mantenerlo en el 0/0,10% (tal y como está ahora), rango en el que estimamos que se mantendrá sin grandes esfuerzos.
3. **Programas de liquidez de emergencia:** (i) compra de acciones del TOPIX vía ETFs y (ii) financiación empresarial con facilidades de crédito y tipos de interés reducidos. En ambos casos, estimamos que los programas se mantendrán al menos hasta finales de año.

En cuanto al **Yen**, mantiene la **tendencia depreciatoria** que estimamos en los anteriores trimestres. Actuó como valor refugio durante el primer golpe del CV-19 (+6% apreciado vs euro). Pero, una vez superado, retomó la **depreciación estructural que había arrancado en 2019** (-15% depreciado vs euro desde mayo'20 hasta junio'21). Mantenemos nuestra perspectiva depreciatoria e incluso **augmentamos el rango** hasta 130/135 desde 128/134 EUR/JPY. Además, esta depreciación beneficiará al S. Exterior, ya que abarata las compras a sus socios comerciales.

En definitiva, **la economía japonesa moderará su crecimiento, pero a un ritmo más que razonable** (+1,9% estimado este año vs +2,7% anterior) teniendo en cuenta su crecimiento histórico reciente (2018: +0,6% a/a; 2019: +0,3%; 2020: -4,9%) con su correspondiente impacto positivo en el Nikkei-225 al que otorgamos un potencial de +12,4% (+7,3% acumulado en el año hasta el 15 de junio).

El BoJ mantendrá su política monetaria ultra laxa: Tipo Director negativo, bono japonés intervenido en la práctica y programas de compra de bolsa (ETFs).

El Yen mantendrá la tendencia depreciatoria porque sigue perdiendo atractivo como valor refugio. Esto incentivará aún más las Exportaciones porque abarata las compras a sus socios comerciales.

El crecimiento económico se modera, pero a un ritmo más que razonable (+1,9% estimado vs +2,7% anterior).

Estrategia de Inversión 3T 2021

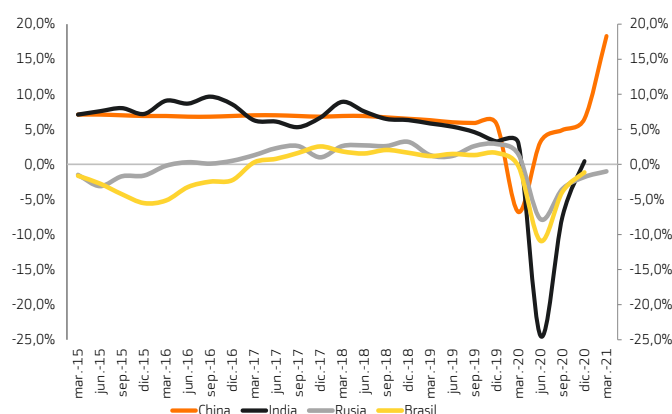
Emergentes: "No es oro todo lo que reluce. Nuestra estrategia de inversión pivota en China, pero con un peso de apenas el 5,0%".

*Nuestra visión macro sobre los emergentes no es mala, pero hay que ir con cuidado. El ciclo alcista en las materias primas, la estabilidad del dólar y la reapertura de las economías sientan las bases para una fuerte **expansión** en 2021. Los múltiplos de valoración de las bolsas y la TIR de los bonos son atractivos en términos relativos (vs desarrollados) pero hay frentes abiertos que invitan a la **prudencia**: (1) **guerra comercial** China/EEUU, (2) **geopolítica** (Rusia & Turquía), (3) evolución de la **pandemia** en India, (4) situación **política** en Brasil, México, Perú, Chile... y (4) el repunte esperado en la **TIR del bono en EE.UU** es un jarro de agua fría – sube el coste de financiación y desincentiva la inversión directa extranjera -.*

Perspectivas: Nuestras estimaciones reflejan un fuerte incremento del PIB en 2021 que se normaliza en 2022/2023. **China** afronta la reapertura de la economía global con buenos fundamentales (PIB 2021 e: +8,5% vs +2,3% en 2020). **India**, va más rezagada por la pandemia, pero los indicadores de actividad apuntan en la buena dirección (PIB 2021: +10,0% vs -7,1% en 2020). **Turquía**, gana tracción (PIB 2021: +5,9% vs +1,6% en 2020) pero las injerencias del presidente Erdogan en la política monetaria presionan la Lira a la baja y entorpecen la (necesaria) entrada de capitales. Los indicadores de actividad mejoran en **Rusia**, pero una campaña de vacunación lenta amenaza con frenar la recuperación mientras el IPC acelera. La economía gana cierta inercia en **Brasil**, pero los contagios son elevados, la inflación sube y el Paro permanece a niveles altos. El sector manufacturero y la recuperación del consumo impulsarán el crecimiento en **México**, pero la inseguridad jurídica sigue siendo elevada.

Nuestras estimaciones reflejan un fuerte repunte del PIB en 2021, pero es mejor ir con cuidado (Guerra comercial, geopolítica, Pandemia...)

Gráfico 1.12: Evolución del PIB en las principales economías



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

China: Una economía orientada hacia la **Industria** - menos afectada por el CV19 - y los estímulos fiscales desplegados a nivel global, explican la rápida recuperación en 2T20/1T21: (1) China está a la cabeza de la **expansión** global (+8,5% en PIB 2021 e vs +5,8% en el PIB Global) sin presiones inflacionistas, por ahora (+1,3% en mayo vs +5,0% en EEUU), (2) los fundamentales son sólidos (Producción, Inversión, Paro...) y (3) la política monetaria es prudente (tipos reales positivos). En definitiva, la **actividad gana tracción** (+18,3% en PIB del 1T21 vs -6,5% en 4T20) y revisamos al alza nuestras previsiones de PIB 2021 hasta 8,5% (vs +7,8% ant.) y 2022 a 5,6% (vs 5,5% ant.). Fijamos nuestra estimación para 2023 en +5,5%.

China está a la cabeza de la expansión mundial, gracias a una economía orientada hacia la industria y el despliegue de estímulos fiscales en el resto del mundo

Estrategia de Inversión 3T 2021

India: Es uno de los países más afectados por el CV19, pero los Indicadores más recientes de actividad (Producción Industrial, PMIs...) invitan al optimismo en 2S21. El precio de las materias primas agrícolas – fundamental para una economía muy dependiente de este sector – está en niveles no vistos desde 2016 y la Masa Monetaria crece a un ritmo de +15,6%. El RBI (Banco Central) mantiene una **política monetaria laxa** – tipos de interés en mínimos históricos – porque la Inflación está en el rango bajo del objetivo (4,3% en mayo vs 4,0%/6,0% de objetivo) y afloja la presión sobre la Rupia. Nuestras previsiones reflejan un repunte fuerte del PIB en 2021 (+10,0% vs +11,0% ant.) y 2022 (+8,0% vs +6,0% ant.) que pierde ímpetu en 2023 (+5,8% e).

India va más rezagada por el impacto de la pandemia, pero los indicadores de actividad invitan al optimismo...

Turquía: Debe afrontar 2 grandes retos: (i) normalizar las relaciones comerciales y geopolíticas con EEUU y UEM y (ii) garantizar la independencia del **Banco Central**. La sustitución del Gobernador Naci Agbal tras subir el tipo de referencia en marzo por Sahap Kavcioglu (próximo al AKP de Erdogan) pone en cuestión la independencia del BC y presiona la Lira a la baja. Los fundamentales son débiles, pero se atisba un **cambio cíclico** a mejor. Con una Inflación disparada (16,6%) y una Tasa de Paro ~13,1%, la sostenibilidad de la recuperación depende de la Confianza de los Inversores. La reapertura de la economía y del turismo en particular marcan un punto de **inflexión** en 2S21. Nuestras previsiones reflejan un repunte del PIB hasta +5,9% en 2021 (vs +5,8 ant.) que pierde intensidad en 2022 (+3,8% vs +4,1% ant.) y 2023 (+4,0% e).

Turquía: Las injerencias del presidente Erdogan en la política monetaria, ponen en cuestión la independencia del BC y presionan la cotización de la Lira.

Rusia: Los indicadores de actividad mejoran y los PMIs se mantienen claramente por encima del nivel de expansión tanto en el sector servicios como en el manufacturero. El precio del petróleo se mantiene soportado. **El mercado laboral recupera gradualmente** y la Tasa de Paro se modera, aunque permanece a niveles aún elevados. Sin embargo, **una campaña de vacunación que avanza muy lentamente**, ante el recelo de la ciudadanía sobre la eficacia de la vacuna nacional, **hace prever una ralentización de esta recuperación en próximos meses**.

Una campaña de vacunación lenta amenaza con frenar la recuperación económica y una IPC elevado provocará nuevas subidas del tipo director

Nuestras estimaciones apuntan a un crecimiento de +3,3% en 2021 (vs. +3,1% anterior) que se moderará hasta +2,3% (sin cambios) en 2022 y +2,0% en 2023.

El gran problema sigue siendo el frente precios. El IPC se mantiene claramente por encima del nivel vigilado por el banco central (6,0% en mayo vs. 4,0% objetivo) y eso desencadena un ciclo de subidas de tipos que arrancó en febrero de este año. En la última reunión celebrada el 11 de junio el tipo director se elevó en 50 p.b. hasta 5,50%. **El banco central avisa de la necesidad de implementar más subidas en próximas reuniones.** De hecho, considera que la inflación no volverá a estar en línea con su objetivo hasta el segundo semestre de 2022.

Con todo ello pensamos que el binomio rentabilidad/riesgo sigue sin ser lo suficientemente atractivo como para tomar exposición al país.

Brasil: La actividad se normaliza y gana inercia. El Consumo sigue suavizando su caída, la Inversión acelera con fuerza y las Exportaciones seguirán soportadas gracias a la mayor demanda de alimentos y materias primas. Sin olvidar la recuperación de China y EE.UU., los dos principales socios comerciales del país. De este modo, el PIB alcanzará +4,0% en 2021 (vs. +3,8% estimado previamente), +2,5% en 2022 (sin cambios) y +2,3% en 2023.

La actividad mejora impulsada por el Consumo, la Inversión y el Sector Exterior...

Estrategia de Inversión 3T 2021

Los riesgos siguen siendo prácticamente los mismos que identificábamos en el trimestre anterior. Por ello, **seguimos defendiendo que no es momento para tomar exposición al país**. En concreto:

- (i) La **situación sanitaria** sigue siendo complicada con un nivel elevado de contagios y una campaña de vacunación lenta.
- (ii) La **inflación** continúa acelerando y añade presión al banco central del país. De hecho, prevemos que el **ciclo de subida de tipos** iniciado en marzo continuará de tal manera que la Tasa Selic, el tipo director, cerrará este año en 6,0% y bajará ligeramente (hasta 5,25%) en 2023.
- (iii) El **paro** sigue una tendencia alcista que se moderará en próximos trimestres, pero tan solo ligeramente. La mejora del empleo es clave para asegurar la recuperación del Consumo. Como referencia, el **PMI de Servicios** sigue anclado por debajo del nivel de expansión (48,3 a cierre de mayo).

... pero los riesgos persisten: elevado nivel de contagios, inflación acelerando y Tasa de Paro alta

México: Mejoramos nuestras estimaciones de crecimiento para el país en base a:

- (i) Una fortaleza mayor a lo estimado inicialmente del **sector manufacturero**. En gran medida derivada de la fuerte recuperación en EE.UU., principal socio comercial del país.
- (ii) La **mejora de los contagios** por Covid-19 desde inicios de año ha permitido una suavización gradual de restricciones desde mediados de febrero. Con ello, conforme avance este ejercicio y a lo largo de 2022 el Consumo tomará poco a poco el relevo de las manufacturas como motor del crecimiento. Será también clave la mejora que prevemos en el mercado laboral. Estimamos que la Tasa de Paro se estabilizará alrededor de 4,0%.
- (iii) La **recuperación de los precios del petróleo** es un catalizador adicional. Pemex supone en torno a un 5% del PIB del país.

Mejoramos nuestras estimaciones de crecimiento gracias a la fortaleza del sector manufacturero y la recuperación del Consumo

Con todo ello, anticipamos un crecimiento del PIB de +5,1% en 2021 (vs. +4,5% anterior), +2,6% en 2022 (vs. +2,5% previo) y +2,1% en 2023.

La **inflación ha acelerado con fuerza** recientemente influida por una baja base comparativa y por el repunte de los precios del petróleo. A futuro se moderará gradualmente. La economía sigue teniendo una alta capacidad ociosa. Por ello, pensamos que el banco central dará por terminado de momento su ciclo de recortes de tipos, pero no los subirá. De hecho, retomará las bajadas a partir de 2022 cuando la inflación muestre una senda más benigna.

La aceleración de la inflación impide que el banco central recorte tipos y la inseguridad jurídica sigue siendo muy elevada

El principal riesgo que identificamos sigue vinculado a la **inseguridad jurídica** y la necesidad de introducir reformas que simplifiquen la regulación y fomenten la inversión privada.

Con todo ello, **mantenemos inalterada nuestra visión Neutral sobre el país**.

Perspectivas para las principales divisas

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2021)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,17/1,22	Anticipamos un freno a la tendencia depreciatoria del dólar de los últimos meses. Reconocemos que existen argumentos a favor de una depreciación del dólar frente al euro. El dólar pierde atractivo como activo refugio. La política exterior de EE.UU. es menos beligerante contra Europa, lo que permite un desahogo para el euro. Además, el déficit comercial y mayores estímulos fiscales en EE.UU debilitan al dólar. Sin embargo, la retirada de estímulos monetarios tendrá lugar con anterioridad en EEUU lo que supone unos tipos al alza. Además, la rentabilidad real del dólar mejorará de cara a 2022 al dejar atrás los registros más altos de inflación en 2021. Estimamos un rango EURUSD de 1,17/1,22 para 2021 y 2022. El riesgo de salirse de este rango, sería hacia un dólar algo más apreciado.	Lateral/Apreciatoria 
Yen	130/135	Mantenemos nuestras estimaciones depreciatorias del Yen respecto al Euro. Los motivos son tres: (i) Pérdida de atractivo como valor refugio gracias a la reactivación económica global, algo ya visto desde junio 2020; (ii) Política monetaria y fiscal ultralaxa, con programas de compra de bonos y bolsa en la práctica infinitos por parte del BoJ, e inyecciones fiscales superiores al 50% del PIB por parte del Gobierno; y (iii) por la ralentización de recuperación económica en Japón (no preocupante), causada por la extensión de confinamientos y el envejecimiento demográfico de su población.	Depreciatoria 
Franco Suizo	1,09/1,14	Nuestra perspectiva para el Franco Suizo no ha cambiado. La tendencia de fondo sigue siendo depreciatoria por dos motivos: (i) el SNB seguirá interviniendo su divisa con fuerza. Insiste en que aún permanece muy apreciada. La fortaleza del Franco conlleva una pérdida de competitividad y presiona la inflación a la baja. (ii) En un entorno de recuperación económica los activos refugio pierden atractivo. Mantenemos nuestra estimación para 2021 en 1,09/1,14 y en 1,11/1,16 en 2022 y 2023.	Depreciatoria 
Libra	0,84/0,90	La libra, se ha mantenido en el segundo trimestre de 2021 fluctuando lateralmente en el entorno de 0,86 €/GBP tras apreciarse desde niveles de 0,90 €/GBP en enero, cumpliéndose nuestro pronóstico. Estimamos que este comportamiento lateral continuará durante 2021 y que a más largo plazo la divisa inicie una progresiva apreciación. Esperamos un rango lateral de 0,84 /0,89 €/GBP en 2021 (anterior 0,86/0,90€/GBP) y de 0,78/0,84 €/GBP en 2022 (anterior 0,84/0,87€/GBP).	Apreciatoria 

Estrategia de Inversión 3T 2021

2. España y Portugal.

2.1.- España: "El 2T21 inicia la recuperación, incertidumbres en velocidad e intensidad."

Avanzamos hacia trimestres de recuperación, gracias a la aceleración en el ritmo de vacunación que debe permitir la reducción de las restricciones. Esto se produce tras un débil inicio de año (-4,3% a/a 1T21) marcado por factores transitorios como la tercera ola y el temporal Filomena.

Revisamos al alza nuestras estimaciones para 2021 PIB +6,0% a/a (desde +5,9%) y +5,8% a/a para 2022e (desde +5,4%) e introducimos la estimación para 2023 +1,9% a/a. Los motores del crecimiento serán: (1) la recuperación del Consumo Privado y de la demanda embalsada (tras una Tasa de Ahorro del 14,7% sobre RBD en 2020 vs media histórica 8,5%); (2) la progresiva recuperación del S. Exterior (y del turismo internacional) con mayor contribución en el 2022e a medida que se reduzcan/eliminen las restricciones a la movilidad internacional; y (3) los fondos europeos (NGEU), cuyo calendario se va confirmando. Pendiente de la aprobación del Consejo Europeo, el desembolso de la pre-financiación (9.000M€) se espera para julio 2021. A partir de ahí, los desembolsos se realizarían dos veces al año, sujeto al cumplimiento de hitos y reformas. Hemos mantenido nuestras estimaciones que apuntan, en el escenario central, a una aportación +1pp en 2021, +1,8pp en 2022e y +1,2pp en 2023e.

El mercado laboral inicia también una fase de progresiva recuperación, aunque la creación neta de empleo debe recuperar todavía 544mil empleados en ERTE y 442,5mil autónomos con prestaciones especiales en mayo-21 (en torno a 4pp de población activa). Mantenemos nuestra estimación de una Tasa de Paro del 17% dic-21 (16,1% en media anual), si bien la extensión de los ERTE hasta sept-21 podría moderar la tasa a final de año. Para 2022e proyectamos una mejora hacia 15% 2022e y 14,7% en 2023e, todavía algo superior al 13,8% en 2019.

El volumen de Deuda Pública se elevó en +24 pp en 2020 (hasta 120%/PIB) y se mantiene por encima del 119% del PIB en nuestro horizonte temporal (2023e), lo que supone una vulnerabilidad a medio plazo, ya que limita la capacidad de reacción a futuro de las AA.PP. o una mayor carga financiera en un entorno de mayores costes financieros. La Comisión Europea ya ha solicitado políticas fiscales prudentes a medio plazo, especialmente a los países más endeudados.

Mantenemos dos escenarios alternativos, aunque el rango se estrecha ante el avance en la vacunación: Escenario Pesimista apunta un PIB +4,2% a/a para 2021 y +3,4% en 2022, mientras que en el Positivo un PIB del +7,1% para 2021 y +6,6% 2022.

Iniciamos el ejercicio con una contracción del -4,3% a/a en el PIB 1T21 (vs -10,8% del conjunto del 2020), lo que en términos intertrimestrales supuso una vuelta a tasas negativas tras dos en positivo (-0,52% t/t en el 1T21 vs +0,01% del 4T20y especialmente vs +17,05% del 3T20).

Esta evolución estuvo marcada fundamentalmente por dos motivos que se han diluido: (1) las restricciones de la tercera ola y (2) el impacto del temporal Filomena.

La tendencia a la recuperación comienza a proyectarse en indicadores adelantados, que se han acelerado en los últimos meses, especialmente los de Servicios. Tanto el PMI de Manufacturas como el de Servicios se encuentran ampliamente en zona de expansión en mayo (59,4).

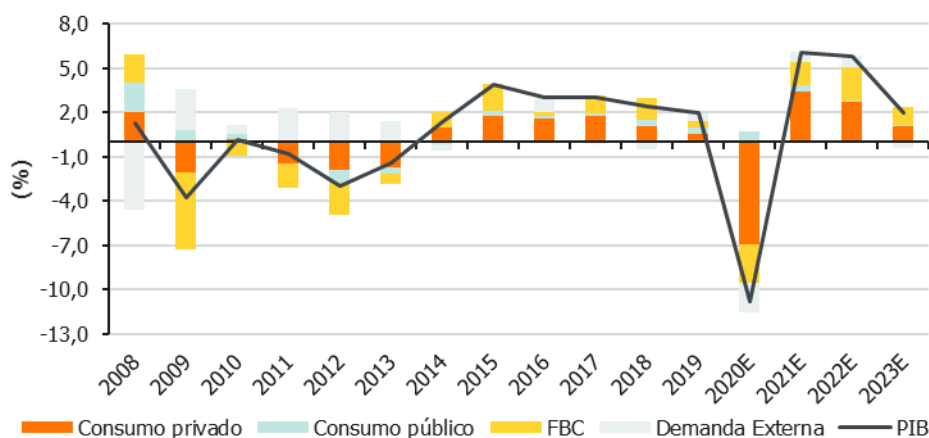
Hemos revisado al alza nuestras expectativas para 2021 al 6,0% a/a (vs 5,9% ant.) y particularmente para 2022 al 5,8% a/a (vs 5,4% ant.); e introducimos por primera vez nuestras proyecciones para 2023 +1,9% a/a. Esto supone: (1) una aceleración desde el 2T21; (2) una contribución al crecimiento de todas las partidas en el ejercicio; y (3) recuperar el nivel de actividad pre-pandemia en 2023e, en nuestro escenario central.

1T21 volvió a tasas de PIB intertrimestrales negativas (-0,52% t/t) tras dos trimestres en positivo (especialmente el 3T20)

Proyectamos PIB +6,0% 2021e y +5,8% 2022e. Introducimos +1,9% 2023e. En términos reales, se alcanzarían niveles prepandemia en 2023e.

Estrategia de Inversión 3T 2021

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



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

La revisión para 2021e (+1pp) es moderada y se basa en la recuperación de la Demanda Interna, especialmente el Consumo Privado impulsado por la aceleración de la vacunación que contribuya a reducir las restricciones a la movilidad y la recuperación de la demanda embalsada. En 2022e la revisión (+4p) se basa en una demanda interna todavía fuerte y el mayor impacto del Sector Exterior (y del turismo internacional) cuya recuperación se inicia en 2021e. Hemos mantenido nuestras principales hipótesis para los fondos europeos.

El 2T21 inicia la senda de recuperación, no exenta de incertidumbres en velocidad e intensidad

Desde un punto de vista intertrimestral proyectamos la recuperación de tasas positivas desde el 2T21 (+1,9% t/t) que debería acelerarse en la segunda mitad de año (+2,4% t/t en el 3T, +2,1% t/t en el 4T21). Desde un punto de vista interanual, el 2T21 compara con el de mayor paralización de actividad del 2020, por lo que proyectamos un +18,7% a/a.

Los principales motores del crecimiento deberían ser: (1) la vacunación, que permita la recuperación del Consumo Privado (y de la demanda embalsada), así como la progresiva recuperación del turismo internacional (a medida que se reduzcan/eliminen las restricciones a la movilidad internacional); y (2) el inicio de la distribución de los fondos europeos en el 2S21.

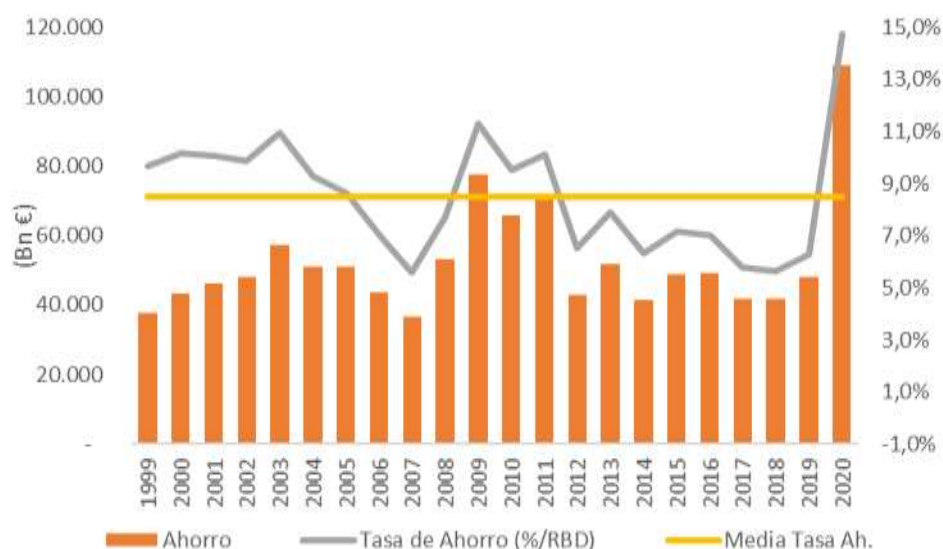
1.1.- Nuestras estimaciones apuntan a una recuperación del Consumo del 6,9% a/a en 2021e, 4,9% 2022e y 1,8% 2023e, en el escenario central. En 2020 la Tasa de Ahorro se elevó al 14,7% de la Renta Bruta Disponible (RBD) vs una media del 8,5% en los últimos 20 años y aún menor en los últimos (lo que supone en torno a 46.000M€ por encima de la media, un 4,1% del PIB 2020). Este ahorro extraordinario se debió, en parte, a la imposibilidad de consumir durante el confinamiento y, en parte, a motivos de precaución ante la incertidumbre sobre el mercado laboral. Estimamos una tendencia progresiva a la normalización hasta 2023e.

Revisión al alza, inicialmente por Consumo Privado (demanda embalsada), seguida de mejora del S. Exterior

Tendencia a la recuperación del Consumo, el Turismo y la Inversión. La incertidumbre en la velocidad e intensidad

Estrategia de Inversión 3T 2021

GRÁFICO 2.1.2: Evolución de la Tasa de Ahorro, 1999-2020



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

1.2.- El S. Exterior mejorará también su contribución al crecimiento en 2021 (+0,1% vs -2,0% en 2020) aunque limitado por el crecimiento de las Importaciones ante la recuperación de la Demanda Interna en 2021 y el aumento del precio del petróleo. **Anticipamos un incremento en la contribución en 2022e (+0,7pp), impulsado por la aceleración de las Exportaciones** (y del turismo internacional, donde nuestras proyecciones apuntan al inicio de la recuperación en 2021e pero todavía en torno -50% vs máximos de 2019 y -10% en 2022e), **ante la aceleración del crecimiento en los mercados internacionales y la mayor reducción/eliminación de las restricciones a la movilidad internacional** (especialmente de los principales países de origen del gasto turístico internacional que en 2019 fueron Reino Unido, 19,4%, Alemania 12,7% y Francia 8,3%).

GRÁFICO 2.1.3: Evolución del Turismo Int. y Total de Exportaciones, (en 2019=100)



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 3T 2021

2.- Los Fondos Europeos mantienen su calendario, inicio de desembolso en el 2S21 (de los 140.000M€ para España, 69.528M€ son transferencias, en torno 6% PIB). El pasado 16 de junio, la Comisión Europea dio su visto bueno al Plan de Recuperación de España, proceso que deberá finalizar con la aprobación del Consejo Europeo (plazo de cuatro semanas, por mayoría cualificada). Posteriormente los desembolsos estarán vinculados a revisiones bianuales y al cumplimiento de hitos, (con reformas relevantes pendientes como la del Mercado Laboral o el Sistema de Pensiones).

Una vez recibida la aprobación del Consejo, se produciría el **desembolso de la prefinanciación** (13% del total de las transferencias), que en el caso de **España serían 9.000M€** (0,8% del PIB 2020) que **se espera para julio**. En total, los Presupuestos Generales del Estado 2021 contemplaban la solicitud de 27.000M€, entre prefinanciación y el primer desembolso y otros fondos de NGEU, (lo que supondría 27% del total y 2,4% del PIB 2020).

Mantenemos nuestras proyecciones iniciales, de un impacto más limitado y concentrado en la segunda mitad de 2021 (+1pp en PIB, un impacto de unos 10.800M€) y **+1,8pp del PIB** (unos 21.600M€ en 2022e) y **+1,2 pp en 2023e**. El impacto por tanto, debería ser progresivo a partir del 2S21, si bien el **mayor o menor impacto dependerá de la capacidad de absorción de las ayudas, el cumplimiento de los hitos y las posibles reformas que mejoren la competitividad**.

Los Fondos Europeos cumpliendo calendario (la prefinanciación 9.000M€ se espera en julio)

Mantenemos nuestras proyecciones iniciales de impacto en 2021 +1pp, 2022 +1,8pp y 2023 +1,2pp.

El mercado laboral sigue apoyado por las fórmulas de los ERTes y las prestaciones a autónomos, que han sido prorrogadas hasta el 31 de septiembre (vs 31 de mayo anterior). La Tasa de Paro explícita se redujo en el 1T21 al **15,98%** (-14pb), con 3,6M de parados al cierre del 1T21. Si le incorporamos ERTes y prestaciones a esa fecha (1,1M; 674 y 438mil respectivamente), el número habría ascendido a 4,77M de trabajadores o una **Tasa de paro implícita del 18,9% con ERTes y 20,9% incluyendo las prestaciones de autónomos**.

Mercado laboral: el crecimiento debe absorber estas cifras (ERTes y medidas para autónomos) antes de observar una creación de empleo neta.

Mantenemos nuestra proyección de una **Tasa de Paro del 17% hacia dic-21** (16,1% en media del año), que supondría una reducción de casi 4pp desde la Tasa implícita al cierre del 1T21 (si bien la extensión de los ERTE podría moderar la tasa a final de año); **para 2022 la Tasa se reduciría al 15,0% y 14,7% a dic-23e**, ya sin ERTes.

Desde el punto de vista de las finanzas públicas, el volumen de Deuda Pública al cierre del 1T se eleva a **1.393 miles de M€ (+3,5% desde dic-20)**. Esto supone un 125,2% deuda/PIB de los últimos 4T vs 120% dic-20 (aunque cabe matizar que el ratio del 1T21 incorpora el peor trimestre de PIB del año pasado, 2T20, y el peor previsiblemente de éste, 1T21).

La Deuda Pública se mantiene por encima del 119% del PIB en nuestro horizonte temporal (escenario central), lo que supone una vulnerabilidad a medio plazo

Nuestras previsiones para el año apuntan a una tasa del 121,8% 2021e, ajustado tras la reclasificación del SAREB, 119,5% en 2022e y 120,2% 2023e. **El ratio a final del período se situaría por encima del 119% y más de 20 puntos porcentuales por encima de la situación previa a la pandemia. Estos volúmenes suponen una vulnerabilidad a futuro, ante la menor capacidad de reacción ante futuros eventos o el mayor peso de carga financiera en un entorno de tipos al alza. De hecho, la Comisión Europea ya solicita políticas fiscales prudentes a medio plazo.**

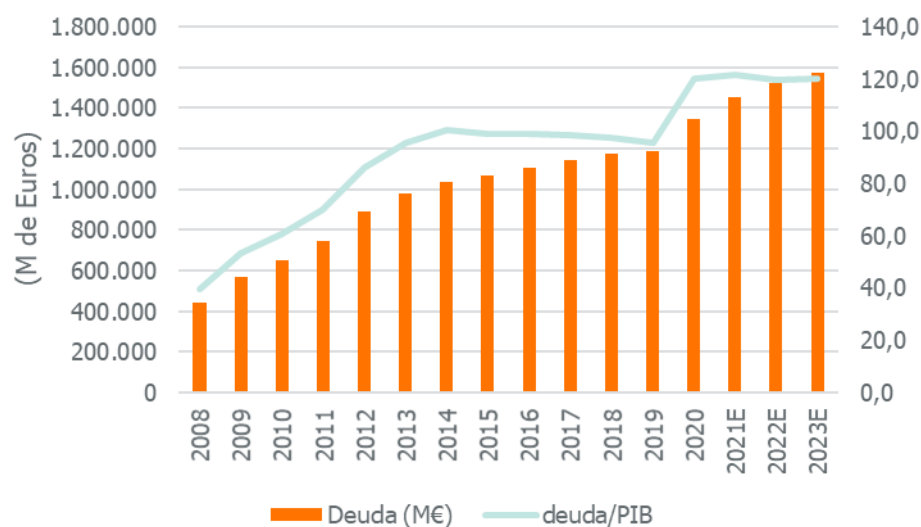
... por lo que la CE aboga por la necesidad de políticas fiscales prudentes para reducir el volumen de deuda a medio plazo.

Nuestra estimación de déficit público se mantiene todavía elevado -9% 2021e (con medidas de apoyo como la extensión de los ERTE hasta final de

Estrategia de Inversión 3T 2021

septiembre), -5,5% para 2022e (vs -6% ant., con el mantenimiento de la flexibilidad en las reglas fiscales en Europa) y -4,0% para 2023e.

GRÁFICO 2.1.4: Evolución Deuda Pública/PIB 2008-2023E



Fuente: Banco de España y estimaciones Análisis Bankinter

La **inflación** en los últimos meses ha mostrado un repunte significativo, al igual que en otras áreas geográficas. En gran parte el aumento se deriva del repunte de los precios vinculados a la energía (de hecho, el IPC general se sitúa a mayo en 2,7% a/a, mientras que la tasa subyacente se mantiene más moderada del +0,2% a/a). Hemos revisado al alza nuestras estimaciones para 2021 al 2,4% dic-21 (vs 1,1% ant.) y ligeramente para 2022e 1,4% (vs 1,2% ant.), volviendo a niveles de 1,2% 2023e. Consideramos que el efecto debe ser transitorio, por efectos base o tensiones de oferta, si bien, no observamos tensiones en el lado de la demanda.

Inflación repunte ante efecto base positivo. No observamos tensiones de demanda

En el mercado inmobiliario, las **transacciones de vivienda** deberían crecer **+10% en 2021**, apoyado en parte por la vuelta de extranjeros en la segunda mitad del año. Si bien, **habrá que esperar hasta 2022 para volver a niveles previos al virus (500.000 transacciones al año)**. La extensión de los ERTes mantendrá la renta disponible de los hogares durante buena parte del año. Además, los costes de financiación se mantienen en niveles históricamente bajos. Todo ello, dará soporte a los **precios de vivienda en 2021**, que **estimamos apenas caerán -1% a final de año**, y **retrasará la caída de precios a 2022 (-5%)**. Buena parte de las caídas de 2021 vendrán de zonas *prime* de grandes ciudades, donde la sobrevaloración supera el 10%, y los alquileres caen con fuerza, entre -10% y -15% en 1T21 (a/a). Los **precios del suelo** deberían estabilizarse, tras perder -10% en 2020.

Los **escenarios alternativos** (optimista y pesimista) **estrechan su rango, ante el avance en el proceso de vacunación**. En cualquier caso, mantenemos su elaboración ya que la recuperación no está exenta de incertidumbre sobre los plazos del proceso de desescalada (ante nuevas cepas) y sobre la velocidad e impacto del uso de los fondos europeos.

Escenarios Alternativos (Optimista y Pesimista) algo más estrechos ante el avance en vacunación.

El **Escenario Optimista muestra un +6,6% a/a en 2021e, +7,0% a/a en 2022e y +2,5% a/a en 2023e** (mantenemos nuestros escenarios para las ayudas europeas, de un impacto entorno al +1,2pp, +2,3pp y +1,5pp en

Estrategia de Inversión 3T 2021

2021, 22 y 23 respectivamente). Permitiría recuperar el nivel previo a la pandemia en 2022.

El Escenario Pesimista supondría +5,0% en 2021, +4,2% en 2022 y +1,3% en 2023e. (impacto estimado de las ayudas europeas, entorno al +0,6pp, +1,1pp y +0,7pp en 2021e, 22e y 23e respectivamente).

TABLA 2.1.1: Resumen de estimaciones 2017r/23e

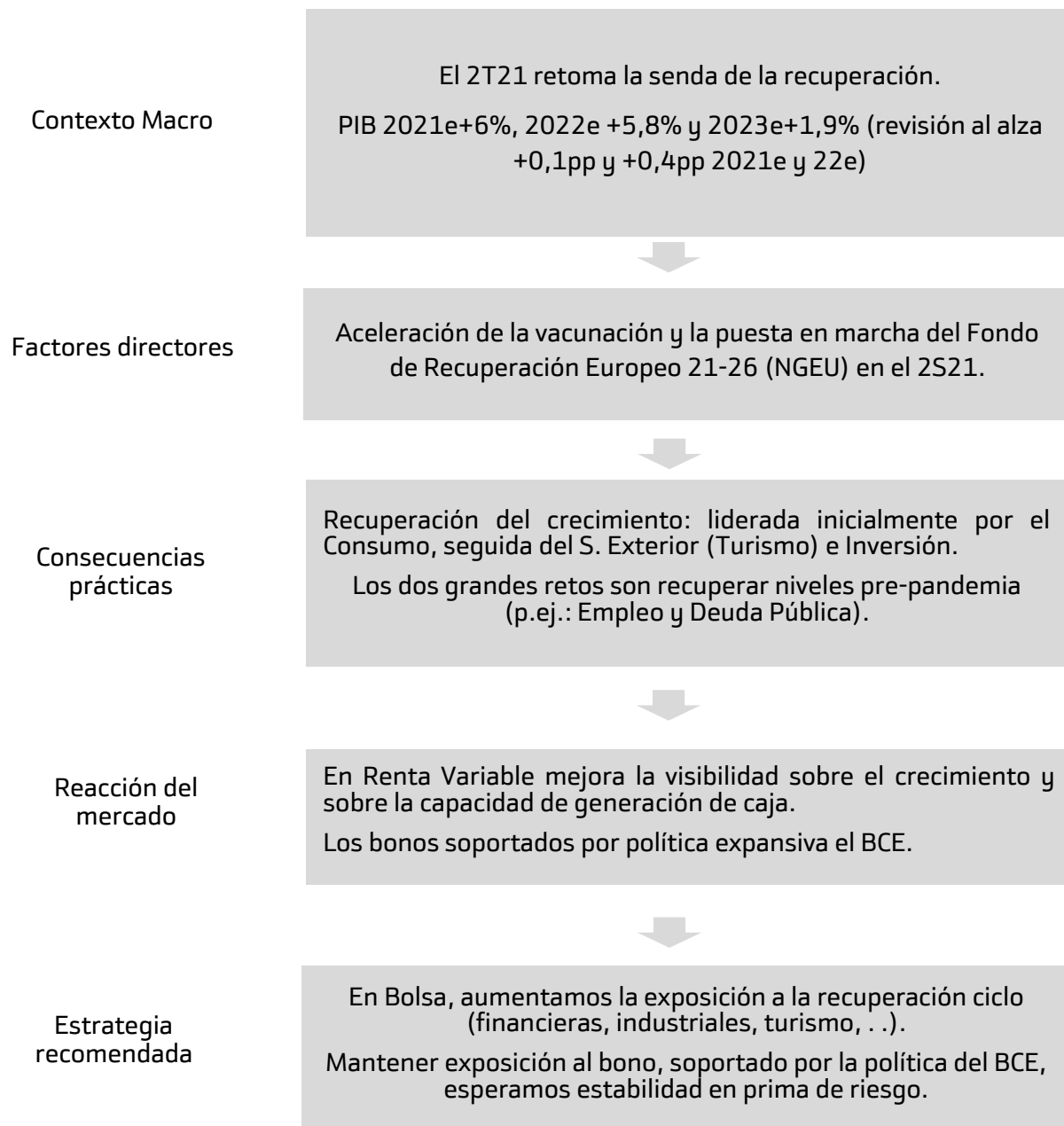
España, cifras clave (%)	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e			2022e			2023e		
					Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,4	2,0	-10,8	5,0	6,0	6,6	4,2	5,8	7,0	1,3	1,9	2,5
Consumo Privado	3,0	1,8	0,9	-12,2	6,3	6,9	7,3	3,9	4,9	5,4	1,3	1,8	2,3
Gasto Público	1,0	2,6	2,3	3,8	1,9	2,1	2,4	-0,1	0,4	0,8	0,1	0,6	1,1
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,1	2,7	-11,4	6,5	8,9	10,2	7,5	11,4	14,3	4,7	5,6	5,7
Demanda interna (aportación)	3,1	3,0	1,4	-8,8	4,5	5,9	5,9	3,7	5,1	6,2	1,8	2,3	2,8
Sector Exterior (aportación)	-0,2	-0,5	0,6	-2,0	0,5	0,1	0,8	0,5	0,7	0,9	-0,5	-0,4	-0,3
Déficit Público/PIB	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-11,0	-9,0	-7,0	-7,0	-5,5	-4,0	-5,0	-4,0	-3,0
Deuda/PIB	98,6	97,6	95,5	120,0	123,0	121,8	115,4	123,2	119,5	110,2	124,7	120,2	108,8
Tasa de paro (EPA)	16,5	14,4	13,8	16,1	17,4	17,0	16,4	16,5	15,0	13,7	16,7	14,7	13,2
IPC	1,1	1,2	0,8	-0,5	2,2	2,4	2,6	1,2	1,4	1,6	1,0	1,2	1,4

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

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

Perspectiva sobre España

Escenario Central



Estrategia de Inversión 3T 2021

2.2. Portugal: "1T21 peor de lo esperado. Desescalada gradual y reactivación económica lenta en 2021. En 2022 la recuperación gana fuerza y la economía consolida."

La situación pandémica del 1T21, con un nuevo confinamiento generalizado, frenó la actividad económica, con un desplome del Consumo Privado. Las cifras de COVID-19 ya han mejorado y la reactivación ha empezado, pero es lenta y gradual. En consecuencia, revisamos a la baja nuestras previsiones para la economía portuguesa en 2021. Los próximos trimestres serán de recuperación, pero 2022 será el año en el que realmente gane velocidad de crucero la actividad del país. El mercado laboral ha demostrado fortaleza, pero el tejido empresarial está dañado y los "lay offs" (ERTEs) están aún en valores elevados. La Tasa de Paro solo se reducirá con la consolidación de la economía, que llegará en 2022. Surgen presiones inflacionistas como en el resto de Europa, pero a un nivel que no preocupa. Buenas noticias en el frente de los Fondos Europeos: la Comisión Europea da luz verde al plan del Ejecutivo (a falta de su aprobación por parte del Consejo Europeo), de manera que los estímulos empezarán a llegar en agosto y supondrán un impulso a la reactivación económica.

Portugal se enfrentó en 1T21 al peor momento de la pandemia. La situación llevó al Ejecutivo a imponer un **duro confinamiento entre mediados de enero y finales de marzo**. La **desescalada fue, y sigue siendo, lenta**, lo que impacta negativamente las cifras del año. Sectores clave de la economía solo han podido empezar a reabrir en mayo. A finales del 2T21, la incidencia acumulada está cerca de los 100 casos por 100.000 habitantes, pero la tendencia es creciente, y todavía hay medidas de prevención que pesan en la economía y cuya retirada será muy gradual.

La grave situación pandémica y los consecuentes cierres generalizados de la economía y de las fronteras se refleja en **el PIB, que se reduce un -5,4% a/a (-3,3% t/t) en el 1T21**.

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

- (i) **El Consumo Privado es el elemento del PIB que más impacta negativamente:** cae un -6,9% a/a (-4,3% t/t) **debido al confinamiento**. Se desploman los Bienes Duraderos (-7,9% a/a) y los Bienes Corrientes y Servicios (-9,8% a/a). En nuestra opinión, **el Consumo Privado será una de las partidas del PIB que más se recuperará en lo que queda de año**, por la reapertura de la economía y la retirada de las medidas de restricción de movilidad, así como por la demanda embalsada.
- (ii) **El Consumo Público sube**, con un alza de +2,8% a/a. Estimamos que el 2T21 conllevará una subida de este componente, hasta +7,9% a/a, lo que implica que, **en el conjunto del año, asciende +3,7%** (revisión al alza, consecuencia de un 1T21 de grave situación pandémica en el que el Gobierno tuvo que extender apoyos y también por el retraso en la reapertura de la actividad económica). En consecuencia, **empeoramos nuestra previsión de Déficit desde -4,1% anterior hasta -5,1%** y de Deuda Pública desde 131% hasta 131,9%. En 2022 y 2023 estimamos una reducción del Déficit tanto por el crecimiento del PIB como por la disminución de gastos relacionados con la pandemia: -3,7% en 2022 y -2,6% en 2023 y la Deuda se situaría en 127,3% y 126,2%.
- (iii) **La Inversión ha tenido una buena evolución**, con un alza de +3,5% a/a. Subidas en todas las partidas de la Formación Bruta de Capital Fijo (excepto Propiedad Intelectual). Destacan positivamente Maquinaria y Equipamientos/Sistemas de Armamento, +12,2% a/a, y Construcción, +6,4% a/a. En nuestra opinión, **la Inversión seguirá creciendo impulsada por la llegada de los Fondos Europeos**. Mediante el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, que se ejecutará entre 2021 y 2026. En Portugal están previstos 13.900M€ en subvenciones y hasta 15.600M€

La gravedad de la pandemia en el 1T21 provocó un nuevo confinamiento y una caída del PIB de -5,4% a/a.

El Consumo Privado, principal afectado por el confinamiento, pero con mucho potencial para recuperar en 2021. Consumo Público al alza. La Inversión destaca positivamente.

Estrategia de Inversión 3T 2021

en préstamos (de los cuales se han solicitado 2.700M€). El valor total asciende a un 7,8% del PIB de 2019 (6,5% del PIB en ayudas directas), pero en 2021 llegarán tan solo 2.100M€ de subvenciones, que corresponden al 1,1% del PIB de 2020. La llegada de los fondos será progresiva y dependerá del cumplimiento de los objetivos acordados con Europa.

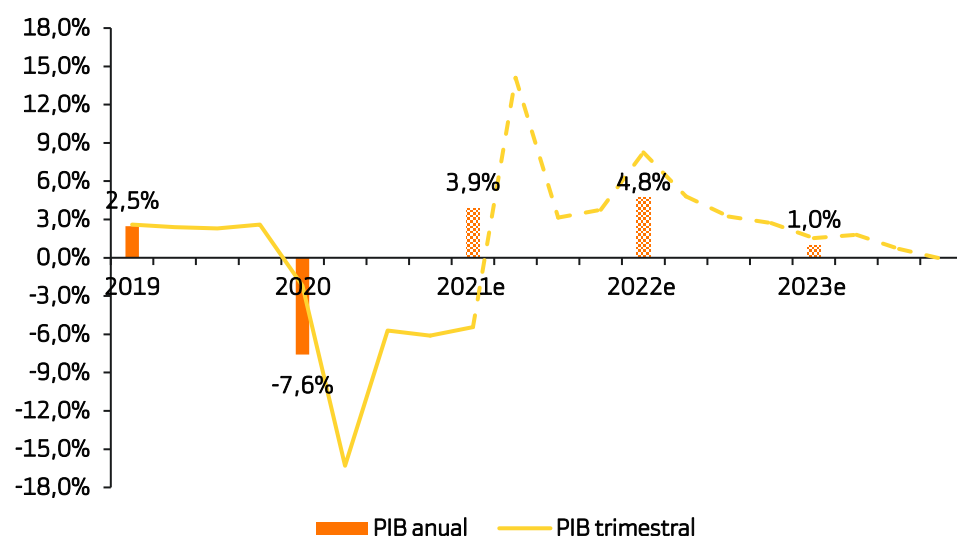
Los fondos europeos empezarán a llegar en verano. El valor que Portugal recibirá en 2021 asciende a 2.100M€ (1,1% PIB).

- (iv) **La Demanda Externa se reduce en el 1T21.** Exportaciones -2,5% t/t e Importaciones estables (-0,1% t/t). **Estimamos un fuerte repunte de las Exportaciones, que superará el de las Importaciones en 2T21 y 3T21,** de forma que la Demanda Externa ascenderá +4,8% t/t (+49,3% a/a) en el 2T21. **Esto se debe a la reapertura de las fronteras y al comienzo de la temporada estival** en la que se espera un repunte del Turismo, así como a la mejora de la situación pandémica y económica en los principales socios comerciales de Portugal (Unión Europea y EE. UU.).

En definitiva, aunque se empieza a notar la recuperación (visible en indicadores como el Índice de Confianza del Consumidor, alcanza el nivel más elevado desde abril de 2020, o el Indicador de Clima Económico, que vuelve a un valor positivo en mayo, algo que no se veía desde marzo del año pasado), **rebajamos nuestra estimación de crecimiento hasta +3,9% desde +4,4%.** Esto se explica por la fuerte caída del PIB en el 1T21 y la lentitud de la desescalada, que perjudica la reactivación de la actividad. Por otro lado, **revisamos al alza la previsión para 2022, hasta +4,8% desde +4,4%,** ya que será un año libre de restricciones a la movilidad y la recuperación estará en una fase más avanzada y de consolidación. Además, se empezarán a reflejar los estímulos fiscales. Exportaciones, Inversión y Consumo Privado serán las partidas que más contribuirán al aumento del PIB en 2022. **En 2023, tras los fuertes repuntes de 2021 y 2022, estimamos una estabilización de la economía con un crecimiento más moderado (+1,0%).**

La recuperación empezó en el 2T21, pero rebajamos nuestra estimación de crecimiento para 2021 por el confinamiento del 1T21 y la desescalada que no se anticipa rápida.

GRÁFICO 2.2.1: Portugal, PIB anual y trimestral



Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 3T 2021

El cierre de la actividad económica ha tenido también consecuencias en los precios, que han caído un -0,2% en el 1T21. Por otro lado, la Tasa de Ahorro de los hogares pasó de 7,9% en el 4T19 a 12,8% en el 4T20 (y estimamos niveles superiores a finales del 1T21 debido al nuevo confinamiento). La reapertura de la economía y la demanda embalsada, combinado con la elevada Tasa de Ahorro (que debería converger gradualmente a sus niveles anteriores) **generarán presiones inflacionistas**. Otro dato relevante es que el salario bruto mensual por trabajador ha subido en marzo, +3,1% a/a. A nivel internacional, la repentina aceleración del comercio entre países, que está teniendo disrupciones en las cadenas de suministros, la subida de precios de la energía, y los fuertes estímulos fiscales en la mayoría de los países, son otros elementos que tensionan los precios. Por todo ello, **revisamos al alza las estimaciones de la Tasa de Inflación hasta 1,4% tanto para 2021 como para 2022**. Estimamos que se mantenga la tendencia alcista en 2023, +1,6%.

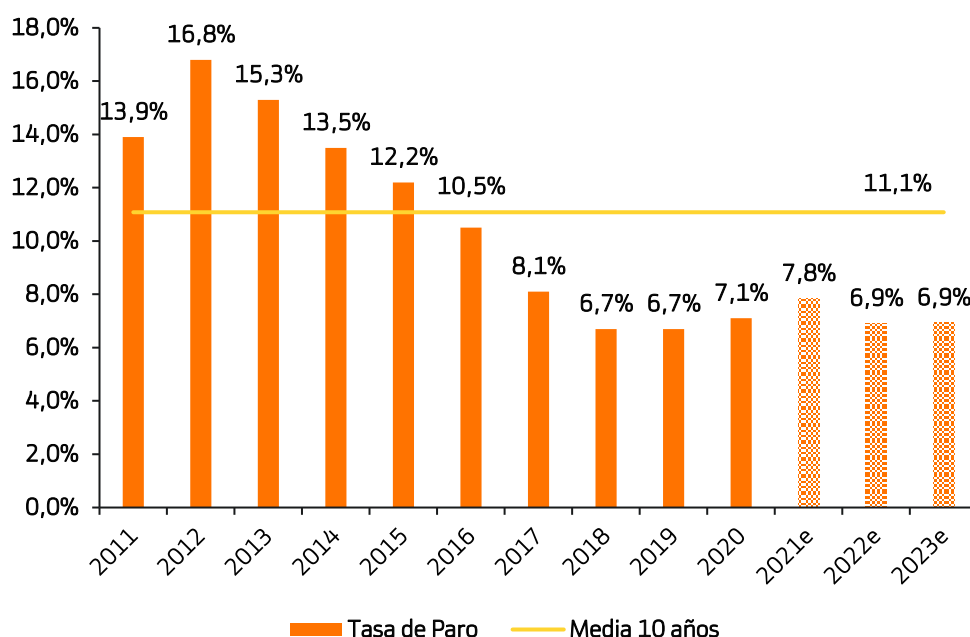
El mercado laboral ha demostrado relativa fortaleza a pesar del cierre de empresas y confinamientos que afectaron a sectores clave de la economía como el Turismo y la Hostelería. **Gran parte de esta fortaleza se explica por los *lay offs* (ERTEs) que han permitido mantener la Tasa de Paro en 7,1% en el 4T20 (vs 6,7% en el 4T2019).** En el 1T21 la Tasa de Paro cerró en 7,1%. **La reactivación económica en el 2021 no será suficiente para evitar un aumento de la Tasa de Paro, que estimamos terminará el año en 7,8%.** La finalización de los ERTEs podrá derivar en un aumento significativo de los desempleados consecuencia de un tejido productivo debilitado que imposibilita la absorción de la totalidad de trabajadores acogidos a este mecanismo. Esto será así al menos hasta que la recuperación esté más avanzada y la actividad económica más consolidada. Esta consolidación deberá llegar al mercado de trabajo en el 2022, con la eliminación de restricciones y una mayor seguridad sobre el fin de la pandemia y la vuelta a la normalidad. Por ello, **en 2022 estimamos una caída de la Tasa de Paro hasta 6,9%, que se debería mantener en el 2023, año de la estabilización.**

Presiones inflacionistas como en el resto de los países, pero transitorias.

La Tasa de Ahorro está a un nivel muy elevado, lo que deberá impulsar el consumo tras la reapertura económica.

El mercado laboral ha aguantado relativamente bien la pandemia, pero en gran medida por los ERTEs. Será importante analizar su evolución tras la finalización de este mecanismo.

GRÁFICO 2.2.2: Portugal, Tasa de Paro



Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 3T 2021

No obstante, conviene monitorizar los riesgos que pueden cambiar las perspectivas sobre la economía portuguesa. (i) Fondos Europeos: su recepción depende del cumplimiento de los hitos comprometidos con la Comisión Europea. Por otro lado, el nivel de eficacia en la implementación es todavía desconocido. (ii) COVID-19: el fin de las restricciones, la reapertura de la actividad y la vuelta del Turismo (que representaba en 2019 un 15,3% del PIB) son elementos clave para la economía portuguesa, pero dependen de cómo progresen los eventos relacionados con la pandemia (nuevas variantes y vacunación). (iii) El comportamiento de la demanda embalsada: es cierto que la Tasa de Ahorro ha alcanzado niveles elevados pero la clave se situará en el ritmo de consumo de este ahorro que estará marcado por los niveles de confianza de las familias.

En definitiva, el impacto de la pandemia en el 1T21 y una desescalada más lenta de lo inicialmente estimado nos lleva a reducir las estimaciones de crecimiento para este año. En cuanto al PIB, la recuperación ganará tracción en 2022, año ya sin restricciones. De cumplirse nuestras previsiones, en 2021 el PIB se situará en un 95,7% del PIB de 2019 recuperando en 2022 los niveles previos a la pandemia.

Por otro lado, el mercado laboral debe enfrentarse a la finalización de los ERTes, y su evolución es todavía incierta. En nuestra opinión, el crecimiento previsto para este año y su consecuente creación de empleo no evitará una subida de la Tasa de Paro, que si se producirá en el próximo ejercicio. Los precios aumentarán, pero solo de manera transitoria. Por tanto, Portugal se adentra en los próximos ejercicios en una fase expansiva del ciclo económico, pero conviene monitorizar la evolución de la pandemia y su impacto en el mercado laboral y en el Turismo.

En conclusión, el PIB ganará tracción en 2022, un año ya sin restricciones. Portugal se adentra en una fase expansiva del ciclo económico.

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

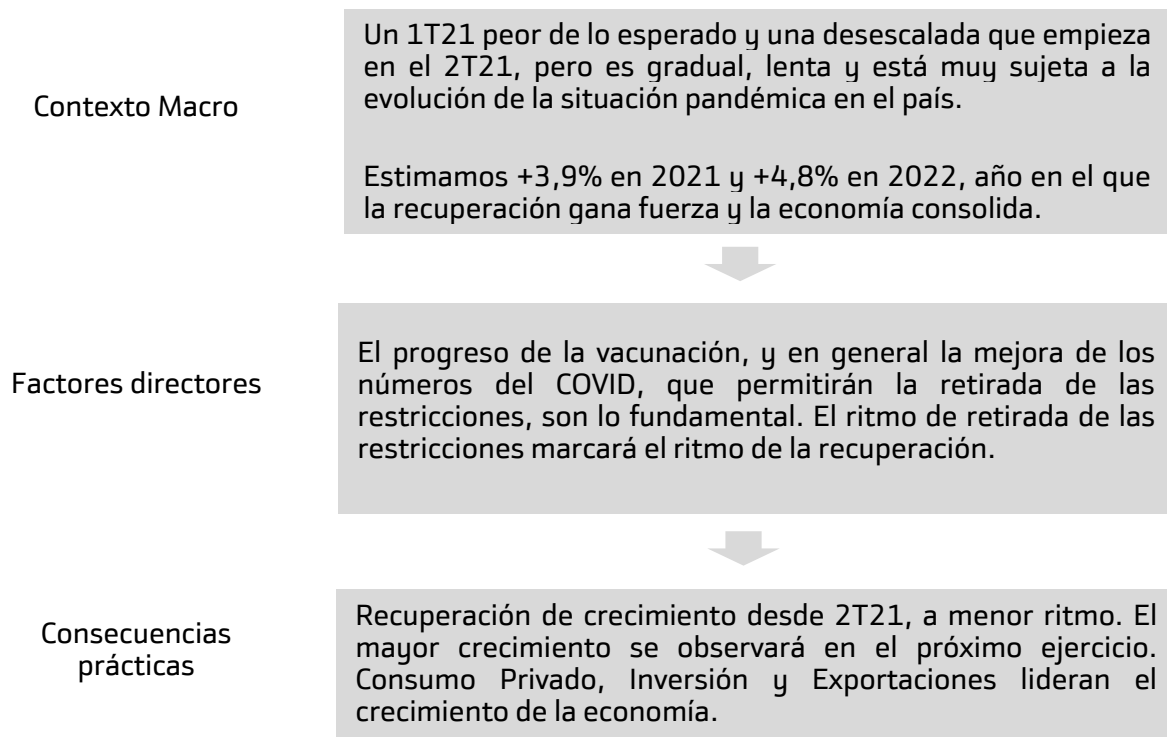
Portugal, cifras clave	2020r	2021e			2022e			2023e		
		Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	-7,6%	3,0%	3,9%	4,8%	4,0%	4,8%	5,6%	0,4%	1,0%	1,9%
Consumo Privado	-5,90%	1,5%	1,9%	2,3%	4,4%	4,6%	4,7%	1,0%	1,8%	3,0%
Consumo Público	0,50%	3,1%	3,7%	3,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,5%	0,5%	0,5%
Inversión	-4,90%	5,4%	5,9%	7,2%	6,4%	6,9%	7,0%	3,6%	3,8%	3,9%
Exportaciones	-18,70%	10,3%	11,2%	11,6%	6,6%	7,0%	8,3%	2,3%	2,4%	2,4%
Importaciones	-12,10%	9,5%	9,3%	8,8%	6,7%	6,1%	5,7%	4,7%	4,7%	4,5%
Déficit Público / PIB	-7,3%	-5,2%	-5,1%	-4,8%	-3,8%	-3,7%	-3,5%	-2,8%	-2,6%	-2,4%
Deuda Pública / PIB	133,0%	133,0%	131,9%	130,4%	129,2%	127,3%	124,8%	129,2%	126,2%	122,6%
Tasa de Paro	7,1%	8,0%	7,8%	7,4%	7,2%	6,9%	6,8%	7,2%	6,9%	6,8%
IPC	-0,1%	1,1%	1,4%	1,5%	1,4%	1,4%	1,6%	1,3%	1,6%	1,6%
PIB / PIB 2019	92,4%	94,9%	95,7%	96,5%	98,7%	100,2%	101,8%	99,0%	101,2%	103,7%

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

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

Perspectiva sobre Portugal

Escenario Central



Estrategia de Inversión 3T 2021

3. Ideas de inversión: Asignación de activos

*Las bolsas suben y baten nuevos máximos históricos, apoyadas en una campaña de vacunación que progresa adecuadamente y la progresiva eliminación de las medidas de contención del virus, que nos sitúa al comienzo de una recuperación económica sin precedentes. La principal incertidumbre ahora es la inflación y los plazos para la retirada de estímulos de los bancos centrales. **Prevedemos bolsas al alza en la segunda mitad del año**, soportadas por un fuerte crecimiento de resultados empresariales y una menor percepción de riesgo, que más que compensarán el incremento de TIRs de los bonos soberanos.*

*En este contexto, **mantenemos niveles elevados de exposición a renta variable**, que van desde el 25% para perfiles defensivos hasta el 80% de los más agresivos. Mantenemos el sesgo **en sectores cíclicos**, sobre todo **Bancos**, que afronta un entorno muy favorable por recuperación económica, morosidad controlada, normalización de tipos e incremento de dividendos. Sin olvidar sectores como **Tecnología y Consumo Discrecional/Lujo**, con perfil de crecimiento estructural. Desde un punto de vista geográfico, mantenemos preferencia por EE.UU. y Europa. Nuestra exposición a emergentes se limita a China... y con prudencia.*

Las bolsas siguen avanzando y marcando nuevos máximos históricos (S&P-500, Nasdaq-100 y Stoxx-600). Son varios los factores que contribuyen a ello: (i) El entorno de **tipos de interés reales** se mantiene en territorio negativo; (ii) La **campaña de vacunación** avanza a un ritmo aceptable y se levantan progresivamente las medidas de contención del virus, sobre todo en las economías desarrolladas; (iii) Nos encontramos al comienzo de una **recuperación económica sin precedentes** y, como consecuencia, se revisan al alza las perspectivas económicas y los resultados empresariales; (iv) es altamente probable que en la segunda mitad del año tengamos **nuevos estímulos fiscales**. En EE.UU. podría aprobarse un plan de infraestructuras de entre 0,9 y 1,2 billones \$, que equivale a cerca del 5% del PIB americano. En Europa, deberían empezar a implementarse los fondos NGEU.

El entorno favorece los activos de riesgo.

En este contexto, **el principal riesgo para las bolsas es el repunte de los tipos de interés a largo plazo**. La fuerte recuperación económica conlleva un brusco repunte de la inflación, que pone en duda la sostenibilidad de las políticas monetarias expansivas por parte de los bancos centrales. Tanto la Fed como el BCE sostienen que el repunte de inflación es temporal y que la prioridad es completar la recuperación económica y del mercado laboral. Si bien, consideramos que la Fed podría aprovechar Jackson Hole (26/28 de agosto) para avisar de forma informal de una lenta reducción de las compras de activos. Como consecuencia, **prevemos que la rentabilidad del T-Note siga incrementándose** hasta alcanzar el 2% en 2021 (desde el 1,6% actual), superándolo en 2022. Este movimiento de TIRs debería ser **más moderado en Europa**, donde el Bund podría situarse en niveles próximos al 0,0% a final de año (desde -0,25% actual).

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

Por tanto, **prevemos bolsas al alza en la segunda mitad de 2021**, con potenciales de revalorización superiores al 10% tanto en EE.UU. como en Europa. El fuerte crecimiento de resultados empresariales y la menor percepción de riesgo más que compensarán la mayor rentabilidad de los bonos soberanos. A partir de 2022, las bolsas deberían tender a aplanarse en un entorno de menor crecimiento y de TIRs de bonos todavía al alza.

Prevedemos bolsas al alza en la segunda mitad de 2021.

Estrategia de Inversión 3T 2021

TABLA 3.1: Niveles objetivo de bolsas a dic-2021 y dic-2022

	2021e				2022e			
	Objetivo	Potencial vs. Actual	Bono 10A	% inc. BPA (a/a)	Objetivo	Potencial vs. Actual	Bono 10A	% inc. BPA (a/a)
Ibex	9.668	7,1%	0,65%	n.r.	10.073	11,5%	0,80%	28,8%
Eurostoxx	4.494	10,1%	0,20% (*)	77,7%	4.657	14,0%	0,30% (*)	12,2%
S&P	4.603	10,5%	2,00%	53,1%	4.810	15,4%	2,15%	11,7%
Nikkei	30.692	6,0%	0,08%	66,6%	33.102	14,3%	0,10%	10,7%

(*) Bono sintético calculado por Análisis y Mercados Bankinter, considerando la distribución por países del Eurostoxx 50. Asumimos incremento de TIRs lineal de 20p.b. en 2021 y 30p.b. en 2022 vs actual. Implica Bund en 0,00% en 2021e y +0,10% en 2022e.

El entorno favorece a los activos de riesgo, mientras que las rentabilidades en activos de renta fija serán mínimas en 2021, afectadas además por la caída de precios. Por ello, mantenemos **niveles de exposición elevados a renta variable**.

Mantenemos elevados niveles de exposición a renta variable ...

TABLA 3.2: Niveles de exposición recomendados según perfil de riesgo.-

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

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

Fuente: Análisis Bankinter.

Mantenemos preferencia por sectores cíclicos: Bancos, Industriales, Turismo, Seguros, Logística y Energía. Cabe destacar sobre todo el sector **Bancos**, que afronta un entorno muy favorable por recuperación económica, morosidad controlada, normalización de tipos e incremento de dividendos. **Evitamos sectores defensivos**, con menor capacidad de crecimiento y que serán los principales perjudicados por el repunte de rentabilidad de los bonos.

... centrados en sectores de crecimiento, ya sea estructural o cíclico.

De manera estructural, **mantenemos nuestra recomendación de Compra sobre sectores como Tecnología y Consumo Discrecional/Lujo**. La pandemia ha acelerado corrientes estructurales preexistentes como el mayor foco en la sostenibilidad, la digitalización y el crecimiento del comercio electrónico que seguirán alimentando el potencial de crecimiento estructural de estos sectores. Mantenemos también **Energías Renovables** entre nuestras preferencias, aunque de una forma muy selectiva hacia activos ya en explotación o con elevada visibilidad.

El **sector Tecnológico** sigue avanzando (Nasdaq 100 +10% YTD, de nuevo en máximos históricos) a pesar del entorno de mayores tasas de descuento (mayores rentabilidades de los bonos a largo plazo). Aunque esperamos un avance más pausado y selectivo en los próximos meses, **seguimos positivos apoyados en unos fundamentales sólidos a medio y largo plazo**. Los crecimientos de beneficios siguen siendo superiores y más sostenibles que en otros sectores y sus multiplicadores, ajustados por crecimiento, no son excesivos.

Estrategia de Inversión 2T 2021

TABLA 3.3: Sectores con fuerte convicción. -

	SECTOR	COMPAÑÍAS	FONDOS
Crecimiento estructural	TECNOLOGÍA	Salesforce, Intuitive Surgical, Amazon, Apple, Activision, Logitech	FRANKLIN TECHNOLOGY, JANUS HENDERSON HORIZON GLOBAL TECH
	SEMICONDUCTORES	Nvidia, ASML, TSMC, Micron, ON Semic., LAM, Applied Materials	FIDELITY GLOBAL TECHNOLOGY
	RENOVABLES. (Activos con elevada visibilidad)	Acciona, ENEL, Iberdrola, RWE	BGF SUSTAINABLE ENERGY
	CONSUMO / LUJO	Inditex, Adidas, L'Oreal, LVMH, Kering, Hermès, H&M, PVH, VF Corp, Nike	ROBECO GLOBAL CONSUMER TRENDS, GAM LUXURY BRANDS
Cíclicas	BANCOS	Intesa, BBVA, ING, Bank of America, Morgan Stanley, Deutsche Bank, JP Morgan, Citibank, BNP & Commerzbank (este último para perfiles dinámicos)	FIDELITY GLOBAL FINANCIAL SERVICES, BGF WORLD FINANCIALS
	INDUSTRIALES	ArcelorMittal, Ence	Ningún fondo se adecúa al sector.
	AUTOS	Volkswagen, Daimler, BMW, CIE Automotive, Gestamp	BNY Mellon Mobility. Invierten en la temática CASE (conectividad, autonomía, movilidad compartida y electrificación)
	TURISMO	IAG, Meliá, Ryanair, Marriot, Intercontinental Hotels, Accor	INVESCO GLOBAL CONSUMER TENDS. Consumo con 30% de turismo.
	LOGÍSTICA	Maersk, Deutsche Post, DSV Panalpina, Logista	Ningún fondo se adecúa al sector.
	PETRÓLEO	Repsol, Total	Ningún fondo se adecúa al sector.
	SEGUROS	Allianz, Axa, Mapfre	FIDELITY GLOBAL FINANCIAL SERVICES, BGF WORLD FINANCIALS

Estrategia de Inversión 3T 2021

Por geografías, mantenemos nuestra preferencia por EE.UU. y Europa, con potenciales superiores al +14% a diciembre de 2022. En EE.UU. se prevé un crecimiento de resultados empresariales del +53% en 2021 (+31% recurrente). Con un sesgo más cíclico en la composición de sus índices vemos potencial de expansión de múltiplos en Europa.

Mantenemos preferencia por EE.UU., Europa.

Nuestra exposición a emergentes se limita a China, donde mantenemos una exposición máxima del 5%. La economía China ofrece sólidas tasas de crecimiento a corto plazo, y capacidad de crecimiento estructural por su sesgo tecnológico. El índice CSI 300, que apenas ha variado en lo que va de año, cotiza a múltiplos atractivos, sobre todo si los ajustamos por crecimiento.

Nuestra exposición a emergentes se limita a China... y con prudencia.

TABLA 3.4: Ratios PER y PEG 2022e de las principales bolsas.

	Geografía	PEG 2022E ⁽¹⁾	PER 2022E	TAMI 19-22E ⁽²⁾
S&P500	EE.UU.	1,7	20,2	11,5%
Nasdaq100	EE.UU.	1,3	25,4	19,3%
SOX (semiconductores)	EE.UU.	0,6	19,8	33,9%
Dow Jones	EE.UU.	2,1	18,7	9,0%
EuroStoxx50	UEM	1,7	16,8	9,7%
Ibex 35 ^(*)	España	n.a.	14,9	-3,2%
NIKKEI	Japón	1,5	18,2	12,5%
CSI300	China	1,5	14,1	9,2%
NIFTY50	India	0,9	18,7	20,9%

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

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

^(*) BPA 2019 Ibex ajustado por extraordinarios.

Fuente: Análisis Bankinter

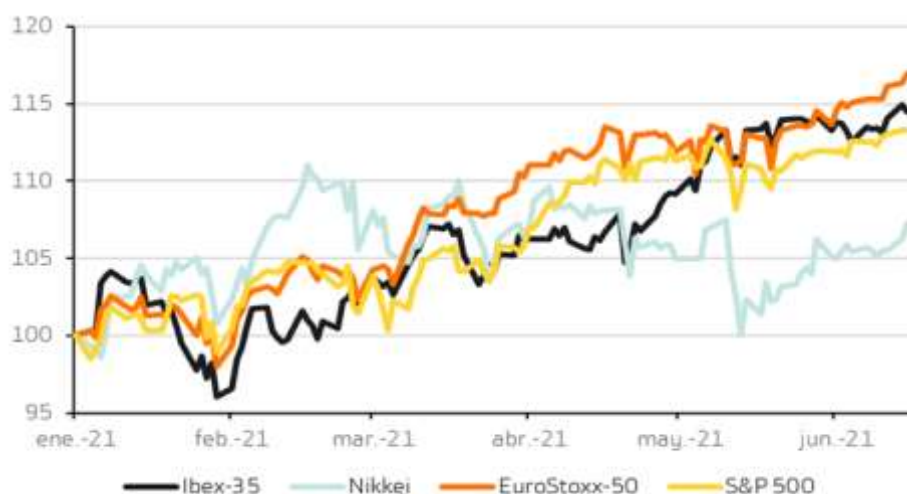
VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

La evolución de las bolsas se mantiene positiva en el segundo trimestre de 2021. Tanto S&P 500 como Stoxx 600 alcanzan nuevos máximos históricos tras revalorizarse +10,9% y +15,0% respectivamente en lo que va de año. Por un lado, los beneficios empresariales se revisan al alza y se reduce la percepción de riesgo, en un entorno de reapertura de los servicios de la mano del avance de las vacunaciones, elevadas tasas de ahorro privado y estímulos fiscales; por otro, los tipos de interés a largo plazo frenan su escalada a la espera de nuevos pasos de los bancos centrales hacia una posible retirada de estímulos.

S&P 500 y Stoxx 600 en máximos históricos.

Estrategia de Inversión 3T 2021

GRÁFICO 3.1: Evolución Índices 2021



Revisamos al alza nuestras valoraciones de bolsas, que trasladamos a diciembre 2022 (frente a diciembre 2021 anterior). La fuerte recuperación de los resultados empresariales, que ya en 2022 habrán superado los niveles pre-pandemia (2019) tanto en Europa como en EE.UU., compensarán el incremento que prevemos en las tasas de descuento por incremento de rentabilidad de los bonos soberanos.

Revisamos al alza las valoraciones de bolsas, que trasladamos a diciembre 2022.

Mantenemos la preferencia por S&P 500 y EuroStoxx-50, con un potencial estimado para diciembre de 2022 superior al +14%. Mantenemos también recomendación de Comprar sobre el Nikkei con un potencial de revalorización de +14% también.

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

En España, mantenemos la recomendación Neutral sobre el Ibex 35, con un potencial de revalorización de +11,5%, todavía lastrado por unos resultados empresariales que tardarán más en recuperar. El BPA estimado para 2022 es todavía un -10% inferior al de 2019 (previo al virus).

TABLA 3.5: Resumen de valoraciones de bolsas (objetivos a Dic.2022)

	Valoración	Potencial	Rent. por dividendo
EUROSTOXX-50	4.657	+14,0%	2,7%
S&P 500	4.810	+15,4%	1,4%
IBEX-35	10.073	+11,5%	3,3%
NIKKEI 225	33.102	+14,3%	1,7%

Nota: Cierres a 18 de junio de 2021

Fuente: Análisis Bankinter, Reuters y Bloomberg

Estas valoraciones presentan riesgos simétricos. Por un lado, parece probable que las estimaciones de resultados sigan revisándose al alza. Si bien, las primas de riesgo podrían tender a incrementarse desde los bajos niveles actuales y la rentabilidad de los bonos soberanos podría seguir repuntando en un entorno de "boom" económico.

Riesgos simétricos. El principal riesgo es el incremento de las TIRes de los bonos.

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

Estrategia de Inversión 3T 2021

- **BPAs:** Tomamos como referencia la estimación del consenso para 2022E. La revisión de estimaciones ha sido positiva en todas las geografías durante el último trimestre para los beneficios de 2021E y 2022E. Destaca positivamente EE.UU., donde los beneficios incorporan los recientes estímulos fiscales aprobados, que representan el ~9% del PIB.
- **Las tasas de descuento** aumentan ligeramente para todos los índices, como combinación de unas **menores primas de riesgo** en un entorno de mayor visibilidad del ciclo, que se compensan por el **incremento que esperamos en las rentabilidades de los bonos**. Asumimos ya las tasas estimadas para diciembre 2022: 2,15% para el T-Note, +0,10% para el Bund, +0,8% para el Bono español. En consecuencia, las tasas de descuento se sitúan en 5,48% para el EuroStoxx-50 (+26 p.b.), 5,06% para el S&P 500 (+4 p.b.), 6,57% para el Ibex-35 (+24 p.b.), y 4,98% para el Nikkei (+64 p.b.).

Tomamos como referencia el consenso de estimaciones de BPA 2022.

A pesar de un menor entorno de riesgo, las tasas de descuento aumentan ligeramente ante la perspectiva de mayores rentabilidades de los bonos a 10A

Mantenemos nuestros tres escenarios para cada valoración: **central, favorable y desfavorable**. Y la visión de que amenazas y oportunidades son simétricas. Las principales diferencias entre los escenarios son:

Mantenemos tres escenarios: Central, Favorable y Desfavorable

1. **Rangos de BPA.** No aplicamos ningún ajuste sobre el BPA 2022E de consenso en el escenario central, +5% en el favorable y -5% en el desfavorable.
2. **Bono a 10 años.** Al igual que con el BPA empleamos los niveles que prevemos para las rentabilidades de los bonos en diciembre 2022 en el escenario central. Ajustamos en -25 p.b./+25 p.b. en los escenarios favorable y desfavorable en el caso del Eurostoxx-50, S&P 500 e Ibex-35 y en -15 p.b./+15 p.b. en el Nikkei.

Previsiones por índices 2022E:

Ibex35: La valoración del Ibex 35 es el resultado de combinar el método *Top Down* de PER objetivo y el *Bottom Up* basado en los precios objetivos estimados por Análisis y Mercados Bankinter. El consenso estima un BPA para 2022E todavía un -9,4% inferior al de 2019 (+28,8% vs 2020), excluyendo extraordinarios. Durante el trimestre las estimaciones se vuelven a revisar al alza, +6,2% el BPA 2021E, +2,0% el de 2022E. Aumentamos la tasa de descuento a 6,57% (+23 p.b.) a pesar de una menor Prima de riesgo (5,77%; -22 p.b. vs anterior) por la mayor rentabilidad esperada del Bono en diciembre 2022 (0,80% vs 0,35% anterior). En consecuencia, nuestro escenario central arroja una estimación de **10.073 puntos** (anterior 9.007 a diciembre 2021, +11,8%) **para diciembre de 2022, un potencial de +11,5%**. Como referencia, esto supondría un PER 2022 implícito de 16,3x. **Mantenemos una recomendación Neutral respecto al Ibex-35.**

IBEX35: 10.073 puntos, en el escenario central

*Potencial +11,5% para dic-22. Recomendación: **Neutral***

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntan a **10.794 puntos y 9.388 puntos** respectivamente, lo que supondría un potencial de +19,5% y +4,0% respectivamente.

Estrategia de Inversión 3T 2021

TABLA 3.6: Análisis de sensibilidad Ibex 35

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		1,30%	1,05%	0,80%	0,55%	0,30%
BPA vs Consenso	-10%	8.735	8.894	9.065	9.252	9.455
	-5%	9.221	9.388	9.569	9.766	9.980
	0%	9.706	9.882	10.073	10.280	10.505
	5%	10.191	10.376	10.576	10.794	11.030
	10%	10.677	10.870	11.080	11.308	11.556

Fuente: Análisis Bankinter

EuroStoxx-50: Estimamos un nivel de **4.657 puntos** a diciembre 2022 (anterior 4.428 a diciembre 2021; +5,1%), que implica un potencial de revalorización de **+14,0%**. El consenso estima un aumento del BPA 2022E de +12,2%, tras una revisión de los beneficios 2021E y 2022E de +6,6% y +3,6% respectivamente en el último trimestre. La tasa de descuento aumenta hasta 5,48% (+26 p.b.) por el efecto de una menor Prima de Riesgo (5,18%, -13 p.b.), que se ve compensado por la mayor rentabilidad esperada del bono de referencia de +0,30% (+40 p.b.). Nuestra estimación supone un PER 2022E de 18,9x. **Mantenemos invariada nuestra recomendación de Comprar.**

EuroStoxx50: Valoración **4.657 puntos**, escenario central

Potencial **+14,0%** a dic-22.
Recomendación: **Comprar**

En los **escenarios favorable y desfavorable** nuestra valoración es **5.148 puntos y 4.212 puntos** respectivamente (potencial de +26,1% y +3,2% desde los niveles actuales).

TABLA 3.7: Análisis de sensibilidad EuroStoxx-50

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		0,80%	0,55%	0,30%	0,05%	-0,20%
BPA vs Consenso	-10%	3.808	3.990	4.191	4.412	4.659
	-5%	4.020	4.212	4.424	4.658	4.918
	0%	4.232	4.434	4.657	4.903	5.176
	5%	4.443	4.656	4.889	5.148	5.435
	10%	4.655	4.877	5.122	5.393	5.694

Fuente: Análisis Bankinter

S&P 500: Nuestra previsión es de **4.810 puntos** para diciembre de 2022 (anterior 4.504 a diciembre 2021; +6,8%), con un potencial de revalorización de **+15,4%**. Esto viene explicado en gran medida por los resultados empresariales. El BPA 2022E se espera aumente +11,7% (+38,5% vs 2019). Las estimaciones de resultados empresariales se revisan con fuerza al alza en los últimos 3 meses (+9,0% para 2021E y +5,7% para 2022E), recogiendo el impacto del nuevo paquete de estímulos fiscales aprobado en marzo, representativo de un 9% del PIB. La tasa de descuento que aplicamos se mantiene sin variaciones significativas en 5,06% (+4 p.b.). La menor prima de riesgo (2,91%; +41p.b.) se ve compensada por el

S&P500: Valoración **4.810 puntos**, en el escenario central.

Potencial **+15,4%** dic-22.
Recomendación: **Comprar**

Estrategia de Inversión 3T 2021

incremento que esperamos en la rentabilidad del T-Note hasta 2,15% (+45p.b.). Nuestra valoración implica un **PER de 22,9x** sobre el BPA 2022. **Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.**

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **5.382 puntos y 4.305 puntos**, que implican revalorizaciones potenciales de +29,2% y +3,3%.

TABLA 3.8: Análisis de sensibilidad S&P 500

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		2,65%	2,40%	2,15%	1,90%	1,65%
BPA vs Consenso	-10%	3.855	4.078	4.329	4.613	4.937
	-5%	4.069	4.305	4.570	4.869	5.211
	0%	4.283	4.531	4.810	5.126	5.485
	5%	4.497	4.758	5.051	5.382	5.760
	10%	4.711	4.984	5.291	5.638	6.034

Fuente: Análisis Bankinter

NIKKEI: Estimamos un precio objetivo de **33.102 puntos a diciembre 2022** (anterior 32.533; +1,7%), que implica un **potencial de revalorización de +14,3%**. El consenso estima que el BPA 2022E aumentará +10,7% vs 2021 y +42,5% vs 2019 impulsado por elevados estímulos fiscales, que superan el 40% del PIB, y estímulos monetarios sin precedentes. La tasa de descuento aumenta hasta 4,98% (+64 p.b.), más que en otras geografías por el mayor riesgo que asignamos al cumplimiento de las perspectivas de crecimiento de los beneficios empresariales que se han revisado recientemente +8,8% en 2021E, +15% en 2022E sin nuevos estímulos. Por el contrario, no esperamos un incremento en la rentabilidad del bono soberano, debido al control de la curva de tipos ejercido por el BoJ. Nuestra valoración implica un **PER 2022 de 20,5x**. Mantenemos la **recomendación de Comprar**.

*Nikkei: escenario central
33.102 puntos*

*Potencial +14,3% dic-22.
Recomendación: Comprar.*

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntan a **35.896 puntos y 30.480 puntos** respectivamente, +23,9% y +5,2% desde el nivel actual.

TABLA 3.9: Análisis de sensibilidad Nikkei 225

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		0,40%	0,25%	0,10%	-0,05%	-0,20%
BPA vs Consenso	-10%	28.014	28.876	29.792	30.768	31.810
	-5%	29.571	30.480	31.447	32.477	33.578
	0%	31.127	32.084	33.102	34.187	35.345
	5%	32.683	33.688	34.757	35.896	37.112
	10%	34.240	35.293	36.412	37.605	38.879

Fuente: Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 3T 2021

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

IBEX-35			
	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	0,55%	0,80%	1,05%
2.- Inc. BPA 2022e vs. 2021e	-4,9%	-9,4%	-13,9%
Precio Objetivo (1)	10.794	10.073	9.388
Precio Objetivo Anterior (2)		8.348	
Cotización 18/06/2021		9.031	
Potencial (%)	19,5%	11,5%	4,0%
PER Implícito (4)	16,6x	16,3x	16,0x

EUROSTOXX-50			
	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A (3)	0,05%	0,30%	0,55%
2.- Inc. BPA 2022e vs. 2021e	11,2%	5,9%	0,6%
Precio Objetivo (1)	5.148	4.657	4.212
Precio Objetivo Anterior (2)		3.960	
Cotización 18/06/2021		4.083	
Potencial (%)	26,1%	14,0%	3,2%
PER Implícito (4)	19,9x	18,9x	18,0x

S&P 500			
	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	1,90%	2,15%	2,40%
2.- Inc. BPA 2022e vs. 2021e	45,4%	38,5%	31,6%
Precio Objetivo (1)	5.382	4.810	4.305
Precio Objetivo Anterior (2)		4.186	
Cotización 18/06/2021		4.166	
Potencial (%)	29,2%	15,4%	3,3%
PER Implícito (4)	24,4x	22,9x	21,5x

NIKKEI			
	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	-0,05%	0,10%	0,25%
2.- Inc. BPA 2022e vs. 2021e	49,6%	42,5%	35,4%
Precio Objetivo (1)	35.896	33.102	30.480
Precio Objetivo Anterior (2)		28.544	
Cotización 18/06/2021		28.964	
Potencial (%)	23,9%	14,3%	5,2%
PER Implícito (4)	21,2x	20,5x	19,9x

* BpA 2019 de Ibex y EuroStoxx ajustado por extraordinarios

(1) Cálculos con cierre 18 de junio de 2021. Precio objetivo a dic-2022. Calculado según método PER Objetivo.

(2) Cálculos a 19 de marzo de 2021. Precio objetivo a dic-2021.

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

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

Estrategia de Inversión 3T 2021

TABLA 3.11: Variaciones de beneficios empresariales y PER entre 2012r/2022e

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r ⁽²⁾	2020r ⁽²⁾	2021e	2022e
IBEX-35											
Var. BPA	-46,2%	58,5%	-8,9%	-12,9%	12,4%	27,3%	2,3%	-1,9%	-98,5%	n/r	28,8%
PER (x)	20,1x	14,5x	19,1x	22,4x	16,3x	15,1x	13,8x	13,4x	n/r	18,8x	14,6x
EUROSTOXX-50											
Var. BPA	-6,4%	-9,2%	13,0%	-8,7%	14,1%	28,3%	-9,4%	15,8%	-46,9%	77,7%	12,2%
PER (x)	14,9x	19,0x	18,9x	22,7x	17,4x	15,7x	16,8x	14,8x	26,5x	18,6x	16,6x
S&P 500											
Var. BPA	3,8%	6,0%	4,8%	-3,4%	0,4%	12,9%	22,5%	0,9%	-19,0%	53,1%	11,7%
PER (x)	13,6x	15,3x	17,2x	19,0x	19,2x	19,9x	18,2x	19,2x	26,1x	22,1x	19,8x
NIKKEI											
Var. BPA	30,6%	47,4%	19,7%	2,1%	-5,2%	60,5%	-0,6%	-16,5%	-22,7%	66,6%	10,7%
PER (x)	18,3x	18,5x	17,6x	21,4x	19,9x	14,8x	16,4x	19,1x	25,9x	19,9x	17,9x

(1) PER 2012/2020 con cotización media de los índices

(2) BPA Ibex y EuroStoxx ajustado por extraordinarios

TABLA 3.12: Detalle de los beneficios estimados (consenso) y sus variaciones recientes

Ibex -35	BPA estimado	Var.(%)	Var.% anterior (1)	EuroStoxx-50	BPA estimado	Var.(%)	Var.% anterior (1)
BPA'23e	716 €	15,7%	n.d.	BPA'23e	270 €	9,6%	n.d.
BPA'22e	619 €	28,8%	2,0%	BPA'22e	247 €	12,2%	3,6%
BPA'21e	481 €	n/r	6,2%	BPA'21e	220 €	77,7%	6,6%
BPA'20r ⁽²⁾	10 €	-98,5%		BPA'20r ⁽²⁾	124 €	-46,9%	
BPA'19r ⁽²⁾	683 €	-1,9%		BPA'19r ⁽²⁾	233 €	15,8%	
BPA'18r	697 €	2,3%		BPA'18r	201 €	-9,4%	
BPA'17r	681 €	27,3%		BPA'17r	222 €	28,3%	
BPA'16r	535 €	12,4%		BPA'16r	173 €	14,1%	
BPA'15r	476 €	-12,9%		BPA'15r	152 €	-8,7%	
BPA'14r	546 €	-8,9%		BPA'14r	166 €	13,0%	
BPA'13r	600 €	58,5%		BPA'13r	147 €	-9,2%	
BPA'12r	378 €	-46,2%		BPA'12r	162 €	-6,4%	
BPA'11r	703 €	-46,2%		BPA'11r	173 €	-29,8%	
BPA'10r	1.305 €	23,5%		BPA'10r	246 €	26,6%	
BPA'09r	1.057 €	-6,8%		BPA'09r	194 €	31,0%	
BPA'08r	1.134 €	n.d.		BPA'08r	148 €	n.d.	

S&P 500	BPA estimado	Var.(%)	Var.% anterior (1)	NIKKEI-225	BPA estimado	Var.(%)	Var.% anterior (1)
BPA'23e	233 \$	10,5%	n.d.	BPA'23e	1.798 JPY	11,3%	n.d.
BPA'22e	210 \$	11,7%	5,7%	BPA'22e	1.616 JPY	10,7%	14,9%
BPA'21e	188 \$	53,1%	9,0%	BPA'21e	1.459 JPY	66,6%	8,8%
BPA'20r	123 \$	-19,0%		BPA'20r	876 JPY	-22,7%	
BPA'19r	152 \$	0,9%		BPA'19r	1.134 JPY	-16,5%	
BPA'18r	151 \$	22,5%		BPA'18r	1.357 JPY	-0,6%	
BPA'17r	123 \$	12,9%		BPA'17r	1.365 JPY	60,5%	
BPA'16r	109 \$	0,4%		BPA'16r	851 JPY	-5,2%	
BPA'15r	109 \$	-3,4%		BPA'15r	897 JPY	2,1%	
BPA'14r	112 \$	4,8%		BPA'14r	879 JPY	19,7%	
BPA'13r	107 \$	6,0%		BPA'13r	734 JPY	47,4%	
BPA'12r	101 \$	3,8%		BPA'12r	498 JPY	30,6%	
BPA'11r	97 \$	17,1%		BPA'11r	381 JPY	-30,7%	
BPA'10r	83 \$	37,6%		BPA'10r	550 JPY	-991,0%	
BPA'09r	60 \$	9,2%		BPA'09r	-62 JPY	-118,4%	
BPA'08r	55 \$	n.d.		BPA'08r	336 JPY	n.d.	

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

(2) BPA de Ibex y Eurostoxx ajustado por extraordinarios

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg
Datos a 18/06/2020

Estrategia de Inversión 3T 2021

4. Estrategia en Bonos: Se avecina un repunte gradual de TIREs en soberanos. Es mejor centrarse en corporativos donde los fundamentales son sólidos.

En un entorno de fuerte expansión como el actual (+5,8% en el PIB global) y más Inflación, es normal ver un repunte gradual en la TIR de los bonos soberanos. Los **bonos corporativos** continúan siendo nuestro activo favorito en renta fija porque los fundamentales son sólidos aunque el margen de subida en precio es limitado: (1) la recuperación macro facilita el cambio a mejor en las **métricas de riesgo** (cash flow, cobertura de intereses...), (2) el binomio rentabilidad/riesgo es atractivo en términos relativos (vs bonos soberanos), (3) las **perspectivas de resultados** para 2021/2022 son buenas y (4) las **tasas de impago/default** se sitúan en niveles históricamente bajos a pesar del impacto del CV19.

Visión de Mercado: Los bonos de referencia (T-Note & Bund a 10 A) cotizan dentro de un rango **lateral**. El tono *dovish* o suave de los bancos centrales y el exceso de **liquidez** contrarrestan el impacto negativo de la Inflación en las **valoraciones**. Aun así, la TIR del T-Note sube +60,0 pb en 2021 (+30,0 pb el Bund) y todo apunta a un repunte de TIREs en 2S21. (1) La **Inflación** es un fenómeno global. En EEUU, el PCE *Core* – indicador favorito de la Fed – sube +3,1%, el IPC Subyacente +3,0% y los Salarios Medios/Hora repuntan +0,8% m/m, mientras que en la UEM el IPC alcanza el 2,0% por primera vez desde nov. 2018 y (2) la rentabilidad/TIR actual está en niveles históricamente bajos y los **tipos de interés reales** son negativos.

Como referencia, la TIR media nominal del T-Note en 2019 (Pre-Pandemia) se sitúa en 2,13% (vs 1,50% actual), (3) el temido debate sobre el **tapering** (retirar las compras netas de bonos) parece estar cerca (Jackson Hole el 26-28 de agosto o septiembre), (4) todavía son minoría, pero crece el número de Bancos Centrales que anticipan un cambio de tendencia en los tipos. El Norges Bank de **Noruega** prevé una subida en 2S21, el BC de **Nueva Zelanda** en Sep.2022, el BC de **Canadá** a finales de 2022 y el BC de **Corea** del Sur prepara una retirada ordenada de estímulos monetarios.

Estrategia: En un entorno de fuerte expansión como el actual, es normal que la curva de tipos (diferencial 2/10A) gane algo más de **pendiente**. La OCDE estima un crecimiento de +5,8% en el PIB global para 2021 (vs -3,5% en 2020), la política fiscal es expansiva, sobre todo en EE.UU. y las **materias primas** ligadas al ciclo rondan máximos históricos.

¿Qué Hacemos? Evitar riesgo de **duración**, centrarse en el tramo intermedio de la curva (2/7A) y continuar en **bonos corporativos**. El margen de subida en precio (compresión de diferenciales) es limitado, pero los fundamentales son sólidos: (1) la gestión del balance realizado por las principales empresas durante la pandemia es **pro-solvencia** (liquidez y optimización de coste de financiación), (2) la recuperación macro lleva aparejada un cambio a mejor en las **métricas de riesgo** (cash flow y cobertura de intereses), (3) las **perspectivas de resultados** para 2021/2022 son buenas y salvo excepciones, las cifras del 1T21 batían ampliamente las expectativas y (4) las **tasas de impago/Default** se sitúan en niveles históricamente bajos a pesar de impacto del CV19.

Oportunidades:

(1) **Bonos Corporativos:** Reiteramos nuestra apuesta estratégica por **financieras** – ratios de capital holgadas y coste del riesgo a la baja –, así como la inversión táctica en **sectores cíclicos** (consumo, autos, ocio, ...) – principales beneficiados de la reapertura de los servicios.

El tono dovish/suave de los bancos centrales y el exceso de liquidez contrarrestan el impacto negativo de la Inflación

La rentabilidad/TIR se sitúa en niveles históricamente bajos y se acerca el temido debate sobre el tapering en EE.UU.

Lo normal en un entorno macro como el actual es ver un repunte gradual en la TIR de los bonos soberanos (caídas de precio).

Nuestra estrategia centra en evitar riesgo de duración y continuar en bonos corporativos

Estrategia de Inversión 3T 2021

(2) **MBS/ABS (Titulizaciones):** El binomio rentabilidad/riesgo es atractivo en términos relativos (vs bonos soberanos), la tasa de *default* es muy baja y aumenta el valor de la garantía hipotecaria (precios de la vivienda al alza),

(3) **China para inversores con perfil dinámico:** (i) Los fundamentales de China (PIB, IPC, Empleo...) son sólidos y el Déficit Fiscal es inferior al registrado por las economías del G-10, (ii) La política del Banco Central (PBOC) es conservadora (tipos reales positivos vs negativos en EEUU y la UEM), la rentabilidad/TIR es atractiva (TIR a 10A: 3,2% vs 1,5% en EE.UU. vs -0,25% en Alemania) y gana representatividad/ponderación en los índices de bonos de referencia.

Estrategia de Inversión 3T 2021

5.- Temática Trimestral

Las SPACs como alternativa para salir a Bolsa

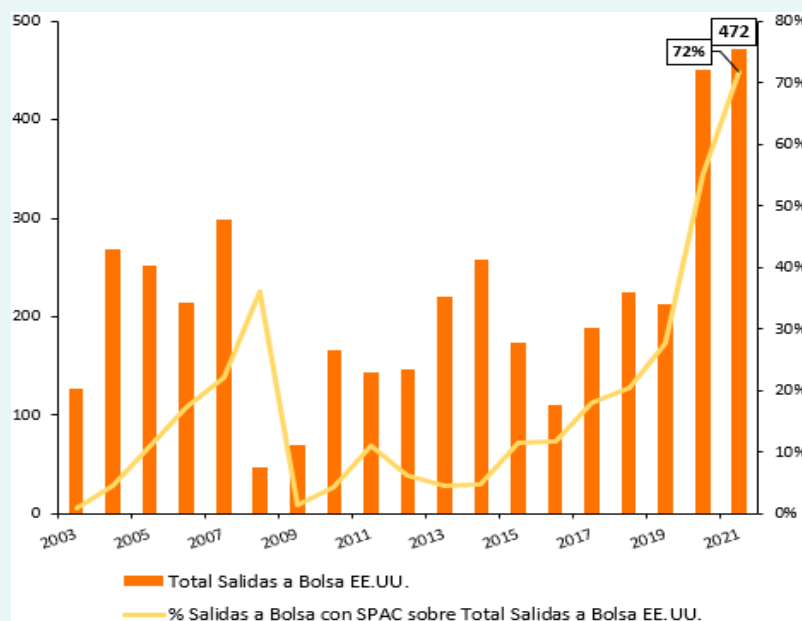
"Los números explican el mundo".

Para entender la reciente importancia de las SPACs primero hay que conocer dos cifras: 248 y 83.361M\$. La primera es el número de salidas a Bolsa que hubo en EE.UU. en 2020 a través de SPACs. La segunda, el capital recaudado.

Como referencia, en ese mismo período en EE.UU., las tradicionales salidas a Bolsa mediante OPV (Oferta Pública de Venta) recaudaron 96.003M\$ y fueron 202.

Es decir, un 55% de las salidas a Bolsa en 2020 en EE.UU. fueron a través de esta fórmula. Sin embargo, en lo que llevamos de 2021 esta cifra aumenta hasta el 72% con 106.268M\$ recaudados y 339 operaciones realizadas.

Por lo tanto, las SPACs están al alza. Fruto del interés de nuevas compañías en cotizar directamente en un mercado más global, aun procediendo de mercados con bolsas propias no tan internacionales (como la española, por ejemplo). Con esto logran obtener liquidez global y una amplia base de potenciales inversores.



Fuente: SPAC Analytics. Elaboración: Análisis Bankinter.

Las SPACs (o *Special Purpose Acquisition Companies*) son compañías sin una actividad empresarial específica cuyo modelo de negocio se basa en la adquisición o fusión con otras empresas.

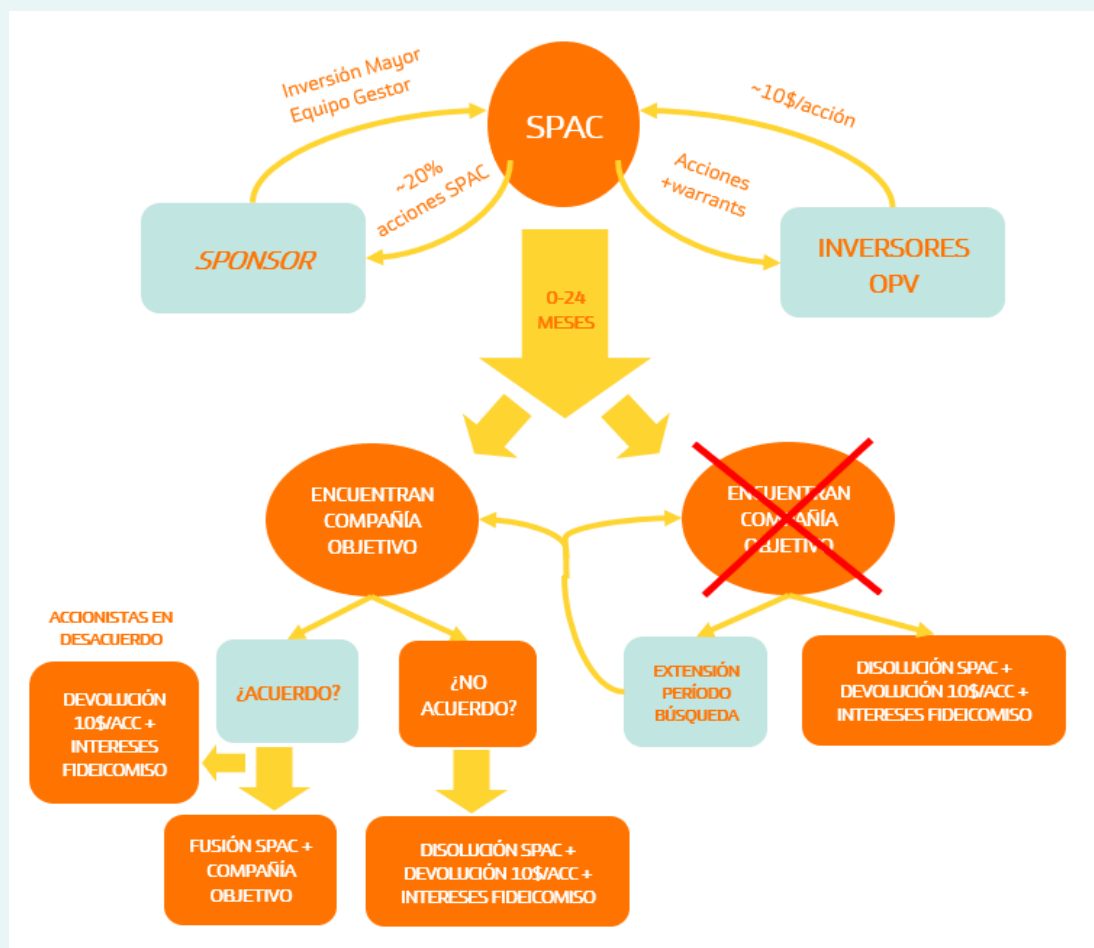
Dichas entidades **salen a Bolsa con el objetivo de recaudar fondos para una futura operación de compra o anexión con otra empresa o *start-up* que tenga la intención de empezar a cotizar.** Son también llamadas *blank check companies* ("compañías de cheque en blanco") o *cash boxes*.

Sin embargo, a pesar de su popularidad en estos últimos meses, **esta figura existe desde los años 80.** La regularización que se ha llevado a cabo recientemente ha ayudado a lavar su imagen y a potenciar su uso recientemente.

En los últimos dos años, compañías como Nikola (fabricante de camiones eléctricos), DraftKings (plataforma de apuestas deportivas) o Virgin Galactic Holdings (empresa de turismo espacial) utilizaron este método para cotizar en Bolsa.

Estrategia de Inversión 3T 2021

Más reciente es el caso de Wallbox, una empresa española fabricante de cargadores de vehículos eléctricos, que anunció recientemente su fusión con la SPAC Kensington Capital Acquisition durante el tercer trimestre de 2021. O el de la compañía fabricante de camiones eléctricos Lordstown, que salió a Bolsa hace un año a través de la SPAC DiamondPeak Holdings. Este último caso es un buen ejemplo de los posibles riesgos que tiene esta modalidad. En las últimas semanas las dudas sobre la viabilidad financiera han aumentado tras unas previsiones de producción de sus vehículos demasiado optimistas.



Elaboración: Análisis Bankinter.

El **funcionamiento** de esta modalidad es el siguiente. En la **fase inicial** los "sponsors" (equipo gestor) crean las SPACs y recaudan fondos de los inversores a través de una salida a Bolsa. También buscan la entrada de inversores institucionales. Generalmente, el precio se fija en 10\$/acción y por cada valor adquirido, el inversor recibe un "warrant". Esto concede a los accionistas el derecho a comprar una fracción de acción de la compañía a un determinado precio en un determinado momento en el futuro (normalmente un tiempo después de producirse la fusión entre SPAC y compañía no cotizada). Este "warrant" cotiza separadamente de la acción y se revalorizará si el precio de la acción aumenta.

En este momento no se conoce que empresa será adquirida o fusionada, aunque normalmente en el prospecto de la SPAC se menciona las preferencias de industria, sector o tipo de compañía. Los "sponsors", por otro lado, obtienen un 20% de participación en la SPAC a cambio de una inversión mayor.

Estrategia de Inversión 3T 2021

Los **fondos recaudados en la salida a Bolsa** se custodian en una cuenta de fideicomiso y se invierte en letras del Tesoro. Sólo se permite utilizar estos fondos en unas situaciones muy concretas (la principal es la adquisición de compañías), protegiendo a los inversores de gastos no autorizados. Generalmente los "*sponsors*" adquieren "*warrants*" adicionales durante la salida a Bolsa para cubrir los gastos de la OPV y los gastos corrientes. Así evitan tener que utilizarla inversión de los accionistas.

A partir de este momento, los "*sponsors*" **tienen un período máximo de dos años** para encontrar una empresa objetivo con la que fusionarse. Durante este espacio de tiempo las acciones de la SPAC pueden comprarse y venderse como en cualquier otra empresa que cotiza.

En este punto puede haber dos casos: (i) los "*sponsors*" no encuentran una empresa (ii) los "*sponsors*" encuentran una empresa.

En el **primer caso** los accionistas pueden extender el período de búsqueda de la empresa objetivo o decidir la disolución de la SPAC, recibiendo los 10\$ por cada acción adquirida en un principio más los intereses del fideicomiso.

En el **segundo caso**, se plantearía una votación para decidir si los accionistas aprueban o no la fusión o adquisición de la empresa objetivo.

Si se aprueba, el acuerdo se consume, se fusionan ambas empresas y normalmente entran terceros en la operación (nuevos inversores de referencia llamados *PIPE investors (Private Into Public Equity)*). La SPAC necesita recaudar más fondos en este momento ya que la empresa no cotizada suele ser 2/4 veces más grande que la SPAC. Además, parte del dinero en la cuenta de fideicomiso se habrá utilizado en pagar los 10\$/acción a los inversores que no estén de acuerdo con la operación de fusión o adquisición. Los accionistas originales de la SPAC acaban teniendo una participación pequeña en la compañía fusionada, que directamente comienza a cotizar en Bolsa a través de la SPAC.

Durante este período, los inversores pueden rescatar las acciones adquiridas por 10\$/acción más los intereses del fideicomiso si no están de acuerdo con la empresa seleccionada. Por otro lado, existe un período de bloqueo en el que los "*sponsors*" no pueden vender su posición (generalmente 12 meses) una vez se realice la fusión para asegurar el buen hacer de la operación.

Si, por el contrario, se rechaza la operación, vuelve a haber dos opciones: seguir con la búsqueda de otras empresas o disolver la SPAC y recibir los accionistas los 10\$ por cada acción adquirida en un principio más los intereses del fideicomiso.

En definitiva, las SPACs suponen una alternativa a las tradicionales OPVs. Las **principales ventajas** que tiene este modelo son:

- Un proceso más sencillo, rápido y barato.
- El precio de la acción se fija mediante una negociación entre la SPAC y la empresa objetivo.
- El valor añadido que aporta el "*sponsor*", ya que se mantendrá como accionista después de la fusión. Estos son grupos de personas especializadas en determinados sectores o industrias que buscan oportunidades en nichos muy concretos en los que tienen una gran experiencia.

Estrategia de Inversión 3T 2021

- La capacidad de promover las proyecciones de la empresa con inversores públicos en el momento de la fusión, que es especialmente relevante para las empresas de alto crecimiento. Esto es especialmente importante actualmente por el COVID, ya que el desempeño puede no reflejar el potencial de la empresa.
- Los inversores descontentos con la compañía objetivo de la adquisición pueden salir vendiendo sus acciones antes de que finalice la adquisición. El "sponsor" de la SPAC tiene el compromiso de reemplazar a los inversores que se van.

Por otro lado, las **principales críticas** son:

- Las menores exigencias a las que se someten las SPACs, pudiendo ser un riesgo para los inversores.
- El efecto de dilución para los propietarios de las empresas e inversores a través de la "promoción" del "sponsor" (20% de los ingresos del SPAC) y estructura de "warrant".
- En una regulación proteccionista con el pequeño inversor, como ocurre en España, podría suponer una filosofía demasiado agresiva.

Precisamente en estos días se está redactando el **anteproyecto de Ley de Mercado de Valores en España**. Uno de los puntos principales es la **regularización y fomento de las salidas a Bolsa a través de las SPACs**. Sin embargo, todavía existen muchos temas importantes por resolver: (i) la modificación de la ley de opas para que a las SPACs no se les obligue adquirir el 100% de las acciones; (ii) la no aplicación del límite del 10% a la autocartera; (iii) la retirada del límite del 20% como máximo porcentaje al realizar una ampliación de capital sin derecho de suscripción preferente; (iv) la eximición del derecho de separación a los accionistas de las empresas españolas cuando cambian de objeto social al realizar una fusión; (v) la retirada del derecho de oposición que tienen los acreedores de una empresa cuando hay una fusión; (vi) modificaciones fiscales como el no pago de plusvalías con la fusión sino con la venta de títulos o la declaración de "motivo económico válido" para asegurar la neutralidad fiscal al realizar la operación y evitar que Hacienda decida en cada operación si está justificada o no.

Por lo tanto, es **probable que estemos ante el futuro de las salidas a Bolsa para *start-ups* y pequeñas compañías con mucho potencial**, permitiéndoles obtener una base de inversores más amplia y con mayor facilidad que a través de una OPV. Además, el respaldo del equipo gestor es importante, puesto que, en general, son gente con experiencia en un determinado sector o industria. Este punto es el más importante, ya que cuando se invierte en una SPAC se deposita la confianza en los gestores de la misma al no saber en ese momento en qué empresa se centrará la fusión. Sin embargo, una mayor regulación será necesaria para evitar que casos como el de Lordstown sean más comunes.

Estrategia de Inversión 3T 2021

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

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

España, cifras clave	2017r	2018r	2019r	2020r		2021e			2022e			2023e	
(%)					Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,4	2,0	-10,8	5,0	6,0	6,6	4,2	5,8	7,0	1,3	1,9	2,5
Consumo Privado	3,0	1,8	0,9	-12,2	6,3	6,9	7,3	3,9	4,9	5,4	1,3	1,8	2,3
Gasto Público	1,0	2,6	2,3	3,8	1,9	2,1	2,4	-0,1	0,4	0,8	0,1	0,6	1,1
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,1	2,7	-11,4	6,5	8,9	10,2	7,5	11,4	14,3	4,7	5,6	5,7
Demanda interna (aportación)	3,1	3,0	1,4	-8,8	4,5	5,9	5,9	3,7	5,1	6,2	1,8	2,3	2,8
Sector Exterior (aportación)	-0,2	-0,5	0,6	-2,0	0,5	0,1	0,8	0,5	0,7	0,9	-0,5	-0,4	-0,3
Déficit Público/PIB	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-11,0	-9,0	-7,0	-7,0	-5,5	-4,0	-5,0	-4,0	-3,0
Deuda/PIB	98,6	97,6	95,5	120,0	123,0	121,8	115,4	123,2	119,5	110,2	124,7	120,2	108,8
Tasa de paro (EPA)	16,5	14,4	13,8	16,1	17,4	17,0	16,4	16,5	15,0	13,7	16,7	14,7	13,2
IPC	1,1	1,2	0,8	-0,5	2,2	2,4	2,6	1,2	1,4	1,6	1,0	1,2	1,4

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

Estrategia de Inversión 3T 2021

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

Portugal, cifras clave	2020r	2021e			2022e			2023e		
		Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	-7,6%	3,0%	3,9%	4,8%	4,0%	4,8%	5,6%	0,4%	1,0%	1,9%
Consumo Privado	-5,90%	1,5%	1,9%	2,3%	4,4%	4,6%	4,7%	1,0%	1,8%	3,0%
Consumo Público	0,50%	3,1%	3,7%	3,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,5%	0,5%	0,5%
Inversión	-4,90%	5,4%	5,9%	7,2%	6,4%	6,9%	7,0%	3,6%	3,8%	3,9%
Exportaciones	-18,70%	10,3%	11,2%	11,6%	6,6%	7,0%	8,3%	2,3%	2,4%	2,4%
Importaciones	-12,10%	9,5%	9,3%	8,8%	6,7%	6,1%	5,7%	4,7%	4,7%	4,5%
Déficit Público / PIB	-7,3%	-5,2%	-5,1%	-4,8%	-3,8%	-3,7%	-3,5%	-2,8%	-2,6%	-2,4%
Deuda Pública / PIB	133,0%	133,0%	131,9%	130,4%	129,2%	127,3%	124,8%	129,2%	126,2%	122,6%
Tasa de Paro	7,1%	8,0%	7,8%	7,4%	7,2%	6,9%	6,8%	7,2%	6,9%	6,8%
IPC	-0,1%	1,1%	1,4%	1,5%	1,4%	1,4%	1,6%	1,3%	1,6%	1,6%
PIB / PIB 2019	92,4%	94,9%	95,7%	96,5%	98,7%	100,2%	101,8%	99,0%	101,2%	103,7%

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

Estrategia de Inversión 3T 2021

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

(Link directo al documento disponible pulsando sobre cada imagen)

Carteras Modelo de Fondos

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

1. Objetivo: seleccionar acciones que permitan obtener un rendimiento superior al de la renta fija.

2. Criterios de selección:

- 1. Rentabilidad superior al 10% anual.
- 2. Criterios de selección:
- 3. Criterios de selección:
- 4. Criterios de selección:
- 5. Criterios de selección:
- 6. Criterios de selección:

3. Metodología de selección:

4. Resultados de la selección:

5. Conclusión:

Carteras Modelo Inversión Sostenible

ANÁLISIS Y MERCADOS
Carteras Modelo de Fondos de Inversión Sostenible
9 de septiembre de 2021

1. Objetivo: seleccionar acciones que permitan obtener un rendimiento superior al de la renta fija.

2. Criterios de selección:

- 1. Rentabilidad superior al 10% anual.
- 2. Criterios de selección:
- 3. Criterios de selección:
- 4. Criterios de selección:
- 5. Criterios de selección:
- 6. Criterios de selección:

3. Metodología de selección:

4. Resultados de la selección:

5. Conclusión:

TOP Selección Fondos

ANÁLISIS Y MERCADOS
Top Selección Fondos. Lista de Clasificación de Análisis
9 de septiembre de 2021

1. Objetivo: seleccionar acciones que permitan obtener un rendimiento superior al de la renta fija.

2. Criterios de selección:

- 1. Rentabilidad superior al 10% anual.
- 2. Criterios de selección:
- 3. Criterios de selección:
- 4. Criterios de selección:
- 5. Criterios de selección:
- 6. Criterios de selección:

3. Metodología de selección:

4. Resultados de la selección:

5. Conclusión:

Carteras Popcoin

popcoin Una idea Bankinter

Selección Estabilidad

ANÁLISIS Y MERCADOS
Carteras de Fondos. Selección Estabilidad
27 de septiembre de 2021

1. Objetivo: seleccionar acciones que permitan obtener un rendimiento superior al de la renta fija.

2. Criterios de selección:

- 1. Rentabilidad superior al 10% anual.
- 2. Criterios de selección:
- 3. Criterios de selección:
- 4. Criterios de selección:
- 5. Criterios de selección:
- 6. Criterios de selección:

3. Metodología de selección:

4. Resultados de la selección:

5. Conclusión:

Estrategia de Inversión 3T 2021

Carteras Modelo de Acciones Españolas



Carteras Modelo de Acciones USA



Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo de Acciones Dividendo



Estrategia de Inversión 3T 2021

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

Ratios Ibex-35

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2020r	PER 2021e	2022e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div21e	Media 2017/20	2021e	ROE 2022e	EV/EBITDA 2021e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/20	2021e	P/V 2022e	Recomend.	P. Objetivo
									2020r	2021e	Var.%	2022e	Var.%											
Ibex-35	9.035,7	-2,1	-1,2	+11,9	605.941	-77,1 x	16,8 x	14,9 x	-7.858	35.973	n/r	40.742	n/r	3,1%	4,8%	21,4%	28,1%	14,4x	0,9 x	3,2 x	2,0 x	4,5 x		
Almirall	14,49	-1,8	+3,3	+32,7	2.605	26,2 x	35,3 x	28,9 x	74	74	-1%	90	22%	1,4%	-1,6%	5,4%	6,4%	13,3x	0,3 x	1,7 x	1,9 x	1,8 x	Comprar	15,00
ACS	22,95	-10,1	-10,0	-15,5	7.505	14,7 x	10,0 x	9,4 x	574	753	31%	800	6%	7,2%	18,5%	17,1%	17,2%	4,0x	0,4 x	2,3 x	1,6 x	1,5 x	Comprar	33,20
Acerinox	9,67	-14,8	-17,6	+7,0	2.615	49,9 x	9,1 x	10,0 x	49	288	487%	262	-9%	5,2%	5,9%	17,4%	14,6%	5,4x	0,4 x	1,4 x	1,5 x	1,4 x	Comprar	13,10
AENA	142,60	+0,2	-0,6	+0,3	21.390	Negativo	74,5 x	22,8 x	-127	287	n/r	936	226%	1,1%	16,0%	4,5%	13,2%	22,4x	1,1 x	3,8 x	3,3 x	3,0 x	Comprar	156,20
Amadeus	63,58	-1,4	+3,0	+6,7	28.643	Negativo	210,6 x	40,4 x	-506	136	-73%	709	421%	0,0%	26,0%	3,5%	16,7%	18,6x	0,9 x	8,5 x	7,4 x	6,7 x	Neutral	62,00
Acciona	126,90	-6,7	-8,1	+8,7	6.961	16,8 x	24,2 x	21,0 x	380	288	-24%	331	15%	3,2%	9,3%	8,3%	9,2%	9,7x	1,4 x	1,4 x	2,0 x	1,9 x	Comprar	158,50
BBVA	5,27	-1,9	+2,5	+32,3	35.113	20,6 x	10,6 x	9,1 x	1.305	3.309	154%	3.862	17%	3,0%	7,4%	8,0%	9,1%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,8 x	0,7 x	Comprar	5,35
Bankinter	4,28	-3,4	-8,7	+31,6	3.849	12,5 x	12,8 x	10,7 x	317	300	-5%	360	20%	3,5%	10,6%	6,4%	7,4%	n.a.	n.a.	0,9 x	0,8 x	0,7 x	Restringido	
CaixaBank	2,61	-5,9	-6,9	+24,3	21.046	7,8 x	5,6 x	6,7 x	1.611	3.743	132%	3.163	-15%	3,4%	7,2%	15,7%	12,9%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	3,35
Cie Automotive	25,26	-2,8	+1,8	+14,5	3.096	14,6 x	11,4 x	10,1 x	185	272	47%	308	13%	2,9%	23,9%	20,3%	18,8%	7,5x	1,6 x	2,4 x	2,3 x	1,9 x	Comprar	31,20
Cellnex	53,46	+3,0	+9,0	+17,5	36.317	Negativo	Negativo	Negativo	-132	-551	n/r	-648	n/r	0,1%	0,1%	-3,8%	-4,7%	26,0x	0,6 x	5,8 x	2,6 x	2,7 x	Comprar	56,75
Colonial	9,00	-4,0	-1,3	+12,1	4.573	46,3 x	42,3 x	35,4 x	88	108	23%	129	20%	1,9%	2,0%	2,0%	2,4%	33,1x	0,9 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Vender	8,19
Endesa	22,59	+0,6	+1,3	+1,1	23.917	17,0 x	13,8 x	12,9 x	1.394	1.734	24%	1.860	7%	5,8%	13,0%	22,7%	23,3%	7,8x	0,9 x	2,7 x	3,1 x	3,0 x	Neutral	24,00
Enagas	19,73	-1,4	+2,6	+9,8	5.168	10,6 x	13,6 x	12,5 x	444	379	-15%	414	9%	8,6%	15,7%	12,9%	14,3%	10,6x	1,4 x	1,9 x	1,8 x	1,8 x	Comprar	20,00
Ferrovial	24,72	-2,6	+2,9	+9,4	18.256	Negativo	240,7 x	51,3 x	-410	76	n/r	356	370%	2,1%	-1,3%	1,8%	8,7%	47,8x	0,7 x	2,9 x	4,4 x	4,4 x	Comprar	25,90
IAG	22,67	-3,1	-0,7	-5,1	27.022	23,0 x	36,2 x	33,0 x	617	747	21%	820	10%	1,9%	14,4%	13,3%	13,4%	20,9x	1,3 x	4,0 x	2,8 x	2,5 x	Neutral	25,20
IAG	2,29	+0,5	-3,8	+27,6	11.332	Negativo	Negativo	14,1 x	-6.923	-2.793	n/r	801	n/r	0,0%	-107,6%	428,4%	537,6%	-21,4x	7,4x	4,2 x	-17,6 x	76,2 x	Comprar	2,90
Iberdrola	10,79	-0,3	-1,9	-7,8	69.252	20,6 x	18,6 x	16,2 x	3.611	3.718	3%	4.274	15%	4,1%	8,7%	10,2%	11,3%	10,3x	1,0 x	1,5 x	1,9 x	1,8 x	Comprar	13,00
Grifols	7,56	-3,3	+7,8	+8,2	1.335	Negativo	11,7 x	9,5 x	-27	114	322%	141	24%	0,9%	12,2%	14,5%	15,6%	5,7x	1,0 x	2,3 x	1,7 x	1,5 x	Neutral	9,30
Inditex	30,54	-1,7	-3,6	+17,8	95.183	73,4 x	30,4 x	25,9 x	1.106	3.134	183%	3.672	17%	2,9%	20,1%	21,5%	24,7%	12,5x	Caja Neta	5,8 x	6,1 x	5,6 x	Comprar	31,00
Mapfre	1,78	-4,7	-4,3	+12,0	5.492	9,3 x	8,5 x	8,2 x	527	649	23%	670	3%	7,7%	6,9%	7,4%	7,4%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	1,96
Meliá	6,88	-0,6	-0,5	+20,3	1.517	Negativo	Negativo	29,2 x	-596	-203	n/r	52	n/r	0,0%	-24,4%	-74,8%	16,0%	21,0x	1,0 x	1,8 x	5,6 x	4,7 x	Comprar	8,10
Merlin Properties	9,27	-1,6	-2,2	+23,3	4.357	25,9 x	19,0 x	16,0 x	141	230	63%	273	19%	4,2%	3,2%	3,4%	3,9%	28,2x	0,8 x	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Neutral	9,47
ArcelorMittal(3)	24,44	-5,0	-9,1	+28,3	26.953	Negativo	4,9 x	9,8 x	-733	6.494	n/r	3.263	-50%	1,0%	n/r	14,8%	7,1%	3,1x	0,1 x	0,6 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	29,10
Naturgy	21,80	-0,6	+1,7	+15,0	21.138	Negativo	16,6 x	14,8 x	-347	1.273	267%	1.429	12%	5,6%	7,4%	15,7%	17,2%	8,4x	1,7 x	1,9 x	2,6 x	2,5 x	Vender	22,10
PharmaMar	74,54	-4,6	-3,0	+5,0	1.368	9,3 x	16,1 x	12,5 x	140	85	-39%	109	28%	0,9%	Negativo	48,4%	40,2%	11,7x	Caja Neta	28,3 x	7,8 x	5,0 x	Neutral	89,20
Red Eléctrica	16,61	-3,7	+1,2	-1,0	8.987	14,6 x	13,4 x	14,1 x	621	670	8%	639	-5%	6,0%	20,3%	18,8%	17,4%	10,0x	1,8 x	3,0 x	2,5 x	2,5 x	Neutral	15,80
Repsol	10,87	-5,3	-0,5	+31,7	16.597	Negativo	Negativo	11,5 x	-3.289	1.181	-64%	1.446	22%	5,5%	-4,1%	5,6%	6,6%	4,9x	0,4 x	0,7 x	0,8 x	0,8 x	Comprar	11,60
Sabadell	0,59	-7,2	-5,7	+67,0	3.327	1.663,3 x	14,5 x	7,1 x	2	230	n/r	466	103%	1,6%	3,7%	2,3%	4,5%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Neutral	0,65
Santander	3,28	-4,4	-4,4	+30,2	56.791	Negativo	8,5 x	8,1 x	-8.771	6.708	-24%	7.021	5%	3,8%	2,0%	9,9%	9,6%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,5 x	0,4 x	Neutral	3,50
Siemens Gamesa (4)	26,93	+3,2	+0,2	-18,6	18.343	Negativo	Negativo	117,4 x	-918	-127	n/r	156	-223%	0,0%	-4,3%	-2,6%	3,2%	28,5x	0,2 x	2,2 x	3,8 x	3,7 x	Neutral	28,50
Solaria	15,66	-1,0	-1,8	-33,8	1.957	97,1 x	32,6 x	20,8 x	30	60	97%	94	57%	0,0%	16,4%	21,2%	25,0%	36,7x	1,8 x	5,9 x	6,9 x	5,2 x	Neutral	18,00
Telefónica	3,98	-2,7	-1,1	+22,5	22.745	11,5 x	9,2 x	9,7 x	1.582	2.474	56%	2.344	-5%	7,5%	10,5%	10,5%	9,8%	3,9x	1,7 x	1,3 x	0,9 x	0,9 x	Neutral	4,00
Viscofán	57,50	-0,1	-0,6	-0,9	2.674	21,9 x	20,0 x	19,1 x	123	134	9%	140	4%	3,2%	15,8%	17,0%	16,5%	11,5x	0,1 x	3,2 x	3,4 x	3,2 x	Comprar	71,90

Estrategia de Inversión 3T 2021

Ratios EuroStoxx-50

	Ultimo	% Var 5D	% Var 1M	% Var 3M	Capitaliz.	2020r	PER 2021e	2022e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div21e	Media 2017/20	RDE 2021e	2022e	EV/EBITDA 2021e	OFN/FFFF (US/mil)	Media 2017/20	PV/C 2021e	2022e	Recomend
EuroStoxx-50	4.117,8	-0,6	+1,9	+15,9	3.857.458	81,3 x	34,7 x	29,2 x	91.516	193.576	112%	224.292	16%	3,0%	12,3%	13,2%	14,0%	0,8 x	3,5 x	4,0 x	3,5 x		
Adidas	290,39	-0,8	-3,1	-2,5	58.191	81,3 x	34,7 x	29,2 x	734	1.677	126%	1.992	19%	1,4%	21,3%	22,5%	22,7%	17,17	0,1 x	7,0 x	7,2 x	6,5 x	Neutral
Ahold Delhaize	24,87	+0,2	+5,2	+7,8	26.002	18,2 x	13,4 x	12,5 x	1.397	1.937	39%	2.072	7%	4,4%	12,2%	15,9%	16%	2,46	0,8 x	1,7 x	2,2 x	2,0 x	Vender
Air Liquide	150,48	+4,1	+8,2	+12,1	71.300	26,1 x	28,0 x	25,8 x	2.435	2.543	4%	2.789	8%	2,0%	12,3%	12,5%	12,7%	13,64	0,6 x	2,9 x	3,5 x	3,3 x	Comprar
Airbus	112,98	-0,2	+5,9	+25,8	88.805	Negativo	50,4 x	29,1 x	-1.133	1.761	n/r	3.048	73%	0,8%	3,3%	21,5%	29,0%	14,52	Caja Neta	10,2 x	10,8 x	8,4 x	Comprar
Allianz	216,35	-0,9	+0,4	+7,8	89.200	12,2 x	10,9 x	10,8 x	8.807	8.190	20%	8.388	1%	4,7%	10,6%	10,2%	10,3%	n/a	n/a	1,2 x	1,1 x	1,1 x	Comprar
AB InBev	63,75	-2,2	+3,0	+11,8	128.727	30,2 x	21,0 x	17,9 x	3.807	6.111	61%	7.183	17%	1,5%	8,9%	8,2%	8%	4,15	1,2 x	1,9 x	1,7 x	1,0 x	Vender
Adyen	1.936,00	+2,0	+2,4	+1,8	58.870	221,2 x	139,1 x	97,7 x	261	423	82%	603	42%	0,0%	25,7%	27,0%	27,5%	Negativo	Caja Neta	32,3 x	37,4 x	26,7 x	Neutral
Amadeus	63,54	-1,5	+2,9	+6,7	28.625	Negativo	38,0 x	35,8 x	-505	753	n/r	800	6%	0,0%	21,9%	17,1%	17,2%	3,14	0,9 x	8,4 x	7,4 x	6,7 x	Neutral
ASML	573,20	-0,9	+4,8	+44,2	240.456	48,9 x	51,8 x	41,6 x	3.554	4.819	31%	5.787	25%	0,6%	22,1%	29,0%	30,3%	Negativo	Caja Neta	7,9 x	15,1 x	12,6 x	Comprar
AXA	21,70	-4,6	-3,9	+11,2	52.494	14,0 x	8,1 x	8,0 x	3.385	8.491	92%	6.587	1%	0,8%	5,0%	8,0%	8,0%	n/a	n/a	0,8 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
B. Santander	3,28	-4,3	-4,2	+30,3	56.860	Negativo	8,5 x	8,1 x	-6.771	8.708	n/r	7.021	5%	3,8%	2,0%	9,9%	9,62%	n/a	n/a	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Neutral
Basf	66,16	-1,3	-0,8	+2,2	60.767	55,8 x	17,2 x	14,8 x	-1.065	3.542	233%	4.098	16%	2,2%	12,6%	9,5%	11,2%	8,49	0,5 x	1,8 x	1,7 x	1,7 x	Neutral
Bayer	51,18	-4,5	-0,5	+6,3	50.280	Negativo	8,1 x	7,8 x	-10.495	8.210	n/r	6.477	4%	4,8%	n/r	17,9%	18,70%	3,14	1,0 x	1,6 x	1,4 x	1,3 x	Neutral
BMW	92,88	-1,8	+7,1	+28,8	60.315	12,3 x	10,6 x	9,8 x	3.775	5.094	51%	6.281	10%	3,1%	10,4%	8,7%	9,05%	2,70	Caja Neta	0,9 x	0,9 x	0,9 x	Comprar
BNP Paribas	53,75	-4,6	-3,8	+24,7	67.177	7,6 x	9,4 x	8,4 x	7.067	7.150	1%	7.850	11%	5,6%	7,9%	7,7%	8,37%	n/a	n/a	0,6 x	0,6 x	0,6 x	Comprar
CRH	42,98	+0,9	+1,0	+26,3	33.641	27,1 x	18,9 x	17,2 x	984	1.775	80%	1.953	10%	2,2%	10,0%	10,1%	10,6%	0,96	0,4 x	1,6 x	2,0 x	1,8 x	Comprar
Daimler	79,21	-0,0	+4,0	+37,1	84.742	17,0 x	8,6 x	7,9 x	3.627	9.798	170%	10.732	10%	4,6%	9,1%	14,4%	14,40%	-1,38	Caja Neta	1,0 x	1,2 x	1,1 x	Comprar
Danone	57,00	-3,9	-2,2	+8,0	39.195	18,9 x	23,1 x	21,5 x	1.958	1.095	-13%	1.819	7%	3,7%	13,9%	9,9%	10%	2,66	0,7 x	2,6 x	2,2 x	2,2 x	Vender
Deutsche Post	57,36	+0,6	+2,8	+41,6	71.072	16,8 x	17,3 x	17,1 x	2.979	4.101	38%	4.196	1%	2,5%	19,5%	27,0%	22,35%	7,79	0,7 x	3,1 x	4,6 x	3,6 x	Comprar
Deutsche Boerse	148,35	+6,5	+11,0	+6,5	28.187	22,3 x	23,2 x	21,3 x	1.188	1.217	2%	1.325	9%	2,2%	17,9%	17,7%	19%	0,66	0,2 x	4,0 x	4,0 x	3,8 x	Neutral
Deutsche Telekom	17,92	+0,3	+6,5	+19,9	85.344	12,8 x	17,4 x	14,4 x	5.555	4.900	-12%	5.838	21%	3,5%	9,6%	6,5%	7,8%	5,56	2,7 x	1,4 x	1,1 x	1,1 x	Comprar
Enel	8,10	+0,2	+0,5	-2,2	82.309	16,2 x	15,0 x	13,7 x	5.197	5.495	6%	5.895	9%	4,7%	12,2%	18,8%	19,3%	7,07	1,8 x	2,1 x	2,8 x	2,7 x	Comprar
Engie	11,72	-4,9	-3,5	-6,4	28.551	Negativo	11,6 x	11,2 x	-1.575	2.451	n/r	2.552	4%	4,5%	4,0%	7,3%	7,5%	5,26	0,7 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Neutral
E.ON	10,42	-3,0	+3,6	+21,9	37.556	-3,6 x	23,9 x	15,1 x	-8.556	1.574	-82%	2.485	58%	3,8%	-1,9%	4,2%	6,5%	5,76	5,5 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x	Neutral
EssilorLuxottica	149,92	+1,3	+5,7	+17,5	65.819	108,8 x	36,0 x	31,7 x	268	1.817	382%	2.074	14%	1,3%	6,6%	5,2%	5,6%	10,52	0,1 x	3,8 x	1,7 x	1,8 x	Neutral
Iberdrola	10,79	-0,4	-1,9	-7,8	69.220	20,6 x	18,6 x	18,2 x	3.611	3.718	3%	4.274	15%	4,1%	8,8%	10,2%	11,3%	10,34	1,0 x	1,5 x	1,9 x	1,8 x	Comprar
Inditex	30,54	-1,7	-3,6	+17,6	95.183	73,4 x	29,8 x	25,2 x	1.106	3.199	189%	3.778	18%	2,9%	10,6%	21,9%	25,5%	12,50	Caja Neta	5,9 x	6,1 x	5,6 x	Comprar
ING	11,17	-0,6	-1,5	+46,2	43.624	12,0 x	9,4 x	9,3 x	2.485	4.641	87%	4.701	1%	5,8%	8,2%	8,4%	8%	n/a	n/a	0,8 x	0,8 x	0,7 x	Comprar
Intesa	2,35	-4,2	-2,9	+29,2	45.613	11,3 x	12,3 x	10,3 x	3.277	3.700	13%	4.450	20%	8,4%	9,5%	7,5%	9%	n/a	n/a	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
Kering	761,80	+1,7	+1,8	+28,2	95.239	23,9 x	28,2 x	29,2 x	3.144	3.378	7%	3.260	-2%	1,8%	21,8%	24,5%	21%	15,07	0,2 x	5,5 x	7,0 x	6,3 x	Comprar
Kone	70,08	+3,9	+6,0	+8,2	37.100	36,0 x	34,2 x	31,6 x	977	1.086	11%	1.175	8%	2,7%	29,8%	32,3%	34%	22,04	Caja Neta	6,7 x	10,7 x	10,3 x	Vender
K. Philips	42,52	-4,8	-7,6	-2,9	39.003	93,6 x	22,9 x	24,7 x	1.187	1.703	43%	1.879	10%	2,1%	10,3%	12,2%	13%	11,12	0,3 x	2,7 x	2,7 x	2,6 x	Neutral
L'Oréal	386,25	-0,3	+4,9	+24,3	216.557	43,4 x	47,1 x	43,7 x	4.009	4.601	18%	4.853	8%	1,2%	15,0%	13,8%	15%	26,85	Caja Neta	4,7 x	6,5 x	6,5 x	Neutral
Linde(B)	244,65	+2,0	-0,8	+14,9	126.940	34,6 x	31,4 x	28,0 x	4.371	4.814	10%	5.278	10%	1,5%	5,0%	9,0%	10%	14,77	0,3 x	2,3 x	3,2 x	3,1 x	Comprar
LMVH	682,30	+0,7	+4,6	+33,5	344.395	54,6 x	45,1 x	38,8 x	4.702	7.641	63%	8.671	16%	1,0%	18,1%	17,4%	18,1%	18,16	0,2 x	5,0 x	6,0 x	7,0 x	Comprar
Munich RE	240,55	+2,0	+1,9	-0,9	33.701	28,1 x	13,4 x	13,9 x	1.211	2.515	108%	2.878	14%	4,1%	6,7%	8,0%	9,0%	n/a	n/a	1,1 x	1,1 x	1,1 x	Neutral
Nokia	4,33	-2,6	+1,8	+37,4	24.575	12,2 x	21,9 x	17,6 x	-1.484	1.120	-23%	1.386	28%	2,5%	0,3%	8,2%	9,7%	8,79	Caja Neta	1,4 x	1,8 x	1,7 x	Neutral
Pernod Ricard	180,20	+0,7	+0,0	+14,9	47.190	124,8 x	33,9 x	28,8 x	329	1.393	323%	1.640	18%	1,6%	8,3%	9,4%	11%	21,15	0,6 x	2,6 x	3,2 x	3,0 x	Neutral
Prosus	81,98	-2,5	-3,5	-7,2	133.477	27,9 x	21,1 x	16,1 x	-5.157	8.335	23%	8.299	31%	0,1%	26,9%	16,0%	17,5%	2.509,17	Caja Neta	3,9 x	3,4 x	2,8 x	Comprar
Sefran	126,04	+2,4	+3,0	+8,7	53.849	58,7 x	41,3 x	27,4 x	844	1.305	55%	1.967	51%	1,0%	24,3%	9,8%	14%	17,75	0,3 x	4,0 x	4,0 x	3,7 x	Neutral
Sanoofi	87,54	-1,5	+0,7	+11,2	110.389	8,0 x	14,5 x	12,5 x	12.314	7.636	-38%	8.805	15%	3,7%	11,5%	11,5%	12,3%	11,41	0,1 x	1,7 x	1,7 x	1,5 x	Comprar
SAP	117,92	-1,9	+3,9	+10,0	144.805	25,6 x	32,6 x	28,2 x	5.142	4.448	-13%	5.134	15%	1,6%	13,7%	12,5%	13%	18,54	0,2 x	4,1 x	4,0 x	3,7 x	Comprar
Schneider Electric	134,94	+1,7	+4,3	+14,1	76.520	31,8 x	25,9 x	23,3 x	2.126	2.952	39%	3.282	11%	2,2%	10,9%	13,2%	13,7%	14,36	0,2 x	2,2 x	3,0 x	2,6 x	Comprar
Siemens	136,66	-1,4	+3,0	+16,3	116.161	24,8 x	23,9 x	21,0 x	4.030	4.866	21%	5.521	13%	2,6%	12,5%	12,7%	13,6%	13,04	0,3 x	1,9 x	2,8 x	2,6 x	Neutral
Total	40,20	-1,8	+8,0	+13,9	106.132	Negativo	17,8 x	10,5 x	-7.336	5.976	n/r	10.111	68%	8,5%	8,9%	5,0%	8,2%	5,94	0,4 x	1,0 x	0,9 x	0,9 x	Comprar
Vinci	93,54	-1,9	+1,1	+15,5	66.071	40,2 x	21,8 x	16,4 x	1.242	2.589	107%	3.416	33%	2,3%	13,2%	11,8%	14,4%	9,82	1,0 x	2,6 x	3,5 x	2,3 x	Comprar
Vivendi	28,95	-0,5	-2,6	+9,7	33.267	21,7 x	22,7 x	20,9 x	1.440	1.467	2%	1.592	8%	2,2%	6,7%	6,8%	9,1%	15,26	0,4 x	1,7 x	2,0 x	2,0 x	Comprar
Volkswagen	223,05	-0,9	-2,3	+46,3	131.039	9,8 x	10,5 x	8,1 x	8.333	12.507	50%	16.159	29%	2,2%	9,4%	9,2%	10,9%	Caja Neta	0,7 x	0,8 x	0,8 x	0,8 x	Comprar
Vonovia	54,58	+1,9	+6,7	-8,7	31.385	25,1 x	23,6 x	21,1 x	1.348	1.332	-1%	1.487	12%	9,3%	14,0%	9,0%	9,2%	30,25	1,0 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x	Neutral