

Estrategia 4º Trimestre 2021

Detenerse y pensar. Bien, pero más despacio.
Bonos vulnerables. China queda al margen.



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	9
2.- España y Portugal	34
3.- Ideas de inversión: asignación de activos	45
4.- Estrategia en Bonos	57
5.- Temática Trimestral: Un paseo por la Reserva Federal (Fed)	59
ANEXO I: Estimaciones detalladas sobre España y Portugal según escenarios	62
ANEXO II: Carteras Modelo de Fondos y Acciones de Análisis Bankinter. Popcoin	64
ANEXO III: Ratios y estimaciones para las compañías del Ibex-35 y EuroStoxx-50	66
ANEXO IV: Estadística de Recomendaciones Emitidas	68

Equipo de Análisis y Mercados

▪ Análisis

Ramón Forcada
Juan Tuesta
Rafael Alonso
Eduardo Cabero
Jorge Pradilla

Aránzazu Cortina
Elena Fernández-Trapiella
Aránzazu Bueno
Luis Piñas
Mariana Queirós Ferro
Susana André (Support & Marketing)

Pilar Aranda
Esther Gutiérrez de la Torre
Juan Moreno
Pedro Echeguren
Filipe Aires Lopes

▪ Mesa de Ejecución y Ventas

Lorena Pinedo
Félix Montero

Carlos Martínez Monedero
David Francia

Nicolás Angulo
Raúl Moreno

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

▪ Advertencias legales e identificación de fuentes de información relevantes

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

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Estrategia de Inversión 4T 2021

Resumen

- **La recuperación se encuentra excelentemente anclada, aunque no exenta de riesgos.-**

Eso nunca sucede. Pero éstos se han movido a la baja durante el tercer trimestre de 2021. No vivimos ninguna "normalización", sino más bien la recuperación del ciclo económico tras un "evento de impacto" exógeno a la propia evolución de la economía global, como ya defendimos en los peores momentos de 2020.

- **La actitud y los mensajes transmitidos por la Fed y el BCE, casi permiten descartar la posibilidad de que cometan un error de precipitación.-**

Solo reducirán estímulos de forma extremadamente progresiva y en caso de que el ciclo económico continúe siendo "confiablemente expansivo", sobre todo en lo que al empleo se refiere. E "ir por detrás de las circunstancias" en lo que a los bancos centrales importa, significa que no actuarán reduciendo estímulos de manera *preventiva*, sino *reactiva*, aunque sea a costa de llegar algo tarde. Esto es muy importante para la tranquilidad del mercado.

- **Empieza a demostrarse que el repunte de la inflación es transitorio.-**

La inflación americana remitió por primera vez en agosto desde +5,4% hasta +5,3%. No es mucho, pero sí un indicio esperanzador. Sobre todo por el hecho de que la Tasa Subyacente, que es la tendencial de largo plazo, retrocedió nada menos que 3 décimas de golpe, hasta +4,0%. Sigue siendo "mucho inflación", pero da la razón a la Fed. La inflación europea aún está repuntando, hasta niveles algo superiores a +3%, pero la postura del BCE es la misma: el repunte es transitorio. Y probablemente la realidad de septiembre/octubre demostrará que también tiene razón. Y si la Fed y el BCE conservan su credibilidad, el mercado gana en tranquilidad.

- **Las valoraciones actualizadas de las bolsas continúan siendo sólidas y atractivas, de manera que nuestra Estrategia de Inversión sigue siendo pro-bolsas.-**

El ciclo económico global gana tracción y fiabilidad, los bancos centrales están acertando en todo y si algo cambiase por su parte sería para reaccionar de manera aún más "dovish", China se introduce en su propio laberinto, pero el mercado la considera un caso aparte y, hasta cierto punto, empieza a ignorarla, mientras que los beneficios empresariales continúan mejorando incluso más rápidamente de lo esperado. Por primera vez la revisión de los beneficios esperados en Europa es superior al resto. Todo esto proporciona un soporte fiable a las valoraciones de las bolsas, llevando a revisiones generalmente al alza por nuestra parte... incluso a pesar de que empleamos - siempre lo hacemos - hipótesis exigentes, particularmente en lo a que a tipos de interés (TIR de los bonos a 10 años) y primas de riesgo se refiere.

- **El actual ciclo expansivo de economía y mercados se extenderá en el tiempo.-**

No será breve como algunos temen. Los gobiernos ejercen una tutela cada vez más débil sobre la economía, habiendo sido reemplazados por unos bancos centrales cuya prioridad práctica ha dejado de ser el control estricto de la inflación para pasar a ser la custodia del crecimiento económico y del empleo. Y este cambio parece tan estructural como tranquilizador. A nosotros nos encajan casi todas las piezas de este complejo puzzle, pero probablemente enfrentamos unos meses de bolsas más lentas y con bonos sometidos a cierta presión (elevación progresiva de sus TIR), lo que nos lleva a insistir una estrategia más selectiva, más de nombres concretos que de sectores, más de "stockpicking" incluso que antes.

Estrategia de Inversión 4T 2021

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
1.- PIB (media anual)								
España	3,0	3,0	2,3	2,1	-10,8	6,0	6,0	2,0
Eurozona	1,7	2,5	1,9	1,3	-6,7	5,0	4,5	2,1
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>130</i>	<i>50</i>	<i>40</i>	<i>80</i>	<i>-410</i>	<i>100</i>	<i>150</i>	<i>-10</i>
Portugal	1,4	2,7	2,1	2,5	-7,6	4,5	4,7	1,8
EE.UU.	1,6	2,3	3,0	2,2	-3,5	6,4	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	8,9	9,0	4,9	5,9	10,2	6,0	5,5
Suiza	2,0	1,7	3,0	1,1	-2,6	3,5	2,8	1,9
Japón (año natural)	0,8	1,7	0,6	0,3	-4,7	2,4	1,9	1,0
China	6,7	6,9	6,7	6,1	2,3	9,2	5,2	5,5
India (año natural)	8,0	8,3	7,0	4,2	-7,1	8,9	8,5	6,7
Brasil	-3,3	1,3	1,8	1,4	-4,1	5,3	2,5	2,3
Rusia	-0,3	1,8	2,5	1,3	-2,9	4,5	2,5	2,0
Turquía	3,2	7,5	3,1	1,0	1,6	8,1	3,7	3,9
2.- IPC								
España	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,5	3,1	1,6	1,2
Eurozona	1,1	1,5	1,8	1,3	0,3	3,0	1,6	1,5
Portugal	0,9	1,5	0,7	0,3	-0,1	2,1	1,9	1,8
EE.UU.	0,9	1,5	0,7	0,4	1,4	4,6	2,9	2,3
R.Unido	1,6	3,0	2,3	1,3	0,6	3,8	2,5	2,0
Irlanda	0,0	0,4	0,7	1,3	-1,0	3,0	2,2	2,0
Suiza	0,0	0,5	0,9	0,2	-0,8	0,8	0,7	0,7
Japón	0,3	1,0	0,3	0,8	-1,2	0,1	0,5	0,4
China	2,1	1,6	2,1	2,9	0,2	1,8	1,9	2,4
India	5,0	5,2	4,0	3,7	4,6	4,7	4,8	3,8
Brasil	8,8	3,5	3,7	3,7	4,5	8,7	4,0	3,5
Turquía	8,5	11,1	16,2	15,5	14,6	17,2	13,0	10,0
3.- Paro								
España (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	15,9	14,6	14,4
Eurozona	9,6	8,7	7,9	7,4	8,0	7,9	7,7	7,4
Portugal	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	6,9	6,8	6,6
EE.UU.	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	4,9	3,9	3,6
R.Unido	4,8	4,5	4,0	3,8	5,2	5,0	4,8	4,3
Irlanda	7,5	6,3	5,5	4,8	6,3	6,4	6,0	5,5
Suiza	3,3	3,2	2,6	2,5	3,5	2,8	2,7	2,6
Japón	3,1	2,7	2,4	2,2	3,0	2,8	2,2	2,0
China	4,0	3,9	3,8	3,6	4,2	3,7	3,6	3,5
India	6,4	4,7	7,0	7,6	9,1	8,5	7,5	7,2
Brasil	11,9	12,0	11,6	11,3	13,9	14,0	12,5	12,0
4.- Crédito s. privado								
España, empresarial Stock (%)	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	8,3	1,2	3,0	3,3
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-17,8	5,1	2,4	0,4	2,5	0,0	2,5	0,5
España, hipotecario Stock(%)	-3,0	-2,4	-1,2	-0,6	-1,2	0,8	1,1	1,3
España, hip. Nueva Produc. (%)	5,0	3,6	10,8	1,2	0,9	20,0	3,0	2,0
España, consumo Stock(%)	3,1	4,8	4,4	0,3	-0,7	0,6	1,0	1,0
España, consumo Nueva Produc. (%)	28,4	15,9	17,0	5,4	-26,6	0,0	3,0	2,5

Estrategia de Inversión 4T 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	-0,40
UEM. Compra activos ('000M€ / mes)***	80,00	60,00	15,00	20,00	120,00	60,00	30,00	20,00
EE.UU.	0,50/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	0,00/0,25	0,00/0,25	0,25/0,50	0,75/1,00
EEUU. Compra activos (MM\$/mes)	0,00	0,00	0,00	0,00	120,00	90,00	0,00	0,00
R.Unido	0,25	0,50	0,75	0,75	0,10	0,10	0,30	0,40
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
India	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	4,00	4,50	5,00
Brasil	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	6,75	7,25	6,75
Turquía	8,00	8,00	24,00	12,00	17,00	17,50	13,50	11,50
6.- Euribor (Dic.)								
Euribor 3M	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,53	-0,45	-0,33
Euribor 12M	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,45	-0,32	-0,18
7.- Bono 10A (Dic.)**								
España	1,36	1,56	1,41	0,47	0,02	0,45/0,55	0,60/0,80	0,90/1,00
Prima de riesgo España	115	114	117	66	59	65	70	80
Alemania	0,21	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,20/-0,10	-0,10/0,10	0,10/0,20
Portugal	3,76	1,94	1,71	0,43	0,03	0,40/0,50	0,70/0,80	0,80/1,10
EE.UU.	2,45	2,35	2,69	1,92	0,92	1,30/1,60	1,70/2,10	2,00/2,30
R.Unido	1,24	1,20	1,28	0,82	0,19	0,80	1,15	1,25
Irlanda	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	0,15	0,25	0,45
Suiza	-0,20	-0,07	-0,14	-0,53	-0,46	-0,25	-0,10	0,05
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	1,15/1,18	1,14/1,19	1,17/1,22
Euroyen	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	125,0/130,0	130,0/135,0	130,0/135,0
Dólar yen	117,0	112,7	109,7	108,6	103,2	108,7/110,2	113,4/114,0	110,7/111,1
Eurolibra	0,840	0,880	0,899	0,845	0,897	0,84/0,86	0,80/0,84	0,75/0,83
Eurosuizo	1,070	1,170	1,130	1,090	1,080	1,08/1,13	1,09/1,13	1,10/1,15
9.- Materias primas (Dic.)**								
Petróleo (Brent, \$/b.)	53,6	66,9	53,8	66,0	51,1	80,0	78,0	76,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	53,7	60,4	45,4	61,1	47,8	77,0	75,0	73,0
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	4,0	2,0	1,0
Portugal (%)	7,1	9,2	10,3	9,6	8,4	7,0	6,2	5,1
Irlanda (%)	9,0	12,1	6,3	0,3	2,2	8,7	2,9	2,6

Fuente: Estimaciones Sep. '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

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

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

Estrategia de Inversión 4T 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	5,9	5,2	4,9	4,9	4,7	45,0	4,1	3,9	3,9	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6
ESPAÑA	16,1	16,0	15,3	16,3	15,9	15,9	15,4	14,7	14,4	14,6	14,6	14,5	14,4	14,4	14,4	14,4
UEM	8,0	8,1	7,7	7,9	7,9	7,9	7,9	7,8	7,8	7,7	7,7	7,7	7,6	7,5	7,4	7,4
PORTUGAL	7,1	7,1	6,7	6,6	6,9	6,9	6,8	6,8	7,0	6,8	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6	6,6
R. UNIDO	5,2	4,9	4,6	4,7	5,0	5,0	5,0	5,0	4,9	4,8	4,8	4,7	4,5	4,5	4,3	4,3
IRLANDA	6,3	7,7	6,7	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,2	6,0	6,0	6,0	6,0	5,5	5,5	5,5
SUIZA	3,5	3,4	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6
JAPÓN	3,0	2,6	2,9	2,9	2,8	2,8	2,4	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0
CHINA	4,2	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5
INDIA	9,1	6,5	9,2	8,0	8,5	8,5	8,3	8,0	7,7	7,5	7,5	7,3	7,3	7,2	7,2	7,2
BRASIL	13,9	14,4	14,5	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
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	0,25/0,50	0,25/0,50	0,25/0,50	0,50/0,75	0,50/0,75	0,75/1,0	0,75/1,0
UEM	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UEM (Dep.)	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
UEM. Compra activos ('000M€ / mes)**	120	110	110	90	60	60	60	30	30	30	30	30	20	20	20	20
R. UNIDO	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15	0,20	0,20	0,30	0,30	0,30	0,30	0,40	0,40	0,40
SUIZA	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
JAPÓN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CHINA (*)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
BRASIL	2,00	2,75	4,25	6,25	6,75	6,75	7,25	7,50	7,50	7,25	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75
INDIA	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	5,00	5,00
TURQUIA	17,00	19,00	19,00	18,00	17,50	17,50	16,50	16,00	15,00	13,50	13,50	12,50	12,50	12,00	11,50	11,50

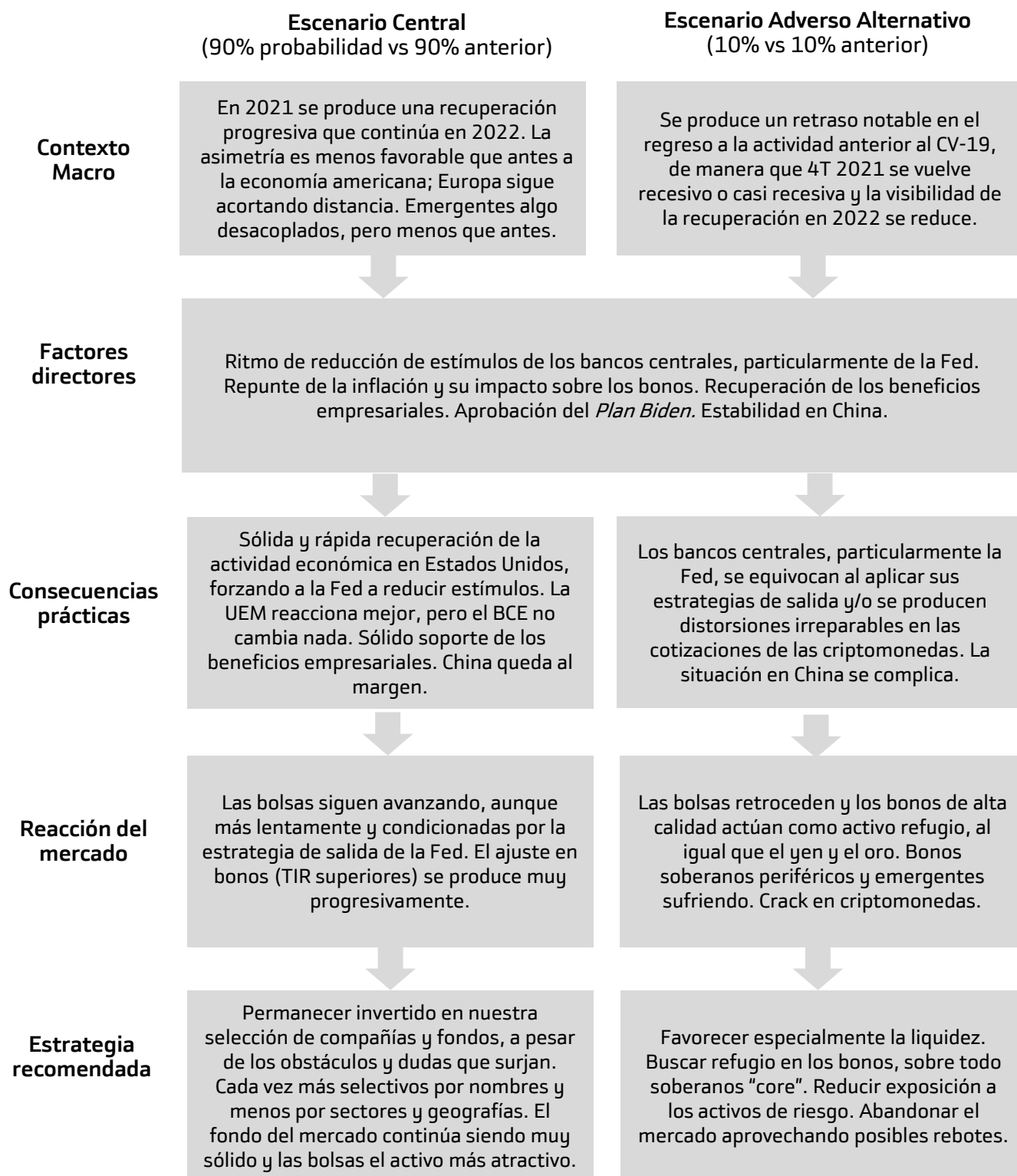
Fuente: Estimaciones Sep. '21 Análisis Bankinter

(*) China: 1 year Benchmark Lending Rate

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

Estrategia de Inversión 4T 2021

Perspectiva Global: El contexto



Informe de Estrategia de Inversión 4T 2021

Oct./Diciembre, 2021.

1.- Perspectiva Global.

*"El compromiso es lo que convierte una promesa en realidad."**Abraham Lincoln.*

No vivimos ninguna "normalización", sino más bien la recuperación del ciclo económico tras un "evento de impacto" exógeno a la propia evolución de la economía global, como ya defendimos en los peores momentos de 2020. **La recuperación se encuentra excelentemente anclada, aunque no exenta de riesgos.** Eso nunca sucede. Pero éstos **se han movido a la baja** durante el tercer trimestre de 2021. Fundamentalmente los que consideramos desde principios de este año como de mayor entidad: un **hipotético error por parte de los bancos centrales** (más exactamente, de la Fed y/o del BCE por su capacidad de influencia sobre el resto) y el repunte de la **inflación**.

Ambos riesgos se han movido a la baja (es decir, han disminuido) en primer lugar porque los bancos centrales no solo continúan sin cometer ningún error de envergadura, sino que están cada vez más firmemente comprometidos con una perspectiva tan "dovish" o suave como les resulta posible según las circunstancias particulares de la economía que a cada uno afecta más de cerca. Eso garantiza que, **en caso de duda, siempre actuarán "por detrás de las circunstancias"** en lo que a su agresividad con respecto a la reducción de sus programas de estímulo y de cualquier subida de tipos de interés futura se refiere.

Ese enfoque, que se ha podido comprobar repetidamente durante el tercer trimestre a la vista de la actitud y de los mensajes transmitidos por la Fed y el BCE, casi permite descartar la posibilidad de que cometan un error de precipitación. Porque **solo reducirán estímulos de forma extremadamente progresiva y en caso de que el ciclo económico continúe siendo "confiablemente expansivo", sobre todo en lo que al empleo se refiere.** E "ir por detrás de las circunstancias" en lo que a los bancos centrales importa, significa que no actuarán reduciendo estímulos de manera preventiva, sino reactiva, aunque sea a costa de llegar algo tarde. Esto es muy importante para la tranquilidad del mercado.

En segundo lugar, **empieza a demostrarse que el repunte de la inflación es transitorio**, como vienen defendiendo tanto la Fed como, algo más recientemente, el BCE. La inflación americana remitió por primera vez en agosto desde +5,4% hasta +5,3%. No es mucho, pero sí un indicio esperanzador. Sobre todo por el hecho de que la Tasa Subyacente, que es la tendencial de largo plazo, retrocedió nada menos que 3 décimas de golpe, hasta +4,0%. Sigue siendo "mucho inflación", pero da la razón a la Fed. Y **si la Fed conserva su credibilidad, el mercado gana en tranquilidad.** La inflación europea aún está repuntando, hasta niveles algo superiores a +3%, pero la postura del BCE es la misma: el repunte es transitorio. Y probablemente la realidad de septiembre/octubre demostrará que también tiene razón.

Si, con esa realidad de inflación remitiendo en Estados Unidos, la Fed se muestra algo más optimista con respecto a la actividad económica, entonces ejecutará la reducción de su programa de estímulos (compra de activos) progresiva y controladamente a partir de noviembre en lugar de

Los principales riesgos se han movido a la baja durante el tercer trimestre de 2020.

Los bancos centrales solo reducirán estímulos de forma extremadamente progresiva y en caso de que el ciclo económico continúe siendo "confiablemente expansivo", sobre todo en lo que al empleo se refiere.

Estrategia de Inversión 4T 2021

hacerlo en diciembre y el mercado lo encajará sin alterarse demasiado. Podría reducirlo hasta cero en algún momento del 4T 2022 si el mercado lo acepta sin alteraciones significativas y, en ese caso, podría especularse con una primera subida de tipos aproximadamente un año después. Pero ya veremos porque, ante cualquier mala reacción del mercado (más probable en el frente de los bonos), ralentizarán o incluso detendrán el proceso.

El **BCE** irá mucho más despacio. Su hipótesis es que la economía continúa fortaleciéndose, pero también que la evolución de la pandemia condiciona este fortalecimiento y que las condiciones financieras ultralaxas siguen siendo esenciales para culminar el proceso. Todavía no ha llegado el momento de precisar cuándo sería posible empezar a reducir estímulos... así que, ni hablar de nada que se refiera a tipos de interés. Además, la ajustadísima victoria del SPD en Alemania en las elecciones del 26 de septiembre permite pensar que, si algo se mueve desde el frente político en Europa, será para poner aún menos inconvenientes a un BCE ultralaxo.

El caso es que el ciclo económico global gana tracción y fiabilidad, los bancos centrales están acertando en todo y si algo cambiase por su parte sería para reaccionar de manera aún más "dovish", **China** se introduce en su propio laberinto pero el mercado la considera un caso aparte y, hasta cierto punto, empieza a ignorarla, mientras que los **beneficios empresariales** continúan mejorando incluso más rápidamente de lo esperado. Esto último proporciona un soporte fiable a las valoraciones de las bolsas, llevando a revisiones generalmente al alza por nuestra parte... incluso a pesar de que empleamos - siempre lo hacemos - hipótesis exigentes, particularmente en lo a que a tipos de interés (TIR de los bonos a 10 años) y primas de riesgo se refiere.

Los dos gráficos que se ofrecen a continuación resultan especialmente elocuentes en lo que a la evaluación del "momento del ciclo" se refiere. El primero de ellos (Gráfico 1.1) muestra cómo los **indicadores adelantados** de actividad se han recuperado muy rápidamente, en forma de V, destacando positivamente la economía americana, una vez más. Allí la situación del empleo es francamente cómoda y sus perspectivas mejores que en el resto del mundo. Esto justifica que la Fed vaya por delante, aunque muy cuidadosamente. Los indicadores adelantados en absoluto ofrecen síntomas de fatiga, lo cual no es frecuente.

Gráfico 1.1: Indicadores Adelantados de las principales economías.



Las cifras de inflación de septiembre/octubre demostrarán que tanto la Fed como el BCE tienen razón cuando defienden que el repunte de la inflación es transitorio. Y si la Fed y el BCE conservan su credibilidad, el mercado gana en tranquilidad.

Los beneficios empresariales continúan mejorando incluso más rápidamente de lo esperado, proporcionando un soporte fiable a las valoraciones de las bolsas.

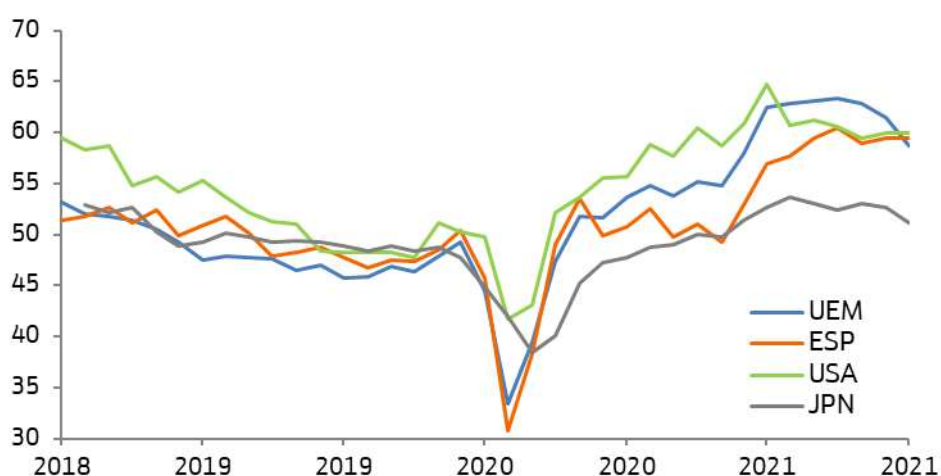
Estrategia de Inversión 4T 2021

En abril 2020, en el peor momento de la pandemia, la economía americana había perdido unos 26M de empleos (de un total de 156M, el 16,3% del total), cifra que se redujo a 6M después del verano. Sin embargo, los empleos disponibles se estiman en 10,9M¹, lo que permite pensar que la reducción de la Tasa de Paro desde el 5,2% de agosto comenzará a acelerarse, potenciada por las consecuencias de la expiración en septiembre de los subsidios complementarios al desempleo que ha venido proporcionado, en mayor o menor medida, cada estado.

El segundo gráfico (Gráfico 1.2) ofrece el principal indicador intermedio de actividad: el PMI (Purchase Manager's Index o Índice de Gerentes de Compras). Las principales economías del mundo se encuentran en zona de expansión (PMI superior a 50 puntos), excepto China, excluida del gráfico precisamente porque empieza a ser "un caso aparte", como se ha comentado antes (50,1 el indicador oficial, pero 49,2 la lectura según Caixin). Japón se sitúa en desventaja con respecto al resto pero, aún así, resiste ligeramente por encima de 51 puntos. En cualquier caso, **deberíamos prepararnos para encajar una ligera involución de los PMIs** a lo largo del 4T 2021, hacia el rango 50/55 desde los aproximadamente 60 puntos actuales, que resultan infrecuentemente alcanzables, pero aún más difícilmente consolidables. Y eso no estaría transmitiendo ninguna preocupación especial, sino más bien significaría la culminación natural de un proceso de recuperación muy rápido.

Los indicadores adelantados continúan ofreciendo una evolución impecable, pero lo lógico sería que los intermedios (PMIs) perdieran vigor de manera inercial, sin que esto transmita ninguna señal de alarma de ningún tipo.

Gráfico 1.2: Indicadores Intermedios de las principales economías: PMIs Manufactureros.



Todo lo anterior nos mueve a **revisar ligeramente al alza nuestras estimaciones de crecimiento (PIB)** para las principales economías del mundo, con la excepción de la americana, donde creemos que el ritmo expansivo se consolidará más probablemente en niveles algo superiores al 6% en lugar de hacerlo en el 7%, como estimábamos antes. Pero debe interpretarse más bien como un "ajuste fino" por nuestra parte antes que una revisión formal a peor, en parte consecuencia del anticipo de la reducción de estímulos a noviembre de este año, comentado anteriormente. No tiene más importancia. En general, las revisiones son al alza, como se puede apreciar en la Tabla 1.1, economía por economía.

Revisamos generalizadamente al alza nuestras estimaciones de crecimiento económico y, en las contadas economías donde no es así, se debe a que ya éramos lo suficientemente optimistas.

¹ Índice JOLTS: Job Openings and Labor Turnover Survey

Estrategia de Inversión 4T 2021

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	Anterior*	Actual
UEM	-0,4%	+0,9%	+1,6%	+1,7%	+2,5%	+1,9%	+1,3%	-6,7%	+4,3%	+5,0%	+4,2%	+4,5%	+2,1%	+2,1%
España	-1,2%	+1,4%	+3,8%	+3,0%	+3,0%	+2,3%	+2,1%	-10,8%	+6,0%	+6,0%	+5,8%	+6,0%	+1,9%	+2,0%
Portugal	+1,9%	+0,6%	+1,5%	+1,4%	+2,7%	+2,1%	+2,5%	-7,6%	+3,9%	+4,5%	+4,8%	+4,7%	+1,0%	+1,8%
EE.UU.	+2,2%	+2,4%	+2,4%	+1,6%	+2,3%	+3,0%	+2,2%	-3,5%	+7,1%	+6,4%	+4,3%	+4,3%	+2,5%	+2,4%
R.Unido	+1,7%	+2,5%	+2,3%	+2,1%	+1,7%	+1,3%	+1,5%	-9,9%	+7,0%	+7,0%	+5,5%	+5,5%	+2,0%	+2,0%
Irlanda	-0,3%	+5,3%	+25,2%	+2,0%	+8,9%	+9,0%	+4,9%	+5,9%	+6,5%	+10,2%	+5,5%	+6,0%	+5,3%	+5,5%
Suiza	+2,0%	+2,0%	+1,6%	+2,0%	+1,7%	+3,0%	+1,1%	-2,6%	+3,4%	+3,5%	+2,6%	+2,8%	+1,0%	+1,9%
Japón	+1,7%	+0,0%	+1,6%	+0,8%	+1,7%	+0,6%	+0,3%	-4,7%	+1,9%	+2,4%	+1,6%	+1,9%	+1,0%	+1,0%
China	+7,7%	+7,4%	+6,9%	+6,7%	+6,9%	+6,7%	+6,0%	+2,3%	+8,5%	+9,2%	+5,6%	+5,2%	+5,5%	+5,5%
India	+4,7%	+5,3%	+7,4%	+8,0%	+8,3%	+7,0%	+6,6%	-7,1%	+10,0%	+8,9%	+8,0%	+8,5%	+5,8%	+6,7%
Brasil	+2,5%	+0,3%	-3,5%	-3,3%	+1,3%	+1,8%	+1,4%	-4,1%	+4,0%	+5,3%	+2,5%	+2,5%	+2,3%	+2,3%
Turquía	+9,0%	+5,1%	+6,1%	+3,2%	+7,5%	+2,8%	+1,0%	+1,6%	+5,9%	+8,1%	+3,8%	+3,7%	+4,0%	+3,9%
Rusia	+2,1%	+0,2%	-2,8%	-0,3%	+1,8%	+2,5%	+1,3%	-2,9%	+3,3%	+4,5%	+2,3%	+2,5%	+2,0%	+2,0%

e = Estimación propia

(*) junio 2021. Informe de Estrategia de Inversión 3T 2021.

Y **revisiones al alza también de los beneficios esperados**, de los resultados empresariales. La más significativa es la que tiene lugar en Europa, en el EuroStoxx-50: en junio se estimaba que en 2021 el BPA² medio aún se encontraría por debajo del de 2019 (es decir, que no habría recuperado el nivel pre-pandemia; que estaría un 6,2% por debajo), cuando las estimaciones actualizadas apuntan a que se situará un 6,8% por encima. Esta revisión a mejor de las cifras empresariales (ver Tabla 1.2), pero sobre todo de las europeas, junto a unos tipos de interés (TIR de los bonos a 10 años) que repuntarán más tarde de lo que se pensaba hace unos meses, y a unas primas de riesgo algo inferiores (excepto en España y Japón, por la incertidumbre regulatoria en el sector eléctrico y una reactivación del turismo algo menos dinámica de lo esperado en el primer caso, mientras que por la influencia de la desaceleración de China en el segundo) nos permiten revisar ligeramente al alza nuestras valoraciones de bolsas, excepto en el caso particular del Ibex-35. La Tabla 1.4 muestra un resumen de nuestras valoraciones, mientras que el Apartado 3 de este informe un detalle completo de los argumentos que lo explican.

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

	BPA, Var.% desde 2019			
	2020e/19r	2021e/19r	2022e/19r	2023e/19r
S&P 500	-19,0%	+33,1%	+44,7%	+58,9%
EuroStoxx-50	-46,9%	+6,8%	+15,8%	+26,0%
Ibex-35	-98,5%	-15,8%	-5,7%	+6,5%
Nikkei 225	-22,7%	+47,5%	+56,0%	+63,1%

Fuente: Consenso Bloomberg al 23.09.2021

Elaboración: Análisis Bankinter.

Por primera vez la revisión al alza de los beneficios empresariales estimados es superior en Europa que en Estados Unidos.

² BPA: Beneficio Por Acción

Estrategia de Inversión 4T 2021

Tabla 1.3: Valoraciones actualizadas de las principales bolsas

	Var. %	Valoración			Cotización	Potencial(3)	Máximo	Fecha del
	2021 (1)	Anterior(2)	Actual (3)	% Revisión	28/09/21	Dic.'22e	Histórico	máximo
Ibex-35	+10,3%	10.073	9.933	-1,4%	8.908	+11,5%	15.946	08.11.2007
EuroStoxx-50	+15,3%	4.657	5.023	+7,9%	4.095	+22,7%	5.464	06.03.2000
S&P 500	+18,3%	4.810	5.078	+5,6%	4.443	+14,3%	4.537	02.09.2021
Nikkei 225	+10,0%	33.102	33.926	+2,5%	30.184	+12,4%	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Acumulado 2021 hasta 28.09.2021. (2) Calculado en junio 2021 para la Estrategia de Inversión 3T 2021.

(3) Valoración y potencial de revalorización estimados desde el 28.09.2021 hasta Dic.2022.

La reducción de estímulos, la actitud de los bancos centrales sobre sus tipos directores y el riesgo de una inflación excesiva y persistente parecen, por tanto, riesgos cuya probabilidad de materialización es reducida. La situación de **China** se vuelve cada vez más compleja (caso Evergrande, sobrerregulación, prohibición de realizar transacciones con criptomonedas...), pero el mercado interpreta - acertadamente, en nuestra opinión - que las contradicciones chinas afectan prácticamente solo a China, de manera que continúa su curso normal sin prestar más atención que la estrictamente necesaria: vigilar que esos riesgos permanezcan acotados a la propia economía china, como hasta ahora.

Hay algunos **otros riesgos** que podríamos denominar "**de segunda línea**" que deben ser tenidos en cuenta, pero consideramos reducida su capacidad para ofrecer desenlaces adversos cuyo alcance cambie la actual dirección y fondo del mercado. El principal de ellos es la dificultad que enfrenta la actual Administración Americana para sacar adelante en las cámaras tanto los **3,5Bn\$ del programa de infraestructuras y energía**, como las subidas de impuestos que deberían contribuir a financiarlo. Específicamente, la subida de **impuestos a los beneficios empresariales** desde 21% hasta 28%... que, en el mejor de los casos, quedarán reducido a 26,5%. El programa de inversiones por 3,5Bn\$ muy probablemente también será revisado a la baja para hacer posible un acuerdo entre republicanos y demócratas. ¿Cuánto? Probablemente las cifras finales, tanto inversiones como impuestos, serán sustancialmente inferiores a las que actualmente se barajan. Eso supondrá un obstáculo para que las bolsas avancen, pero no provocará un cambio de su dirección. Solo avanzarán más lentamente.

En realidad, esto ya viene sucediendo a lo largo de 2021 y particularmente en el 3T, como se aprecia claramente en la Tabla 1.4 que se ofrece a continuación.

Tabla 1.4: Evolución trimestral de las principales bolsas en 2021.

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

(1) Hasta el 28.09.2021

Los riesgos de la cada vez más compleja situación en China se limitan a la propia economía china y su bolsa, permaneciendo el resto del mercado al margen en términos prácticos.

Nada realmente relevante ha cambiado en verano que nos lleve a ser más prudentes con nuestra estrategia de inversión, la cual continúa siendo decididamente pro-bolsas. El mercado parece protegido por una capa de Teflón.

En definitiva, **nada realmente relevante ha cambiado** en los meses de verano que nos lleve a ser más prudentes con nuestra estrategia de inversión, la cual continúa siendo **decididamente pro-bolsas**. El mercado parece protegido por una capa de Teflón, sobre todo en lo que a bolsas se

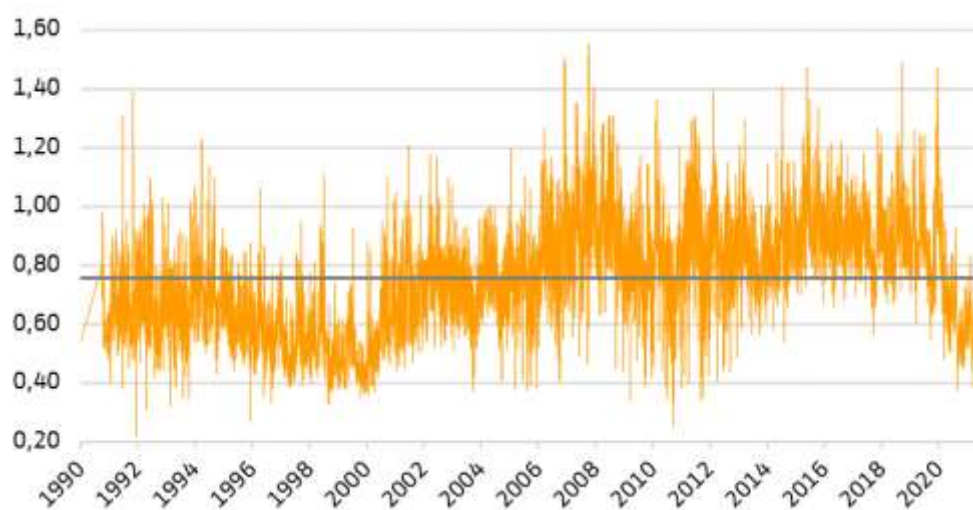
Estrategia de Inversión 4T 2021

refiere. Los bonos empiezan a ser algo más vulnerables. Lógicamente no pueden reaccionar igual, ni permanecer con TIR tan extremadamente reducidas como cuando la situación por pandemia atravesaba por sus peores momentos. El hecho de que los bancos centrales se planteen reducir estímulos muy cuidadosamente pone de manifiesto, precisamente, que llega la hora de ir desprendiéndose de la asistencia extraordinaria que antes era imprescindible; de que, **tanto economía como mercado, están en condiciones de empezar a avanzar sin muletas, ni medicación**. No de golpe, pero sí poco a poco. El denominado "termómetro del miedo" o Ratio Put/Call sigue mostrando un elevado optimismo. Las posiciones de venta son muy inferiores a las de compra, como se aprecia en el Gráfico 1.3 siguiente. Esto no tiene por qué ser necesariamente "malo", ni refleja una actitud "irresponsable", siempre y cuando las valoraciones estén justificadas, como pensamos que efectivamente están, y el ciclo económico no ofrezca indicios de involucionar, algo que tampoco identificamos. Más bien, al contrario.

Pensamos que **el actual ciclo expansivo de economía y mercados no será breve, sino que se prolongará en el tiempo**. Los gobiernos ejercen una tutela cada vez más débil, habiendo sido reemplazados por unos bancos centrales cuya prioridad práctica ha dejado de ser el control estricto de la inflación para pasar a ser la custodia del crecimiento económico y del empleo. Y este cambio parece tan estructural como tranquilizador.

A nosotros nos encajan casi todas las piezas de este complejo puzzle, pero probablemente **enfrentamos unos meses de bolsas más lentas y con bonos sometidos a cierta presión** (elevación progresiva de sus TIR), lo que nos lleva a insistir **una estrategia más selectiva**, más de nombres concretos que de sectores, más de "stockpicking" incluso que antes. En el Apartado 3 de este informe ofrecemos los detalles sobre esto y, de forma esquemática y resumida, en la página 49.

Gráfico 1.3: Ratio Put/Call^(*) o "termómetro del miedo".



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

El actual ciclo expansivo de economía y mercados no será breve, sino que se prolongará en el tiempo.

Los gobiernos ejercen una tutela cada vez más débil, habiendo sido reemplazados por unos bancos centrales cuya prioridad práctica ha dejado de ser el control estricto de la inflación para pasar a ser la custodia del crecimiento económico y del empleo. Y este cambio parece tan estructural como tranquilizador.

Enfrentamos unos meses de bolsas más lentas y con bonos sometidos a cierta presión (elevación progresiva de sus TIR), lo que nos lleva a insistir una estrategia más selectiva.

Estrategia de Inversión 4T 2021

Eurozona: "El PIB vuelve al crecimiento tras cinco trimestres de recortes, aunque la inflación se convierte en un factor de incertidumbre a monitorizar".

Los vacunados con pauta completa alcanzan ya el 61% de la población total europea y hemos vuelto a ver crecimiento económico a partir del 2T 2021 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€) de los cuáles ya se han distribuido 50.000M€ a un total de nueve países. En este escenario, todas las principales instituciones (FMI, OCDE, BCE) están revisando al alza sus estimaciones de crecimiento de PIB en la Eurozona para los próximos años. En cuanto a la inflación, por el momento se considera que es transitoria, si bien se convierte en un factor de incertidumbre a monitorizar. El BCE no descarta ver niveles superiores a los actuales en los próximos meses, si bien espera cerrar el año 2021 en niveles de +2,2% y mantiene su objetivo "simétrico" de inflación del +2% a lo largo de su 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 en esta última parte del año. Nuestro escenario central apunta a un crecimiento del PIB en la Eurozona del +5,0% en 2021 y +4,5% en 2022 (vs -6,7% en 2020).

Al comienzo del segundo trimestre las vacunaciones empezaron a coger ritmo en la Eurozona y ya en los meses de verano se han alcanzado niveles ya relativamente elevados sobre total de la población. Según datos del *European Centre for Disease Prevention* de la UE, los vacunados con pauta completa alcanzan ya el 61% de la población total europea y en los cuatro principales países por número de habitantes los porcentajes de población vacunada son incluso más elevados: España (75%), Francia (67%), Italia (67%) y Alemania (63%).

Todo esto ha permitido que, por primera vez tras cinco trimestres de caídas, la Eurozona haya vuelto al crecimiento económico a partir del 2T 2021 (+2,2% t/t y +14,3% a/a) gracias a levantamiento de restricciones, aumento de la movilidad geográfica, y la liberación de demanda embalsada.

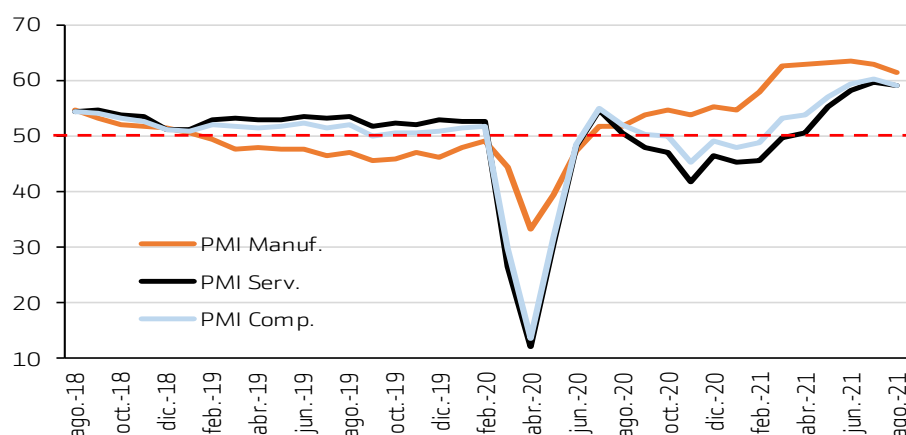
Además, las perspectivas de futuro en algunos indicadores como los PMIs europeos, pese a moderarse ligeramente tras alcanzar máximos históricos en julio (lo cual resulta razonable) siguen en niveles históricamente elevados y claramente en zona de expansión (>50) tanto el PMI Manufacturero, como Servicios y Compuesto.

Los vacunados con pauta completa alcanzan ya el 60% de la población total europea.

La Eurozona volvió a crecer a partir del 2T 2021 (tras cinco trimestres de recortes).

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

GRÁFICO 1.4: UEM (PMIs).



Fuente: Bloomberg

Estrategia de Inversión 4T 2021

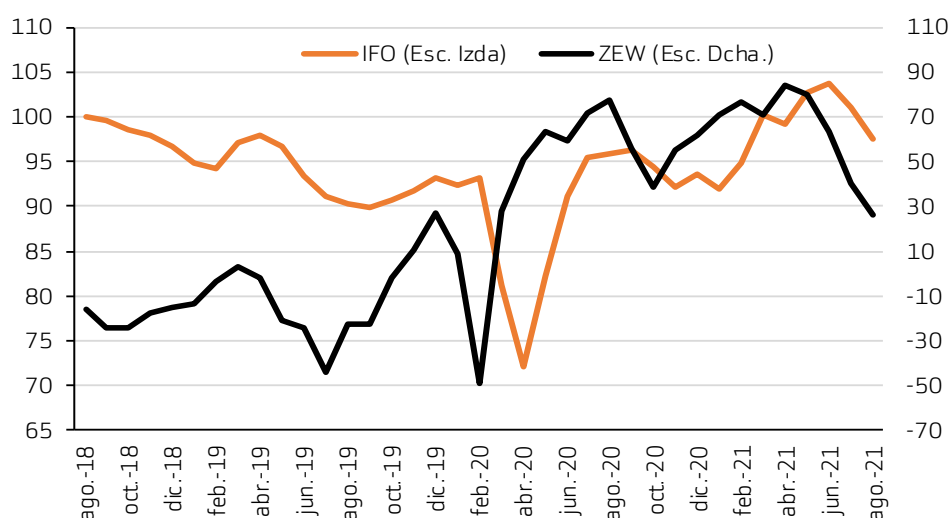
Los avances en las vacunas están combinados con el comienzo del desembolso desde el pasado mes de agosto de los primeros apoyos monetarios y fiscales del Fondo de Recuperación Europeo: del total de 750.000M€ enmarcados en el Presupuesto de la UE 2021-2027, ya se han distribuido 50.000M€ a un total de 9 países. Los fondos se canalizarán a través de transferencias directas (390.000M€) y préstamos (360.000M€) a los Gobiernos en un proceso gradual durante los próximos 7 años.

En el caso de Alemania, los indicadores de Confianza empresarial (ZEW e IFO) vemos que presentan cierta moderación en los últimos 2-3 meses, si bien debemos tener en cuenta que estas caídas suponen en cierto modo una "normalización" desde los niveles récord que habíamos visto en la primera mitad del ejercicio y por tanto siguen siendo elevados desde una perspectiva histórica. Además, otros factores como: (i) el temor al avance de la variante Delta y (ii) la incertidumbre generada por el proceso electoral en el país (el más apretado en cuanto a resultados de los últimos 15 años), también han tenido impacto en los niveles de Confianza.

Del total de 750.000M€ del Fondo de Recuperación Europeo ya se han distribuido 50.000M€ a un total de 9 países

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

GRÁFICO 1.5: Alemania. ZEW e IFO (expectativas)



Fuente: Bloomberg

Entorno macro y tipos de interés:

El FMI y la OCDE en sus últimos informes de previsiones económicas revisaron al alza sus estimaciones de crecimiento para 2021 y 2022 para Europa, señalando a la mejora en la evolución de la pandemia y a los masivos paquetes de estímulos económicos y fiscales como los principales causantes de esta revisión al alza.

En ambos informes se habla abiertamente de la divergencia entre países desarrollados y emergentes y del riesgo de las presiones en precios. En este sentido, el FMI a pesar de que califica los repuntes de inflación de "desajustes transitorios" también señala que existe el riesgo de que estos se vuelvan más persistentes y que los bancos centrales necesiten tomar medidas preventivas.

El FMI y la OCDE revisan al alza sus previsiones de crecimiento para la Eurozona ...

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

Estrategia de Inversión 4T 2021

TABLA 1.5: Previsiones PIB (FMI y OCDE)

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

Fuente: FMI y OCDE

Por su parte, el BCE en su reunión del pasado 9 de septiembre cumplió las expectativas y mantuvo sin cambios su política monetaria: Tipos Director 0,0%, Depósito -0,5% y Marginal de Crédito +0,25%; Además, anunció la reducción en el ritmo de compras de bonos del Programa de Emergencia (PEPP) en 4T 2021 pero mantuvo el importe total del mismo (1,85 Bn€) y la duración hasta al menos marzo 2022. El programa de Compras APP (vigente desde 2014) se mantuvo intacto en 20.000 M€/mes.

Además, en cuanto a **previsiones macro**, el BCE anunció que desde su punto de vista la economía va mejor de lo esperado. La variante Delta puede retrasar el ritmo de actividad, pero la probabilidad de nuevos confinamientos es baja y estima la vuelta del PIB a niveles previos al CV19 en 4T 2021. **Con todo esto, las nuevas previsiones macroeconómicas del BCE son las siguientes:** mayor ritmo de crecimiento en 2021 hasta +5,0% (vs +4,6% anterior), leve ajuste en 2022 (+4,6% vs +4,7% ant.) y sin cambios en 2023 (+2,1%). **En cuanto a la inflación** se revisó al alza hasta +2,2% en 2021 (vs +1,9% ant.), +1,7% en 2022 (vs +1,5% ant.) y +1,5% en 2023 (vs +1,4% ant.).

En concreto, la presidenta **Lagarde** calificó la **inflación de transitoria** y se explica por: (i) Efecto base (comparación con un año especialmente adverso como 2020), (ii) factores técnicos (IVA en Alemania), (iii) precios de la energía y (iv) la reapertura de la economía y la normalización de los servicios. La clave para el BCE está en el impacto de estos factores en los salarios (impacto más duradero).

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 (y donde el peso de Pymes, turismo y hostelería es también mayor). 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** (que sirvieron para contener las cifras durante todo el 2020). Así, a pesar de la esperada mejora en PIB, **esperamos que la tasa de paro se sitúe en el 7,9% en 2021 y en el 7,7% en 2022.**

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

El BCE, pese al anuncio de la reducción en el ritmo de compras del PEPP, mantiene un mensaje claramente acomodaticio (dovish).

*Previsiones macro BCE:
PIB: +5,0% en 2021 y +4,6% en 2022. IPC: +2,2% en 2021 y +1,7% en 2022.*

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

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

La Eurozona presenta un escenario de progresiva recuperación de cara a la parte final del año.

Estrategia de Inversión 4T 2021

Suiza: "Avanza en la dirección acertada, pero debilitar el franco no es tarea fácil"

Suiza vuelve a niveles pre-CV19 con unos fundamentales sólidos, unas condiciones de financiación atractivas (tipos negativos desde marzo 2015) y unas perspectivas de crecimiento 2021/2023 superiores a los años pre-CV19. Los índices adelantados de actividad están en niveles históricamente altos, la Tasa de Paro es de las más bajas del mundo y el banco central/SNB aboga por mantener una política laxa: intervenir en el mercado de divisas para debilitar el Franco y tipos de interés negativos mucho tiempo. La contrapartida de esta política es un incremento del riesgo inmobiliario que es conveniente monitorizar.

Diagnóstico: El PIB vuelve a niveles pre-CV19 tras subir +7,7% en 2T 2021 (vs -0,7% ant.) gracias a la reactivación del comercio internacional (+11,0% en exportaciones) y la Demanda Interna (+10,1% en Inversión y +8,2% en Consumo). Los fundamentales son sólidos: La Balanza por Cuenta Corriente arroja un Superávit de 4,6%/PIB, el Déficit Fiscal en 2020 es de -2,6%/PIB vs -7,3% en la UEM, las condiciones de financiación son atractivas y los índices de Confianza elevados.

Perspectivas: Los indicadores adelantados de actividad (KOF y PMIs) anticipan un buen comportamiento en 2S 2021. La Tasa de Paro - ahora en 2,9% - es de las más bajas del mundo y el banco central/SNB aboga por continuar con una política laxa.

En este entorno, revisamos ligeramente al alza nuestras previsiones de PIB hasta +3,5% en 2021 (vs +3,4% ant.), +2,8% en 2022 (vs +2,6% ant.) y +1,9% en 2023 (vs +1,8% ant.).

Política Monetaria e Inflación: El SNB insiste en debilitar el Franco, aunque no es tarea fácil, y concibe el repunte de la Inflación como transitorio (0,9% en agosto vs -0,8% en dic.2020).

El IPC acusa el aumento en los precios de la energía y los cuellos de botella en la cadena global de suministros, pero **no se atisban presiones salariales**. Además, la Tasa Subyacente (+0,4% en agosto) acumula 13 años por debajo del 2,0%.

El SNB mantiene así su compromiso de intervenir en el mercado de divisas para debilitar el Franco e insiste en la necesidad de mantener los **tipos de interés en negativo** mucho tiempo ¿2023?

La contrapartida de esta política es un incremento del **riesgo inmobiliario**. El crecimiento del precio medio de las viviendas unifamiliares se acelera hasta +7,1% en 2T 2021 (vs +6,5% ant.) y el indicador que mide el riesgo de burbuja en el sector (*UBS Real Estate Bubble Index*) alcanza niveles no vistos desde los años 90.

El SNB es consciente de la situación, pero es partidario de aplicar **medidas ad-hoc** si fuera necesario o estuviera en riesgo la estabilidad financiera ¿mayores exigencias de capital a la banca?

En definitiva, estimamos una **política continuista** del SNB que conlleva tipos de interés sin cambios hasta 2023 y un tipo de cambio para el franco relativamente estable: 1,08/1,13 en 2021 (vs 1,09/1,14 ant.), 1,09/1,14 en 2022 (vs 1,11/1,16 ant.) y 1,10/1,15 en 2023 (vs 1,11/1,16 ant.).

El SNB aboga por mantener una política monetaria laxa que conlleva tipos de interés negativos mucho tiempo

Los Indicadores Adelantados de actividad están en niveles históricamente altos

El SNB resta importancia el repunte de la Inflación porque no se aprecian presiones salariales y la tasa Subyacente sigue lejos del objetivo

El SNB aboga por mantener una política monetaria laxa que conlleva tipos de interés negativos mucho tiempo

La contrapartida es un incremento del riesgo inmobiliario que conviene monitorizar

Estrategia de Inversión 4T 2021

Reino Unido: "Destaca el crecimiento y el empleo, a vigilar el repunte de la inflación, los problemas del *Bréxit* y un eventual endurecimiento de la política monetaria"

Esperamos que tras crecer el PIB +4,8% a/a a junio 2021, en 3T aumente +1% t/t y +5,5% a/a. La economía se recupera con fuerza pero los problemas en el suministro de materiales al sector industrial impiden crecer a tasas superiores. Para 2021 estimamos +7,0%. La Tasa de Paro evoluciona favorablemente (4,6%) aunque repuntará al finalizar los ERTes al final del año. Los salarios crecen +8,3% a/a y apoyan la fortaleza del consumo. La inflación ha repuntado a +3,2% en agosto desde +2,0% en julio y se prevé que persista varios meses por encima del objetivo de +2%. Esperamos una recuperación de la inversión desde 2022 y que, junto a un consumo robusto, impulse al PIB. Recientemente han aparecido problemas de suministros relacionados con el Bréxit que afectan a supermercados y hostelería. Mantenemos invariadas nuestras estimaciones de PIB: +7,0%, +5,5% y +2,0% en 2021, 2022 y 2023. Esperamos un repunte del IPC a +3,8% en 2021 (anterior +2,5%) y +2,5% en 2022 (anterior +2,0%) lo que podría reflejarse en un endurecimiento de la política monetaria y una subida del Tipo Director en 2022 al 0,30% (anterior 0,15%) y 0,40% en 2023 (anterior 0,20%). Prevemos que la libra mantenga su comportamiento lateral en 2021 y que se aprecie moderadamente a 0,80/0,84 €/GBP en 2022.

El BoE no hizo cambios en su última reunión de septiembre, el tipo director permanece en **0,10%**. Desde noviembre de 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. Mantiene intacta su política monetaria que considera adecuada para alcanzar el **objetivo de inflación de +2%** (IPC de agosto +3,2% a/a), apoyar el crecimiento económico (PIB 2T +22,2% a/a) y fomentar el empleo (Tasa de Paro julio 4,6%). El BoE **recorta su previsión para el PIB 3T a +1% t/t vs +2,9%** de su previsión de junio ante las dificultades en el suministro de materiales que afectan al sector industrial. No hay previsiones 4T, pero menciona que el dinamismo económico en el sector servicios mejora al igual que los indicadores de consumo. Los **aspectos positivos** son el impulso económico, la evolución del empleo y la salida de la crisis. En los aspectos más **negativos**, destacamos la escalada de la inflación y los problemas derivados del *Bréxit*.

Las **relaciones con la UE** siguen tensionadas a causa del *Bréxit*. El Reino Unido retrasa la imposición de declaraciones y controles aduaneros a enero de 2022 y las declaraciones sobre seguridad y protección a julio de ese año. Un problema nuevo es el desabastecimiento. Como consecuencia de la escasez de camioneros (ahora es más complejo cubrir estos puestos con personal extranjero ante la complejidad del nuevo visado), han aparecido problemas de suministro en productos de alimentación en supermercados y en hostelería. **El proceso de salida de la UE se alarga, los mercados dan poca importancia a estas noticias que son negativas para el contexto macro.**

Entorno macro: No modificamos nuestras estimaciones para el PIB: prevemos que aumente +2,0% t/t y +6,5% a/a en 4T, tasa superior a la esperada para 3T. Para 2021 esperamos +7,0%, para 2022 +5,5% y para 2023 +2,0%. Las **tensiones inflacionistas aumentan** y elevamos nuestras estimaciones para el IPC a +3,8% en 2021 (+2,5% ant.) y +2,5% en 2022 (+2,0% ant.) y +2,0% en 2023. Esperamos un endurecimiento de la política monetaria en 2022 como medida para doblegar la inflación con un mercado laboral cercano al pleno empleo y que el **Tipo Director** suba en dos ocasiones a 0,30% (anterior 0,15%) y a 0,40% en 2023 (anterior 0,20%).

Divisa: Se cumplen nuestras expectativas. Tras apreciarse desde niveles de 0,90 €/GBP en la primera mitad de 2021, seguimos esperando que la libra se mantenga en los **próximos meses en un rango lateral en el entorno de 0,84/0,86 €/GBP** (anterior 0,84/0,89 €/GBP) **y se aprecie moderadamente hacia 0,80/0,84 €/GBP en 2022** (anterior 0,78/0,84 €/GBP) y a niveles de 0,75/0,83 €/GBP en 2023.

El BoE mantiene invariada su política económica y el programa de compra de activos (895.000MGBP). Prevemos que se endurezca la política monetaria en 2022

¿Bréxit, qué Bréxit? las relaciones ente el Reino Unido y la UE no pasan por su mejor momento, algo que no parece preocupar a los mercados a pesar de las connotaciones negativas para la macro

Mantenemos nuestras estimaciones del PIB: +7,0% en 2021, +5,5% en 2022 y +2,0% en 2023. El IPC puede repuntar al +3,8% en 2021 (anterior +2,5%), +2,5% en 2022 y +2,0% en 2023.

Esperamos una apreciación moderada de la libra a: 0,84/0,86€/GBP en 2021 y 0,80/0,84 €/GBP en 2022

Estrategia de Inversión 4T 2021

Irlanda: "Lidera el crecimiento del PIB entre los desarrollados. Una mayor presión impositiva es su principal desafío".

Irlanda lidera una vez más el crecimiento económico entre los países desarrollados. Las fuertes ayudas fiscales introducidas, el buen ritmo de vacunación, el fin de las restricciones y la presencia de multinacionales, han permitido este avance. Estimamos que la economía crecerá con fuerza este año (+10,2%), en un entorno de reactivación económica global. Por el lado negativo, conviene monitorizar el acuerdo preliminar de la OCDE que elevaría la tasa impositiva global a las multinacionales hasta un mínimo de 15% (promedio actual en Irlanda 12,5%), y su elevada Deuda Privada.

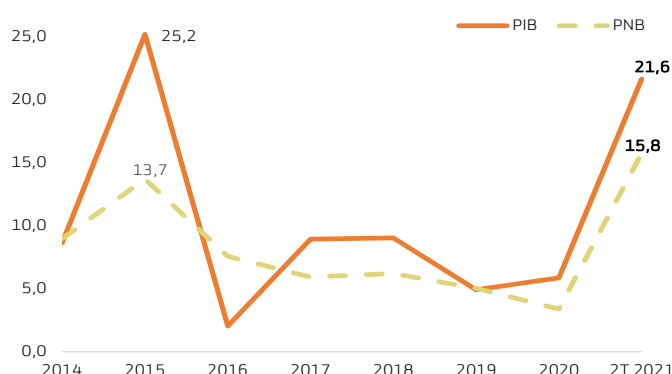
El PIB irlandés ha liderado en 2T 2021 el crecimiento, una vez más, entre los países europeos: **+21,6%**. Se ha visto impulsado por el programa de vacunación masiva, que ya alcanza el 90,2% de la población, el final de las restricciones y las fuertes ayudas fiscales, principalmente directas. Ayudas próximas al 10% del PIB. Incluyen subsidios por desempleo, exenciones fiscales, sanidad y subvenciones. Todo ello ha tenido repercusión directa en el sentimiento económico, tanto empresarial como del consumidor, y ha impulsado partidas como Consumo Privado (+19,4%). También las Exportaciones (+27,4%) vuelven a ser uno de los principales contribuidores, gracias al buen desempeño de las multinacionales, entre ellas compañías tecnológicas y farmacéuticas. La economía se reactiva a buen ritmo.

Irlanda disfruta de una tasa impositiva más reducida que el resto de países de su entorno, lo que le ofrece una importante ventaja competitiva y explica a su vez la fuerte diferencia existente entre PIB y PNB (ver gráfico 1.4). Esta ventaja aclara en gran medida el elevado crecimiento registrado en el país en los últimos años. Sin embargo, a su vez, es uno de sus grandes desafíos porque cada vez son mayores las presiones para que se produzca un incremento impositivo más coherente con el resto de países. En concreto, se trata de un acuerdo preliminar de la OCDE que elevaría la Tasa Impositiva global a las multinacionales hasta un mínimo del 15% (promedio actual en Irlanda 12,5%). Acuerdo al que, en el momento de la publicación de este informe, Irlanda no se ha unido.

Irlanda vuelve a liderar el crecimiento económico en la Eurozona. Crecerá +10,2% en 2021, +6,0% en 2022 y +5,5% en 2023.

El PIB se ve impulsado por el Consumo Privado y las Exportaciones.

GRÁFICO 1.6: PIB vs PNB 1T 2021



Fuente: Central Statistics office (CSO), Irlanda.

Un crecimiento económico superior al inicialmente estimado, el programa de vacunación masiva y la buena evolución de las multinacionales, particularmente farmacéuticas y tecnológicas, nos llevan a elevar nuestra estimación de crecimiento en 2021 hasta **+10,2%** (desde **+6,5%**). En 2022: **+6,0%** vs **+5,5%** anterior y en 2023 **+5,5%** vs **+5,3%** anterior.

El empleo recupera en línea con el PIB. La Tasa de Paro oficial asciende a 6,4% en agosto. Sin embargo, Irlanda introdujo al inicio de la pandemia los

El empleo recupera en línea con el PIB. Los ERTes han ayudado a minimizar el impacto del COVID-19. Estimamos que la Tasa de Paro cerrará en 6,4% este año, 6,0% en 2022 y 5,5% en 2023.

Estrategia de Inversión 4T 2021

ERTEs (*"Pandemic Unemployment Payment, PUP"*) para minimizar el impacto del COVID-19 en términos de empleo. Si las personas acogidas a un ERTE fueran incluidas, la Tasa de Paro se situaría en 12,4% (vs 17,1% en agosto 2020). En coherencia con la mayor reactivación del PIB, mejoramos nuestras previsiones. **Estimamos que la Tasa de Paro se situará en 6,4% en 2021 (vs 7,5% anterior), 6,0% en 2022 vs 7,0% anterior y 5,5% en 2023 (vs 6,5% anterior).**

La **Inflación** repunta hasta (a/a) +2,8% en agosto, en línea con otros países europeos. Además, probablemente se mantenga en un nivel elevado por el alza del precio de las materias primas y por los cuellos de botella en las cadenas de suministro. Estimamos que la Inflación cerrará 2021 en +3,0% (vs +1,5% anterior), +2,2% en 2022 (vs +1,7% anterior) y +2,0% en 2023 (igual que el anterior). El **Sector Inmobiliario** mantiene su atractivo y se ve impulsado por la reapertura de la economía. Como referencia, en el acumulado anual, los precios aumentan en julio +8,6% (a/a). Aunque la recuperación de los precios es sólida, todavía tienen recorrido desde una perspectiva histórica.

En nuestra opinión, a pesar de la buena evolución de Irlanda, en los próximos meses conviene monitorizar:

- (i) **Dependencia de las multinacionales:** muchas de ellas situaron su sede fiscal en Irlanda por las fuertes ventajas fiscales. Un acuerdo que armonice la tasa fiscal impactaría directamente en Irlanda. No obstante, cuenta con un entorno favorable para las empresas: marco jurídico estable, digitalización y mano de obra cualificada. Además, de adoptar el 15% propuesto por la OCDE (vs 12,5% actual), seguiría por debajo de la mayor parte de países de su entorno.
- (ii) **Endeudamiento:** El Déficit cierra 1T 2021 en -6,7% y la Deuda Pública en 50,5%. Por tanto, las cuentas públicas se ven impactadas por COVID-19 y las medidas introducidas, pero la realidad es que emite deuda con tipos bajos y a corto plazo las amortizaciones son reducidas. Es la Deuda Privada uno de los principales desequilibrios. Cerró 1T 2021 en 231% sobre el PIB, nivel que contrasta con 160% promedio europeo, impactada por la deuda de las empresas y no por los hogares.

Estimamos que la Inflación cerrará 2021 en +3,0%, +2,2% en 2022 y +2,0% en 2023.

Un pacto global para elevar la tasa impositiva corporativa mínima hasta el 15%, es uno de sus principales desafíos. También la abultada Deuda Privada.

Irlanda vuelve a sorprender positivamente. Dicho esto, conviene monitorizar la posible alza impositiva y su Deuda Privada.

GRÁFICO 1.7: Evolución Deuda Privada sobre PIB



Fuente: Banco Central de Irlanda. Elaboración Análisis Bankinter.

En definitiva, Irlanda vuelve a sorprender positivamente y volverá a liderar el crecimiento económico entre los países desarrollados. Dicho esto, conviene monitorizar su fuerte dependencia de las multinacionales, una posible alza de impuestos y el elevado volumen de Deuda Privada.

Estrategia de Inversión 4T 2021

EE.UU: "La Fed prepara la retirada de estímulos: comienzo del *tapering* antes de final de año y subida de tipos hacia finales de 2022"

La expansión de la variante Delta junto con los cuellos de botella en las cadenas de suministro resultan en una ralentización en áreas específicas de actividad. **Las estimaciones de crecimiento de PIB de 2021 se revisan ligeramente a la baja** (+6,4% vs +7,1% ant). No se trata de un enfriamiento general de la demanda y **las proyecciones para 2022 siguen siendo positivas** (PIB +4,3%). En el mercado laboral ya se han recuperado la mayor parte (77%) de los empleos perdidos durante la pandemia y las perspectivas son buenas (la demanda de empleo de las empresas supera el número de desempleados). **Las expectativas de inflación a medio plazo se sitúan por encima del objetivo de la Fed.** En este contexto, el banco central considera que se han producido "progresos substanciales" hacia sus objetivos de inflación y empleo y prepara el comienzo de la **reducción de compra de activos (*tapering*) para antes de fin de año**. El proceso podría quedar terminado para mediados de 2022. Para empezar a subir tipos, la Fed establece unas condiciones más estrictas: máximo empleo, inflación al 2% y en camino de superar moderadamente el 2% durante algún tiempo. Powell considera que estas condiciones se producirán hacia finales de 2022. **Nuestro escenario central contempla una subida en el tipo director en el 4T 2022 hasta el rango 0,25%/0,50% y dos más en 2023 hasta el rango 0,75%/1,0%.**

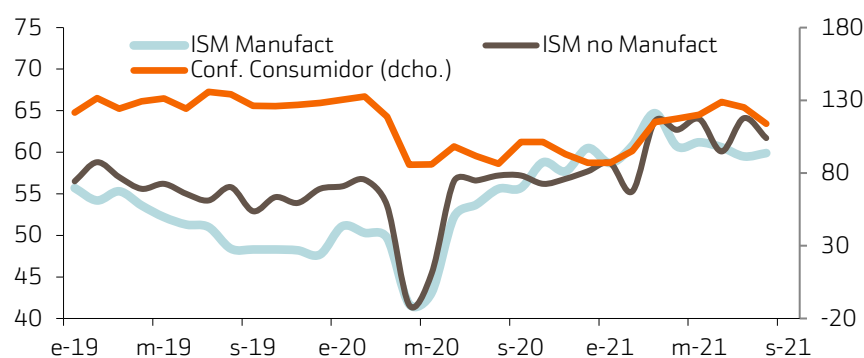
La expansión del variante Delta junto con los cuellos de botella en las cadenas de suministro (semiconductores, containers, mano de obra cualificada...) está resultando en una **desaceleración del ritmo de crecimiento en el tercer trimestre del año**. No se trata de un enfriamiento general de la demanda, sino más bien de una ralentización en las áreas específicas de actividad afectadas por estas circunstancias.

Los últimos registros de los indicadores adelantados o intermedios (Confianza del Consumidor, PMI, ISM...) muestran esta ralentización de la actividad. **Como resultado, la estimación de crecimiento para el conjunto del año 2021 se revisa a la baja**. En nuestro caso esperamos ahora un crecimiento del PIB de +6,4% vs +7,1% anterior.

Ralentización en áreas específicas de actividad debido a la expansión de la variante delta y cuellos de botella en las cadenas de suministro.

Revisión a la baja de las expectativas de crecimiento en 2021 +6,4% vs +7,1% ant.

Gráfico 1.8: EE.UU-. Evolución Reciente Confianza Consumidor e ISM



Fuente: Bloomberg

Una vez controlada la variante Delta y suavizados los cuellos de botella, **la economía seguirá creciendo a buen ritmo** (+4,3% est. para 2022) a pesar de la pérdida de fuelle del *boom* por la reapertura de la economía. La demanda se verá respaldada por otros factores como la reposición de inventarios, la inversión en capital pospuesta por unas empresas que se han concentrado en gestionar la crisis y nuevos estímulos fiscales. En esta línea el Senado ha dado recientemente el visto bueno al **Plan de Infraestructuras de 1,2 billones de dólares** (0,5bn de nuevos fondos y 0,7bn de reorientación de fondos ya existentes) diseñado por Biden. Este Plan debe volver ahora a la Cámara Baja, donde no debería encontrar oposición, dado que está controlada por los demócratas.

La demanda permanece sólida soportada por la reapertura de la economía, altos niveles de ahorro y nuevos estímulos fiscales.

Estrategia de Inversión 4T 2021

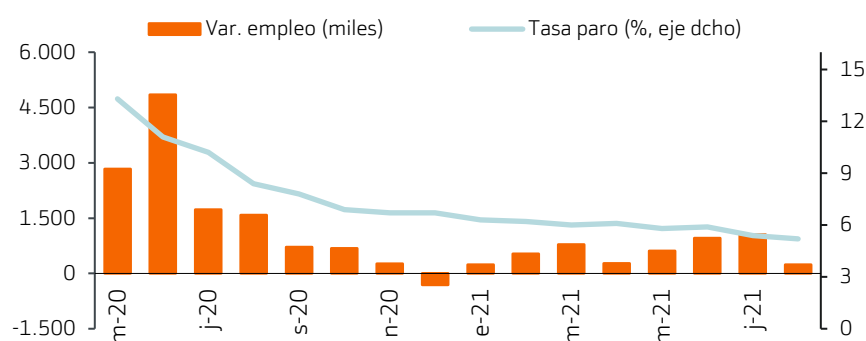
Biden aspira ahora a un nuevo plan de gasto más ambicioso (3,5bn) incluyendo iniciativas como transición energética, inversión en educación... Los fondos para ejecutar ese macro-proyecto contempla una subida de los impuestos (a las grandes empresas y a las rentas más altas) , lo que puede complicar su aprobación .

La creación de empleo se debilita, pero las perspectivas para el progreso hacia el máximo empleo siguen siendo buenas. La variante Delta, el hecho de que agosto sea el último mes antes del fin de los subsidios de desempleo y el impacto del huracán Ida lleva a una débil creación de empleo en el mes: 235k vs 850k de media en los 3 meses previos. Sin embargo, la aplicación de más vacunas, la reapertura de las escuelas y el fin de los beneficios de desempleo permitirá una reactivación en los próximos meses. Los últimos registros de demanda de empleo por parte de las empresas (11,21mn) supera ampliamente el nivel de empleos pendientes de recuperar desde el comienzo de la pandemia (5,3mn vs 22,4mn de empleos perdidos). Los salarios empiezan a subir a un ritmo considerable (+4,3% a/a), lo que evidencia la dificultad de encontrar personal cualificado.

La creación de empleo se enfría temporalmente

... pero las perspectivas del mercado laboral son positivas: la demanda de empleo de las empresas supera el número de desempleados.

Gráfico 1.9-. EEUU. Creación de empleo y Tasa de Paro



Fuente: Bloomberg

El objetivo de Powell es eliminar toda la capacidad ociosa del mercado laboral, con lo que la Fed monitoriza otros indicadores como son el desempleo de larga duración (27 semanas o más), la tasa de participación (porcentaje de adultos que están trabajando o buscan trabajo), la tasa de infraempleo (que incluye a los que están empleados a tiempo parcial pero querían trabajar a tiempo completo y los que se animarían a trabajar si mejorasen las condiciones), o el desempleo en los sectores más desfavorecidos (hispanos, afroamericanos, salarios bajos..).

El objetivo de empleo de la Fed es muy ambicioso: eliminar toda la capacidad ociosa del mercado laboral.

La inflación se acelera por encima de lo esperado debido a los cuellos de botella. Además, estas rigideces se están alargando más de lo inicialmente estimado, con lo que el efecto transitorio en IPC durará más de lo deseado. Por otro lado, los precios de la vivienda también muestran subidas considerables (Índice Case-Shiller +19% a/a). El peligro es que estos factores, junto con la subida de salarios, resulten en unos efectos más persistentes y perjudiciales sobre la inflación.

La inflación se acelera por encima de lo esperado

El impacto transitorio podría extenderse más lo inicialmente anticipado

El pico de subida de IPC se registró en junio y julio en +5,4%. El registro de agosto muestra ya cierta desaceleración (+5,3%), lo que proporciona cierta tranquilidad. Se evidencian algunos retrocesos en precios en algunas partidas directamente conectadas con la pandemia (precios de los coches usados, de los alquileres de coches...).

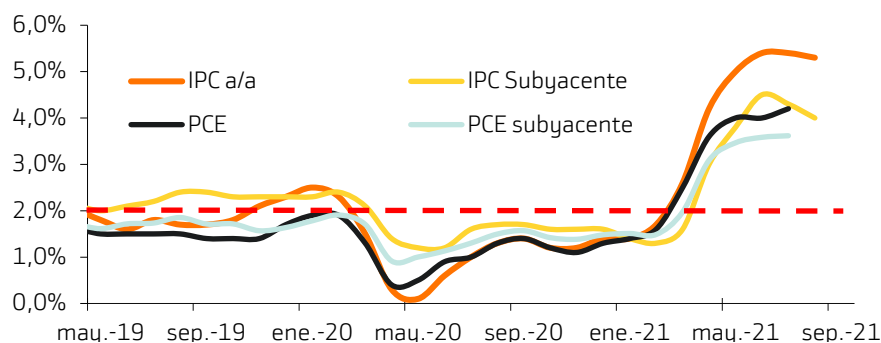
El retroceso del IPC en agosto proporciona cierta tranquilidad

Estrategia de Inversión 4T 2021

Las expectativas de inflación, tanto de las encuestas a consumidores como de las descontadas por el mercado, se encuentran por encima del objetivo de la Fed, aunque en niveles aceptables. La encuesta de la Universidad de Michigan muestra que las expectativas a 5 años se sitúan en +2,9%. El *breakeven* de inflación a 5 años se encuentra en +2,5%.

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

Gráfico 1.10: EE.UU. Evolución IPC y PCE



Fuente: Bloomberg

La retirada de estímulos de la Fed comenzará antes de final de año. El banco central requiere un "progreso substancial" hacia sus objetivos de inflación y empleo para el comienzo del *tapering* (reducción del ritmo de compra de activos) y estas condiciones ya se han cumplido. Las expectativas de inflación superan el 2%, ya se han recuperado la mayoría (77%) de los empleos perdidos durante la pandemia y las perspectivas del mercado laboral son buenas (la demanda de empleo de las empresas supera el número de desempleados).

La Fed considera que se ha producido un "progreso substancial" hacia sus objetivos y está preparada para el comienzo del tapering.

El *tapering* podría comenzar antes que finalice el año y terminar hacia mediados de 2022. Si empezase en Noviembre y se redujese en 15.000M\$/mes, finalizaría en junio de 2022. El ritmo de compras actual es de 120.000M\$/mes.

Tapering: comienzo antes de final de 2021 y terminado a mediados de 2022.

Para empezar a subir tipos, la Fed establece unas condiciones más estrictas: máximo empleo, inflación al 2% y en camino de superar moderadamente el 2% durante algún tiempo. Powell considera que estas condiciones se darán hacia finales de 2022. Además, insiste en que no tendría sentido subir tipos de interés mientras se están comprando activos. Nuestro escenario central asume que el tipo director suba a finales de 2022 +25 p.b. hasta el rango 0,25%/0,50%. Para 2023 podríamos ver dos subidas adicionales hasta el rango 0,75%/1,00%.

Primera subida de tipos hacia finales 2022.

En este contexto, la TIR del T-Note repuntará gradualmente: rango 1,30%/1,70% para finales de 2021 y 1,7%/2,1% para finales de 2022.

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

En cuanto al dólar anticipamos una moderada tendencia apreciatoria. La Fed se adelanta a otros bancos centrales en el comienzo de la normalización de su política monetaria. La reducción de las compras de activos significa un menor volumen de dólares en circulación, lo que incrementa el valor de la moneda. Además, la rentabilidad real del dólar mejorará de cara a 2022 con tipos de interés nominales más altos y dejando atrás los registros más altos de inflación en 2021. **Estimamos un rango EURUSD de 1,15/1,80 para finales de 2021 y 1,14/1,19 para 2022.** En nuestra opinión, el riesgo de que se encuentre fuera de este rango sería hacia un dólar más apreciado.

El dólar gana atractivo en un escenario de mayores rentabilidades en términos reales.

Japón: "Las restricciones sanitarias siguen siendo el principal caballo de batalla. A futuro la normalización de la actividad impulsará el crecimiento"

Las nuevas restricciones para controlar el avance del virus son el principal escollo para el crecimiento en el corto plazo. El peso sobre el Consumo es indudable y el sector servicios pierde tracción. El Sector Exterior lidera el crecimiento gracias a la recuperación de los principales socios comerciales (China y EE.UU.) y al importante peso del sector manufacturero, cuya recuperación comenzó ya a finales del año pasado y continúa bien soportada. A futuro el avance de la campaña de vacunación favorecerá una normalización progresiva de la actividad y el crecimiento ganará inercia a lo largo del próximo ejercicio. En cuanto a los precios, a diferencia de otras geografías, las tensiones brillan por su ausencia y no suponen un obstáculo para que el Banco de Japón mantenga su política monetaria sin cambios. En el plano político, Suga, el actual Primer Ministro, ha anunciado que no se presentará a la reelección como presidente del LDP a finales de este mes y, por tanto, el gobierno japonés pasará a liderarlo otro miembro del partido. Todo apunta a que el nuevo Primer Ministro aprobará una nueva ronda de estímulos fiscales con el fin de recuperar la popularidad perdida antes de las elecciones generales previstas para finales de este año. Sin duda este asunto servirá de revulsivo para la renta variable. Esto, junto con la sólida evolución de los beneficios por acción este año y las revisiones a mejor estimadas para los próximos años, nos llevan a mantener nuestra recomendación de comprar sobre el Nikkei al que otorgamos un potencial de +14,5%.

La incidencia del virus sigue siendo el gran caballo de batalla en la economía japonesa. La lucha contra una quinta ola ha conducido a la **implementación de nuevas restricciones que pesan con fuerza sobre el Consumo**. A futuro el progreso de la **campaña de vacunación**, de momento más lenta que en otros países (aproximadamente el 50% de la población está ahora vacunada), y la **normalización de la actividad favorecerán una mejora del gasto privado**.

Por el momento la **principal fuente de crecimiento seguirá siendo el Sector Exterior**, gracias a la recuperación de los principales socios comerciales del país (China y EE.UU.), seguida por la industria. La reactivación de la Producción Industrial ha llevado aparejada una significativa recuperación de la inversión que ha favorecido a su vez un comportamiento realmente fuerte del PIB del 2T (+7,6% a/a vs. +5,2% estimado BKT). Esta buena evolución contrarresta la ralentización de crecimiento que prevemos para los próximos dos trimestres, por las nuevas restricciones sanitarias, y nos lleva a revisar a mejor nuestra estimación para el PIB del conjunto del ejercicio, hasta +2,4% desde +1,9% anterior. 2022 se verá favorecido por ese menor crecimiento previsto para finales de este año, que se trasladará hacia 2022 cuando, especialmente, el Consumo recuperará tracción. Por ello, nuestra estimación para el PIB en dicho ejercicio avanza hasta +1,9% (desde +1,6% anterior). De cara a 2023 nuestra previsión queda anclada en +1,0%.

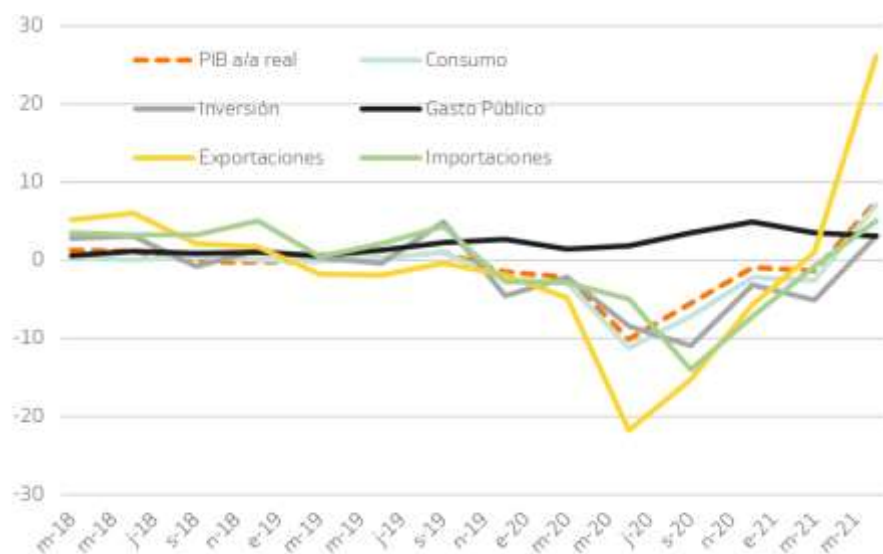
En el frente precios, la **ausencia de presiones seguirá siendo la constante**. Prevemos cierto repunte derivado de las disrupciones en la cadena de suministros, el encarecimiento de las materias primas, la dilución de la rebaja de tarifas de telefonía, la reactivación de la actividad, etc. Estimamos que el IPC cerrará este año en +0,1%, +0,5% en 2022 y +0,4% en 2023. Niveles aún muy reducidos que llevarán al Banco de Japón a mantener estímulos inalterados. Tanto en lo referente a su programa de compras de activos como en tipos. En la práctica esto se materializa en que el tipo director permanecerá en su nivel actual, -0,10%, y en que las compras de bonos serán las necesarias (sin límite definido) para mantener el tipo del 10 años alrededor de 0%.

Las restricciones sanitarias pesan sobre el Consumo. A futuro el avance de la campaña de vacunación permitirá una normalización progresiva de la actividad que reactivará el gasto privado

La ausencia de tensiones inflacionistas permitirá el mantenimiento de una política monetaria laxa

Estrategia de Inversión 4T 2021

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



Fuente: Economic and Social Research Institute Japan y Análisis Bankinter

En este contexto el yen continuará perdiendo terreno frente al euro. Nuestra previsión para el cruce euroyen este año es de 125/130 y de 130/135 en 2022 y 2023 (vs. 130/135 y 132/137 respectivamente estimado anteriormente). La reactivación del Consumo y la mejora de estimaciones del PIB junto con un empeoramiento de nuestras perspectivas para China son los motivos que nos lleva a retrasar el debilitamiento de la divisa, cuya tendencia estructural seguirá siendo depreciatoria.

Más allá del plano puramente económico, **el cambio de liderazgo en el gobierno será sin duda un revulsivo en el corto plazo**. Suga, el actual Primer Ministro, ha anunciado que no se presentará a la reelección como presidente del LDP a y, por tanto, el gobierno japonés pasará a liderarlo otro miembro del partido. En un momento en que la popularidad del LDP se encuentra realmente mermada, y con las restricciones sanitarias aún vigentes, no es descartable que **el nuevo Primer Ministro anuncie un nuevo paquete de estímulos fiscales** antes de las elecciones generales, que se celebrarán a finales de este año.

Esto, junto con la **sólida evolución de los beneficios por acción** durante este ejercicio y las revisiones a mejor estimadas para los próximos años, nos llevan a **mantener nuestra recomendación de comprar sobre el Nikkei** al que otorgamos un potencial de +14,5%.

La tendencia estructural del yen es depreciatoria

El cambio de liderazgo en el gobierno y unas buenas perspectivas para los beneficios empresariales apoyan nuestra recomendación de Compra sobre el Nikkei

Estrategia de Inversión 4T 2021

Emergentes-China: "La economía china tenía todo a su favor, pero el intervencionismo irracional de su Gobierno y el S. Inmobiliario ralentizarán su crecimiento".

La economía china ganó "la batalla" en 2020 con un aumento de PIB de +2,3% a/a vs -3,2% global. Y este año también pensamos que será una de las economías que más crecerá en el mundo (+9,2% a/a estimado). Sin embargo, detectamos nuevos riesgos sobrevenidos y por los que cambiamos nuestra forma de exposición en China: el intervencionismo irracional del Gobierno chino y el Sector Inmobiliario. Pero la previsible mejora de las relaciones comerciales con EE.UU., la flexibilización de las inversión extranjera y el acuerdo comercial RCEP pensamos que impulsarán su Sector Exterior y los resultados de las compañías no chinas pero con dependencia de sus ventas en el país (p. ej. LVMH o Volkswagen).

La economía china fue la "ganadora" del 2020 con un crecimiento de su PIB de +2,3% a/a (vs -3,2% global) y sigue creciendo a un ritmo extraordinariamente alto. Los PIB del 1T y 2T de 2021 batieron expectativas alcanzando un aumento de +18,3% a/a y +7,9% respectivamente. Sin embargo, pensamos que **este crecimiento desacelera por tres motivos**: (i) **efecto base**, porque compara con crecimientos ya normalizados desde el 2T20 (+3,2% a/a 2T20); (ii) **variante Delta**, que ha afectado más a la actividad económica de emergentes asiáticos que a Europa y EE.UU.; y (iii) **el intervencionismo irracional** del Gobierno chino, que desarrollaremos más adelante.

El PBOC (Banco Central de China) está siendo uno de los más moderados en cuanto a sus decisiones e importes de política monetaria. Su Tipo Director se mantiene en 4,35% desde 2015 y, con una inflación en torno a +1,0% a/a, hace que su Tipo de Interés real sea de los pocos positivos en el mundo (a diferencia de Europa o EE.UU. con IPCs superiores a su Tipo Director). La estrategia de política monetaria se ha centrado en (i) **reducir el coeficiente de reservas** exigido a los bancos, actualmente en 12% desde 14% en 2019 y (ii) **aumento de la masa monetaria** en torno a +9% a/a. Es decir, el PBOC ha protegido la liquidez del mercado pero manteniendo un margen de maniobra sobre su Tipo Director para aplicar si llegado el momento fuese necesario.

No pensamos que el crecimiento económico chino esté en riesgo. Pero sí detectamos dos **riesgos importantes y sobrevenidos que lo pueden ralentizar**, por los que cambiamos nuestras perspectivas y forma de exposición en el país:

- (i) **Intervencionismo**: desde comienzos de año el Gobierno chino ha anunciado **cambios regulatorios inesperados en determinados sectores**, cada vez más amplios y con mayor impacto en mercado. En el **S. Tecnológico**, imponiendo sanciones "antimonopolio" (p. ej. multa 2.750M\$ a Alibaba; -34% en el año). En el **S. Videojuegos**, limitando su consumo a menores de 18 años (p. ej. Tencent; -20% en el año). Y en el **S. Educación**, prohibiendo a escuelas privadas la obtención de beneficios, siendo a efectos prácticos sociedades sin ánimo de lucro (p. ej. TAL Education; -94% en el año). En resumen, incertidumbre por regulación imprevisible e irracional, que ralentiza y desincentiva la inversión nacional privada y deteriora sus valoraciones en bolsa.
- (ii) **S. Inmobiliario**: es uno de los sectores con **más crecimiento en la última década**, pero también señalado como "burbuja". En los últimos 5 años los precios de la vivienda han aumentado un +51% (vs +17% en la UEM). Equivalente a un +10% anualizado comparado con un IPC medio de +2% a/a. Es decir, ha habido una demanda inmobiliaria muy elevada. Sin embargo,

China fue la "ganadora" de 2020 con un crecimiento del PIB de +2,3% a/a vs -3,2% global. Este año, seguirá batiendo records con un crecimiento estimado de +9,2% a/a.

El PBOC (Banco Central de China) ha sido uno de los más moderados en cuanto a estímulos monetarios. No ha reducido su Tipo Director y se ha centrado en inyectar liquidez. Uno de los pocos países con tipos de interés reales en positivo. Todavía con margen de maniobra.

Detectamos nuevos riesgos importantes y sobrevenidos por los que cambiamos nuestras perspectivas y forma de exposición en el país: Intervencionismo irracional del Gobierno y el Sector Inmobiliario.

Estrategia de Inversión 4T 2021

destacamos cuatro factores que nos alertan sobre un posible enfriamiento del Sector:

- a) Desde 2019 los precios inmobiliarios desaceleran recurrentemente hasta situarse en +4,6% a/a (julio 2021) desde +10,7% a/a (máximo mayo 2019)
- b) Las ventas de viviendas comienzan a contraerse (p. ej. -16% a/a en agosto)
- c) El PBOC ha anunciado limitaciones sobre nuevas hipotecas concedidas por los bancos (32,5% / 7,5% sobre total de préstamos en función del tamaño del banco) para reducir el riesgo inmobiliario asumido por el S. Bancario
- d) Evergrande, una de las mayores promotoras chinas, anunció recientemente la posibilidad de quiebra, arrastrando una deuda total de ~300.000M\$ (~20.000M\$ en manos de acreedores internacionales).

El Sector Inmobiliario chino representa el 7% del PIB total, y solo la deuda de Evergrande el 2%. El PBOC ha aumentado sus inyecciones de liquidez para evitar (o retrasar) la su quiebra, y pensamos que **lo más probable es que el Gobierno intervenga la Compañía para amortiguar los daños colaterales**. Pero pensamos que estas cuatro alertas son más que suficientes para evitar la exposición a este sector y sus dependientes (p. ej. Sector Financiero y Materiales). Al menos en el corto plazo.

Sin embargo, a pesar de los riesgos comentados (intervencionismo y Sector Inmobiliario), sí que vemos **potencial de inversión en determinados sectores y a través de compañías internacionales (no chinas)**.

En concreto, pensamos que las compañías de Consumo (preferiblemente lujo) y Autos cotizadas en EE.UU. y Europa son la vía más adecuada para invertir en China. De esta forma es posible tener exposición al ciclo económico expansivo de China (vía Consumo) pero limitando su riesgo intervencionista e hipotéticamente sistémico. Un ejemplo son compañías como LVMH (~30% de sus ventas en China; +24% revalorización en 2021) o Volkswagen (~40% de sus ventas en China; +22% revalorización en 2021).

Los factores positivos y que argumentan nuestra perspectiva son:

- a) **Mejora de perspectivas sobre la "guerra comercial" China/EE.UU.:** los aranceles impuestos entre EE.UU. y China (25% aprox.) desde 2020 apenas han tenido efecto sobre la economía china. Pero sí sobre los costes asumidos por los productores americanos. En concreto, las Exportaciones chinas a EE.UU. aceleran en el año un +37% a/a, y los propios lobbies industriales americanos han pedido la retirada de estos aranceles porque encarecen sus costes de producción y reducen su competitividad. Además, pensamos que el nuevo Gobierno de Biden menos beligerante facilitará las relaciones comerciales. En términos prácticos, **menos restricciones al comercio entre las dos potencias mundiales**.
- b) **Flexibilización de la inversión extranjera en China:** de la misma forma que el Gobierno interviene compañías nacionales, también facilita la inversión de compañías (generalmente occidentales) en el país. En los últimos años ha flexibilizado la entrada de capital extranjero sin necesidad de asociarse con capital chino. Esto no solo facilita a las compañías independencia en la gestión, sino la protección de sus patentes y modelos productivos. Destacando el S.

La mejor forma de tener exposición en China (y donde vemos potencial) es a través de compañías internacionales (no chinas) cotizadas en Europa o EE.UU. y con dependencia de sus ventas a este mercado asiático.

Los tres factores que argumentan nuestra perspectiva positiva son: la posible mejora de las relaciones comerciales con EE.UU., la flexibilización de la inversión extranjera en China y el tratado RCEP con las mayores potencial asiáticas.

Estrategia de Inversión 4T 2021

Consumo y S. Autos. En términos prácticos, **reducción de costes de producción y venta para compañías occidentales** con exposición en Asia.

- c) **Tratado comercial RCEP (*Agreement of Regional Comprehensive Economic Partnership*)**: en noviembre de 2020 firmó este acuerdo comercial junto con Singapur, Japón, Corea del Sur y Australia (entre otros países Asia/Pacífico). Tiene como objetivo reducir aranceles, agilizar el comercio y facilitar la inversión entre firmantes. Pensamos que será un factor a favor de la economía china (líder económico respecto al resto de países firmantes) al menos durante los próximos 20 años (duración preliminar del tratado). En términos prácticos, **dinamización del comercio** entre las principales potencias asiáticas.

En resumen, **detectamos nuevos riesgos sobrevenidos en China** (intervencionismo y Sector Inmobiliario) y una moderación de su crecimiento económico aunque en niveles aún extraordinariamente altos (PIB 2021e +9,2% a/a; PIB 2022e +5,2% a/a). **Pero con potencial y oportunidades de inversión de forma selectiva en compañías internacionales** con (i) elevada exposición de sus ventas en China, (ii) facilidades de inversión por la progresiva apertura china al capital internacional y (iii) fuera del alcance regulatorio del Gobierno chino.

Estrategia de Inversión 4T 2021

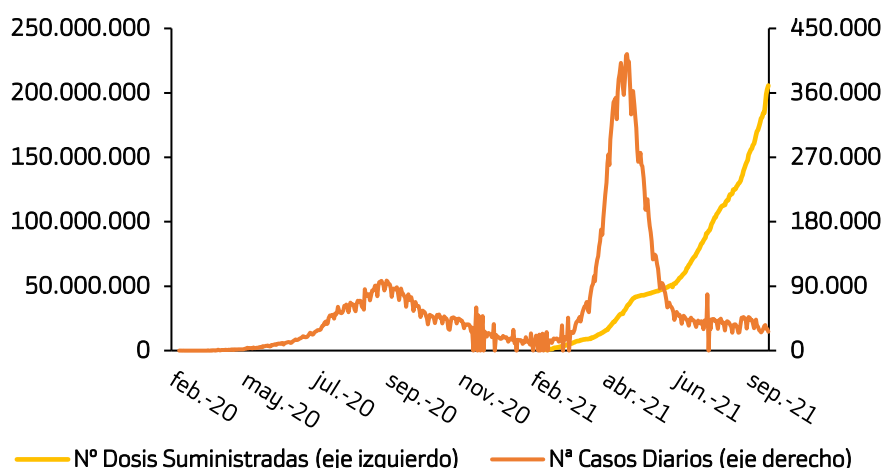
Emergentes-India:" La gran damnificada por la variante Delta. Con la vista puesta en la vacunación para la recuperación del Mercado Laboral y del Consumo."

India ha visto como la variante Delta del Covid-19 lastraba la recuperación de la economía. El alarmante aumento de la incidencia en abril obligó a imponer nuevos confinamientos aún más restrictivos que los del año pasado, debilitando tanto Consumo como Empleo. Además, un lento ritmo de vacunación en una población de 1.400M de habitantes y el aumento de precios de materias primas agrícolas e industriales en una sociedad muy dependiente de ambos sectores agravan la situación. Sin embargo, la resiliencia de la actividad industrial y las exportaciones, el apoyo del Banco Central manteniendo tipos en mínimos históricos (4%) y la Inflación controlada en el rango objetivo invitan al optimismo de cara a 2022 y 2023.

El país ve como la recuperación de la economía en 2021 se lastra por el fuerte impacto de la variante Delta durante el 2T 2021. Tras ser unos de los pocos países menos afectados durante el inicio de la pandemia, en esta ocasión el efecto de la variante Delta fue devastador. Este aumento de la incidencia le colocó a la cabeza de contagios a nivel mundial y obligó al Gobierno a tomar medidas muy restrictivas entre abril y mayo 2021. Esta vez sí que impactaron con fuerza los confinamientos en el Consumo y en el Empleo.

La recuperación de la economía se lastra por el fuerte impacto de la variante Delta. Afecta especialmente al Consumo y Empleo.

Gráfico 1.12: India. N° Dosis Suministradas vs N° Casos Diarios.



Fuente: Bloomberg.

La segunda ola del Covid-19 impactó gravemente en el PIB del 2T 2021. A pesar de crecer +20,1% en términos interanuales (a/a), este dato está distorsionado al comparar con el peor trimestre en la historia del país con el inicio de la pandemia. En cambio, al comparar con el trimestre anterior- que ya alcanzó niveles prepandemia- la economía sufrió los efectos del aumento de contagios y la imposición de confinamientos, al caer -16,9% t/t.

El PIB 2T 2021 cayó -16,9% frente al trimestre anterior.

Este fuerte aumento de los contagios derivó en:

- Un aumento de la Tasa de Paro hasta 9,2% en el 2T 2021 tras la recuperación progresiva del mercado laboral desde los máximos de abril 2020 (23,52%). Durante este período se destruyeron casi 15M de empleos. Sin embargo, el principal problema es la baja Tasa de Participación (<41%) y de Empleo (<39%) que hay desde el inicio de la pandemia, lo que indica un mercado laboral en contracción.

La Tasa de Paro aumentó hasta 9,2%, pero el principal problema es la baja Tasa de Participación y de Empleo desde el inicio de la pandemia.

Estrategia de Inversión 4T 2021

- **Una caída del Consumo (-17,4% t/t).** Este componente supone un 55% aprox. del PIB. Los confinamientos, la crisis sanitaria y la destrucción del empleo provocaron una caída de la Demanda y del ahorro de las familias, que tuvieron que destinar una mayor parte de su presupuesto a tratamientos médicos. De hecho, el aumento del gasto sanitario provocó un mayor endeudamiento de las familias con bajos recursos. Como consecuencia de lo anterior, la sociedad se ha visto más empobrecida y con una clase media en retroceso.
- **Un descenso de la Inversión (-23,6% t/t).** Este componente supone un 32% aprox. del PIB. En un entorno más afectado que otros países por la variante Delta, las inversiones de capital se paralizaron o desviaron a otras economías asiáticas en mejores condiciones sanitarias.

Sin embargo, la **buena evolución de la actividad industrial** en este período invita al optimismo. La Producción Industrial repuntó en abril, mayo y junio +134,6% a/a, +28,6% y +13,6%. Si bien es cierto que hay que tener en cuenta el efecto base, desde el inicio de la pandemia este indicador ha mostrado resiliencia al recuperarse rápidamente de la fuerte caída de la actividad industrial entre abril y mayo 2020. Ahora mismo se encuentra en niveles muy cercanos a prepandemia.

Otro factor a destacar es la **rápida recuperación del comercio**. Las Exportaciones han ido creciendo desde los mínimos del 2T 2020 hasta situarse en máximos históricos en este trimestre (+8,6% vs 4T 2019).

En este contexto, y ante la expectativa de que el ritmo de vacunación avance con más fuerza en los próximos meses (16% de la población con la pauta completa actualmente), **revisamos nuestras estimaciones de PIB al alza en 2022 y 2023 hasta +8,5% a/a y +6,7% desde +8,0% y +5,8% anterior. En cambio, para este año rebajamos el crecimiento hasta +8,9% desde +10,0% anterior** por el impacto de la variante Delta. Con ello, India se convertiría en el líder en el crecimiento mundial en los próximos dos años. Por otra parte, tras el repunte de la **Tasa de Paro** en 2020 hasta 9,1%, estimamos una **mejora progresiva en 2021, 2022 y 2023 (8,5%, 7,5% y 7,2% respectivamente)**. Supone volver a niveles de 2018 (7,0%).

Caída del ahorro familiar, aumento del gasto sanitario y mayor endeudamiento familiar. Empobrecimiento de la sociedad y retroceso de la clase media.

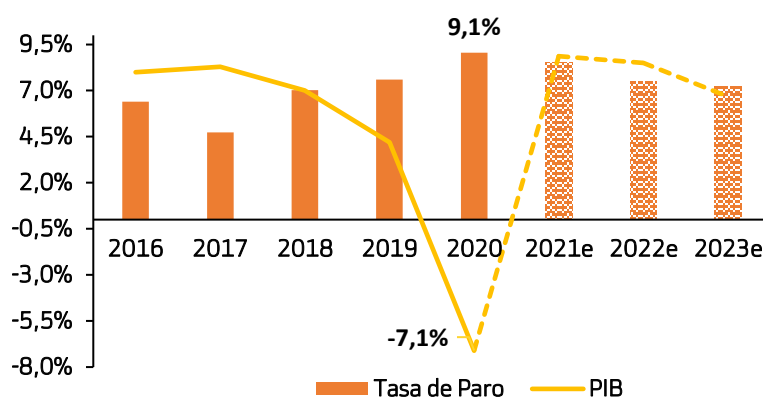
La Inversión de capital se desvió hacia otras economías asiáticas con mejores condiciones sanitarias.

La actividad industrial y las exportaciones se mostraron resilientes, llegando a situarse en niveles cercanos a pre-pandemia.

Estimamos un crecimiento de PIB entre 2021 y 2023 de +8,9%, +8,5% y 5,8% respectivamente.

La Tasa de Paro mejorará progresivamente desde 8,5% en 2021 hasta 7,2% en 2023.

Gráfico 1.13: India. Evolución Anual PIB y Tasa de Paro (2016-2023).



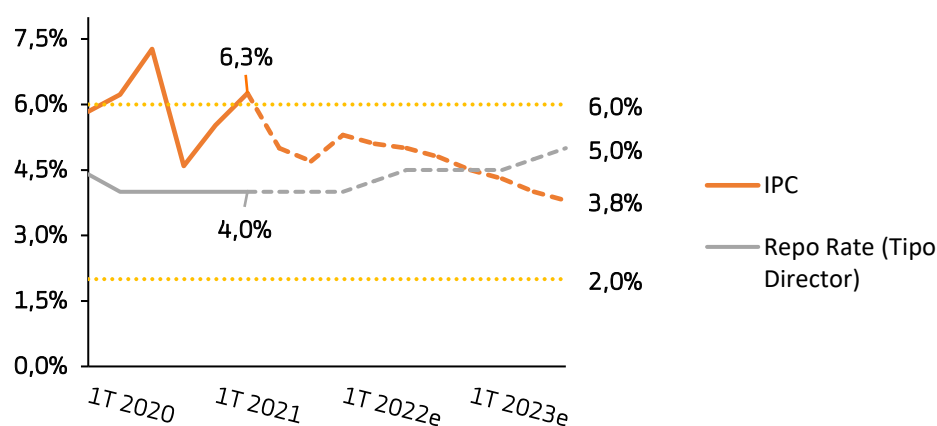
Fuente: Bloomberg y MOSPI (Ministry of Statistics and Programme Implementation).

Estrategia de Inversión 4T 2021

Por último, la Inflación volvió a repuntar por encima de la parte alta del rango objetivo del Banco Central de la India (+2,0%/+6,0%) hasta +6,3% a/a en el 2T 2021. El alza del petróleo por las discusiones en el seno de la OPEP+, el aumento del precio de las materias primas (especialmente las agrícolas e industriales) y las disrupciones en la cadena de suministro son las principales causas de este repunte del nivel de precios. Especialmente importante es el alza de los precios de materias primas agrícolas e industriales en una sociedad muy dependiente de ambos sectores. **De cara al futuro, esperamos que la Inflación siga moderándose** principalmente por el aumento de la demanda, una vez que el ritmo de vacunación avance, y de la producción de Kharif (cereales, arroz, fruta, verduras y plantas con semillas). Siguiendo esta línea, las recientes medidas del Gobierno para controlar los precios de legumbres y aceites han logrado hacer decrecer la Inflación hasta +5,3% a/a en agosto. Por ello, **estimamos que el IPC termine 2021 en +4,7% y en 2022 alcance +4,8%. En 2023 retrocedería hasta el nivel medio de su rango objetivo: +3,8%.**

A pesar del repunte de Inflación en 2T 2021 por encima del rango objetivo del RBI, estimamos que se moderen los precios hasta +4,7% en 2021, +4,8% en 2022 y +3,8% en 2023.

Gráfico 1.14: India. Evolución Trimestral IPC y Repo Rate (Tipo Director) (2020-2023)



Fuente: Bloomberg.

En resumen, esperamos que India lidere el crecimiento mundial entre 2022 y 2023 con el avance en el ritmo de vacunación en los próximos meses, la recuperación de la Demanda y el retorno de la Inversión. Sin embargo, optamos por la **exposición al país a través de fondos o ETFs para diversificar y evitar riesgos inherentes a su condición de mercado emergente.**

Perspectivas para las principales divisas

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2021)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,15/1,18	Anticipamos una tendencia moderadamente apreciatoria del dólar respecto al Euro. La Fed se adelanta al BCE en el comienzo de la normalización de su política monetaria. La reducción de las compras de activos (tapering) significa un menor volumen de dólares en circulación, lo que incrementa el valor de la moneda. Además, la rentabilidad real del dólar mejorará de cara a 2022 con tipos de interés nominales más altos y dejando atrás los registros más altos de inflación en 2021. Estimamos una primera de subida de tipos en el 4T 2022 (hasta el rango 0,25%/0,50%) y dos más en 2023 (hasta el rango 0,75%/1,0%). La inflación se moderará en 2022 a medida que se suavicen los cuellos de botella. En cualquier caso, la apreciación será moderada ya que existen otros argumentos en su contra (mayor déficit comercial, mayor gasto presupuestario, menor atractivo como activo refugio en un entorno de menores incertidumbres, ...)	Apreciatoria 
Yen	125/130	El yen continuará perdiendo terreno frente al euro. Nuestra previsión para el cruce euroyen este año es de 125/130 y de 130/135 en 2022 y 2023 (vs. 130/135 y 132/137 respectivamente estimado anteriormente). La reactivación del Consumo y la mejora de estimaciones del PIB, junto con un empeoramiento de nuestras perspectivas para China, son los motivos que nos lleva a retrasar el debilitamiento de la divisa, cuya tendencia estructural seguirá siendo depreciatoria.	Depreciataria 
Franco Suizo	1,08/1,13	El SNB insiste en debilitar el Franco, aunque no es tarea fácil, porque: (i) el repunte de la Inflación parece transitorio, no se aprecian tensiones salariales y la Tasa Subyacente, ahora en +0,4% acumula 13 años por debajo del objetivo (2,0%), (ii) la Balanza Comercial arroja un Superávit de 4,6%/PIB y (iii) las perspectivas de crecimiento para 2021/2023 superan el ritmo de actividad de los años pre-CV19.	Lateral = 
Libra	0,84/0,86	La libra, se ha mantenido en el tercer trimestre de 2021 fluctuando lateralmente en el entorno de 0,855 €/GBP tras apreciarse desde niveles de 0,90 €/GBP en enero. Estimamos que este comportamiento lateral continuará durante 2021 y que a un plazo más largo la divisa inicie una gradual apreciación, pero ligeramente inferior a nuestra estimación anterior. Esperamos un rango lateral de 0,84/0,86 €/GBP en 2021 (anterior 0,84/0,89€/GBP), 0,80/0,84 €/GBP en 2022 (anterior 0,78/0,84€/GBP) y 0,75/0,83 €/GBP en 2023.	Apreciatoria 

2. España y Portugal.

2.1.- España: "La recuperación toma impulso, mientras los factores inflacionistas deben mostrar su transitoriedad."

El 2T 2021 debe suponer un punto de inflexión (+17,5% a/a; +1,1% t/t) tras el descenso -0,6% t/t a comienzos de año y cinco trimestres de descensos interanuales. A pesar de una evolución más moderada de las cifras preliminares (+1,1% t/t final vs +2,8% t/t preliminar) el trimestre pone de manifiesto el impulso de la Demanda Interna liderada por la recuperación del Consumo Privado. Así mismo, el Sector Exterior mejora su contribución, que no era positiva desde finales de 2019.

Mantenemos nuestra estimación para el ejercicio en curso, PIB 2021e +6% a/a en el escenario central, y revisamos al alza las estimaciones para 2022e y 2023e al +6% (+0,2pp) y +2% (+0,1pp). Bajo estas hipótesis, la recuperación de los niveles pre-pandemia deberían alcanzarse a comienzos de 2023e.

Nuestras proyecciones se basan en: (1) las expectativas de recuperación del Consumo Privado. La aceleración de la vacunación y la recuperación del empleo deben favorecer una mayor contracción de la Tasa de Ahorro desde los niveles excepcionalmente altos de 2020; (2) La Inversión: el primer desembolso del NGEU ya se produjo en ago-21 (9.000M€). Los próximos deberán producirse tras el cumplimiento de hitos. Esperamos un impacto en crecimiento a +0,7pp del PIB en 2021e (vs +1pp anterior), mientras el ejercicio 2022e seguiría siendo el de mayor impacto +1,4pp (vs +1,8pp ant.).

Hemos ganado visibilidad en torno a la tasa de vacunación (superior al 75%) y en el inicio del desembolso de los fondos europeos (NGEU), aunque siguen existiendo incertidumbres sobre la evolución de la pandemia y el ritmo de desembolso y uso de los fondos. Si bien, el foco a corto plazo se centra en las presiones sobre la inflación, cuyos efectos base deberían ir moderándose en próximos trimestres.

A medio plazo, las principales vulnerabilidades al crecimiento siguen vinculadas a la elevada Tasa de Paro que, a pesar de la mejora en los últimos meses y de las estimaciones, se situaría todavía por encima del 13,8% de 2019 a final de nuestro período de proyección; y un nivel de Déficit que no conlleva reducciones significativas de la Deuda Pública/PIB en los próximos años (119,5% en 2023e).

Mantenemos dos escenarios alternativos, aunque volvemos a estrechar el rango ante la mayor visibilidad en vacunación: Escenario Pesimista apunta un PIB +5,4% a/a para 2021e, +4,6% en 2022e y 1,4% en 2023e, mientras que en el Positivo un PIB del +6,4% para 2021e, +7,2% 2022e y +2,6% en 2023e.

La recuperación del 2T 2021 (+17,5% a/a; +1,1% t/t) debe suponer un punto de inflexión, tras el retroceso -0,6% t/t a principios de año y tras cinco trimestres de descensos interanuales. La evolución, aunque inferior al dato preliminar del 2T (+19,8% a/a y +2,8% t/t), sigue mostrando a la Demanda Interna como motor (+17,3% a/a en 2T 2021), impulsada por la recuperación del Consumo Privado (+23,4% a/a). Además, muestra una mejora de la contribución del Sector Exterior que no era positiva desde finales del 2019.

Los próximos trimestres deberán verse apoyados principalmente por dos factores: (1) avance de la vacunación (más del 75% de la población con pauta completa en España actualmente) y; (2) el inicio de la llegada de los fondos del NGEU (el primer desembolso preliminar de 9.000M€ se produjo a mediados de agosto).

Mantenemos nuestra estimación en el escenario central de un crecimiento de PIB para 2021 +6,0% a/a y revisamos al alza nuestras estimaciones de crecimiento para los siguientes ejercicios: PIB 2022e +6,0% (+0,2pp vs ant.); y 2023e +2% (+0,1pp). Esto supone que podría alcanzarse niveles pre-pandemia a comienzos de 2023e.

Punto de inflexión en el 2T 2021 PIB +17,5% a/a (+1,1% t/t).

Catalizadores de próximos trimestres:

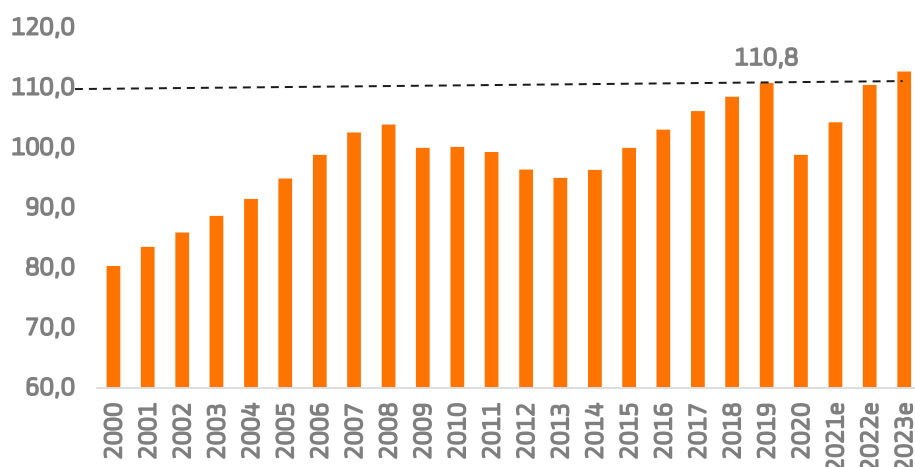
(1) vacunación;

(2) desembolso NGEU

Escenario central: PIB 2021e +6,0% (sin cambios), 2022e +6% (vs +5,8% ant.) y 2023e +2% (vs +1,9% ant.)

Estrategia de Inversión 4T 2021

GRÁFICO 2.1.1: Evolución PIB real, 2000r/23e.



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

Nuestras proyecciones se basan en:

- El incremento de expectativas de recuperación del Consumo Privado, impulsado por: (1) la **aceleración de la vacunación** (ya por encima del 75%) que permita la reducción las restricciones a la movilidad en próximos trimestres (vs el incremento que se produjo a finales del 2020 y principios de 2021 con el avance de la tercera ola); (2) La **recuperación del empleo**, junto a la **nueva propuesta de extensión de los ERTE** (hasta el 31 de enero de 2022).

Todo ello debe favorecer el Consumo con **una mayor contracción de la Tasa de Ahorro** en el ejercicio (desde el 14,7% de 2020 hasta niveles en torno al 10,7% 2022e). La demanda embalsada y la reducción del motivo "precaución", a pesar de que todavía hay incertidumbres pendientes, debe ir permitiendo en los siguientes años una moderación de la Tasa de Ahorro hacia su media histórica (8,5% de los últimos 20 años).

- Respecto a la **Inversión**, aunque ha iniciado la recuperación en el 2T 2021, hemos extendido la expectativa de un **mayor impacto hacia el ejercicio 2022e**.

El Plan de **Recuperación y Resiliencia de España** recibió la aprobación final del **Consejo Europeo el 13 de julio**, lo que ha dado lugar a un primer desembolso de la prefinanciación de 9.000M€, el pasado 17 de agosto (13% del total de las subvenciones).

Los siguientes desembolsos deberían producirse de forma semestral hasta 2025 **vinculados al cumplimiento de hitos y revisiones bianuales** (entre estos hitos destacan la reforma laboral y de pensiones).

La revisión de final de año supondría un desembolso adicional de unos 10.000M€ y en 2022e unos 12.000M€ y 6.000M€ tras el cumplimiento de las revisiones de mediados y final de año.

Hemos revisado el impacto en crecimiento a **+0,7pp del PIB en 2021e** (vs +1pp anterior), **+1,4pp en 2022e** (vs +1,8pp ant.) que sigue siendo el año que concentra el mayor impacto, y **+1pp en 2023e**.

- El Sector Exterior mejora en 2021e. Proyectamos una **contribución todavía positiva en 2021e** (+0,2%, tras el -2,2% en 2020) y que se

Revisión al alza, inicialmente por Consumo Privado. La aceleración de la vacunación y la recuperación del empleo deben favorecer una aceleración en la contracción de la Tasa de Ahorro

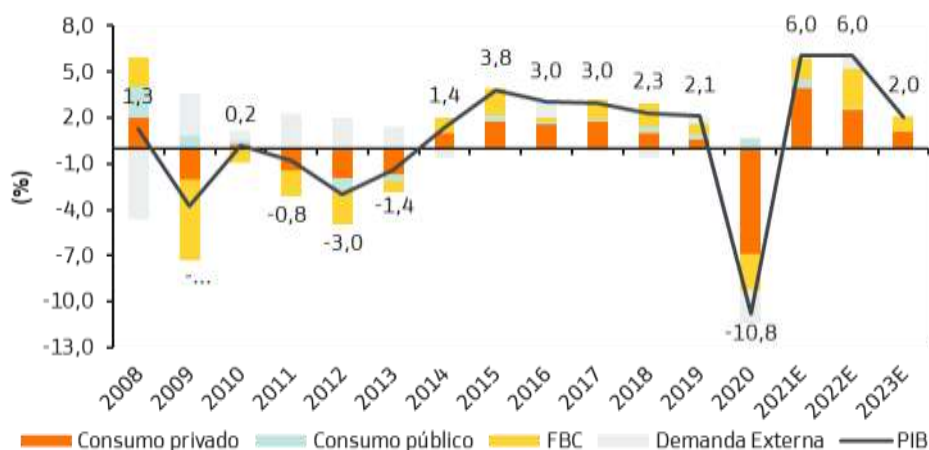
La Inversión: el primer desembolso del NGEU (9.000M€ se produjo en ago-21). Próximos tras revisiones bianuales.

Mayor impacto esperado en PIB en 2022e

Estrategia de Inversión 4T 2021

incremente al +0,8% en 2022e. La menor contribución en 2021 se debe a una recuperación progresiva Turismo internacional en 2021e y el aumento de las Importaciones (tanto por recuperación de la Demanda Interna, como por el aumento del precio de la energía).

GRÁFICO 2.1.2: Evolución PIB por componentes, 2008r/23e.



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

La inflación debe moderarse en próximos trimestres

La inflación continuó la senda alcista, al igual que en el resto de las principales economías. La subida se acelera especialmente a partir del mes de marzo, en el índice general, debido a: (i) la recuperación de la demanda, ante la progresiva reapertura; (ii) el repunte de los precios de la energía/electricidad; y (iii) problemas en las cadenas de suministro. En el indicador subyacente, excluyendo productos energéticos y alimentos no elaborados, la subida comienza a acelerarse a partir de julio, si bien todavía se sitúa en niveles de +0,7% a/a en agosto.

Consideramos que el impacto debe ser transitorio y la evolución debe moderarse en próximos trimestres ante la reducción de los efectos base, derivados de: (1) la escasez de demanda durante el ejercicio pasado; y (2) la moderación de las tensiones por el lado de la oferta. A pesar de ello, la incertidumbre se ha incrementado y reside principalmente en la duración de esta situación y la traslación de estas subidas hacia precios finales de otros productos.

Hemos elevado nuestras proyecciones a un +3,1% a/a para finales de 2021e, vs el +3,3% alcanzado a final de agosto, lo que supondría un +2,4% en media anual. Proyectamos un +1,6% a/a para final de 2022e (1,8% en media anual) y +1,2% a/a para final de 2023e (1,5% en media).

El mercado laboral mejora, pero los ERTE podrían extenderse hasta enero 2022

La Tasa de Paro se situó en un 15,26% a junio 21 ó 16,9% considerando los ERTEs a esa fecha (388 mil personas).

La propuesta de extensión de los ERTEs (hasta febrero de 2022) pone de manifiesto que, a pesar de la mejora de las cifras de empleo recientes, se proyecta que todavía la necesidad de que una parte seguirá bajo esta fórmula a final de año. A mediados de septiembre el número de ERTEs se

Inflación transitoria, que debe moderarse en próximos trimestres.

Si bien, variable a monitorizar

Mercado laboral: mejora, pero se extienden fórmulas de ERTE al 2022

Estrategia de Inversión 4T 2021

había reducido a 253.000 empleados (en torno al 1,1% de la población activa).

La nueva fórmula propuesta da **prioridad a la formación**, ya que vincula el mantenimiento de las bonificaciones a la Seguridad Social a la realización de acciones formativas.

Hemos mejorado nuestras proyecciones (ante la evolución reciente, la extensión de las fórmulas de ERTes y la revisión al alza del crecimiento esperado en 2022-23e) a niveles de 15,9% a finales de 2021e (vs 17% ant. y 15,8% en media anual); 14,6% para 2022e (vs 15% ant.) y 14,4% en 2023e (vs 14,7% ant.). A pesar de ello, esta **tasa supondría todavía un nivel superior al 13,8% de dic-19 y alejado de los mínimos alcanzados** por la economía española en 2007 (7,9%).

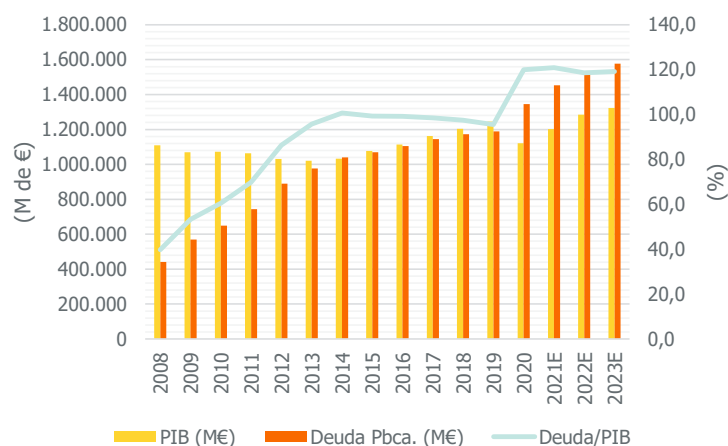
A medio plazo, Déficit y Deuda de las AA.PP. sin corrección significativa

Mantenemos prácticamente sin cambios nuestra proyección para 2021e **Deuda Pública/PIB**: 121,2% 2021e (vs 121,8% est. ant) y una ligera mejora en las estimaciones tras revisión al alza en las perspectivas de crecimiento al 118,9% 2022e (vs 119,5% ant.) y 119,5% en 2023 (vs 120,2% ant.).

Sin embargo, estos niveles siguen **sin mostrar una corrección significativa**, ya que mantenemos unas proyecciones de **déficit público elevado** -9% 2021e, -5,5% para 2022e y -4,0% para 2023e (Cabe recordar que hasta el año 2022 se mantiene la flexibilidad de los criterios de la UE).

Los ratios actuales suponen una vulnerabilidad ante escenarios futuros de incrementos de costes de la deuda o la capacidad de reacción ante situaciones futuras. Los niveles previos a la pandemia eran del 98% promedio 2018-19 (y del 42,4% promedio 2008-2009).

GRÁFICO 2.1.3: Evolución Deuda Pública/PIB 2008-2023e.



Fuente: Banco de España y estimaciones Análisis Bankinter

Los precios de vivienda sorprenden muy positivamente. Subirán +4% en 2021 y continuarán muy soportados en 2022 y 2023.

Los precios de vivienda sorprenden muy positivamente en la primera mitad de 2021, con un +3,3% a junio (a/a), según datos del INE. Prevemos que pueda acelerarse todavía algo más hasta +4,0% a final de este año, lo que supone una fuerte revisión al alza de nuestras estimaciones (desde -1% anterior). Aunque seguimos apreciando cierta sobrevaloración en los precios de vivienda con respecto a los salarios, de en torno al 5%, prevemos que continúe muy soportada en 2022 y 2023, apreciándose en línea con la inflación, +2% en 2022 y +1% en 2023. Los principales soportes son:

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

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

Estrategia de Inversión 4T 2021

- **Crecimiento de la renta disponible de los hogares.** Los ERTES continuarán sosteniendo la Renta Bruta Disponible de los Hogares (RBDH) al menos hasta final de este año y prevemos que crezca a partir de 2022, apoyada por la recuperación económica. Tras retroceder en 2020 tan sólo -3,3% vs -9,9% PIB nominal, prevemos que recupere los niveles previos al virus en 2021 y crezca en 2022 (+3,9% RBD vs +6,9% PIB nominal).
- **Bajos costes de financiación:** Las tasas de esfuerzo se sitúan por debajo de la media histórica (30% vs 34% de media histórica), a pesar de los mayores precios de vivienda. Además, hay que tener en cuenta que cerca del 60% de las nuevas hipotecas son ya a tipo fijo, cuyo coste se ha reducido en -30p.b. en 2020 y -2p.b. en lo que va de 2021. Esto permitirá mantener los precios de vivienda en niveles elevados con respecto a los salarios (7,5x 2021e vs 6,8x de media histórica).
- **Atractiva rentabilidad de la vivienda por alquiler.** La rentabilidad bruta se sitúa en el 3,7% de media en España, que implica un diferencial del 3,3% con respecto al bono español a 10 años (TIR del 0,4% a junio 2021). Está en niveles máximos históricos, y muy por encima de su media histórica (0,7% de diferencial).

La actividad inmobiliaria también mejora más rápido de lo estimado. Revisamos al alza nuestras previsiones de transacciones de vivienda hasta +20% en 2021 (vs +10% ant.). Alcanzarán niveles previos al virus (500.000 transacciones), apoyadas en una fuerte demanda nacional y la **vuelta de extranjeros a partir de la segunda mitad de 2021**. Estas últimas acusaban todavía las restricciones a la movilidad en la primera mitad del año y reducen su peso al 10,0% del total de transacciones vs 12,5% previo al virus

Las transacciones recuperan este año niveles precios al virus (+20% en 2021).

Escenarios Alternativos (Optimista y Pesimista)

Por último, mantenemos por el momento los escenarios alternativos, aunque volvemos a estrechar el rango, especialmente para 2021e ante el avance de la vacunación y una mayor visibilidad en la llegada de fondos en 2021. En cualquier caso, la recuperación no está exenta de incertidumbre sobre el desarrollo de la pandemia y sobre todo, la velocidad e impacto del uso de los fondos europeos.

Escenarios Alternativos (Optimista y Pesimista) más estrechos ante la mejora de la visibilidad en la vacunación.

El Escenario Optimista muestra un +6,4% a/a en 2021e, +7,2% a/a en 2022e y +2,6% a/a en 2023e (nuestros escenarios para las ayudas europeas, de un impacto entorno al +0,8pp, +1,8pp y +1,2pp en 2021, 22 y 23 respectivamente).

Incertidumbre sobre el ritmo de desembolso e impacto del NGEU

El Escenario Pesimista supondría +5,4% en 2021, +4,6% en 2022 y +1,4% en 2023e. (impacto estimado de las ayudas europeas, entorno al +0,6pp, +1,2pp y +0,8pp en 2021e, 22e y 23e respectivamente).

TABLA 2.1.1: Resumen de estimaciones 2017r/23e.

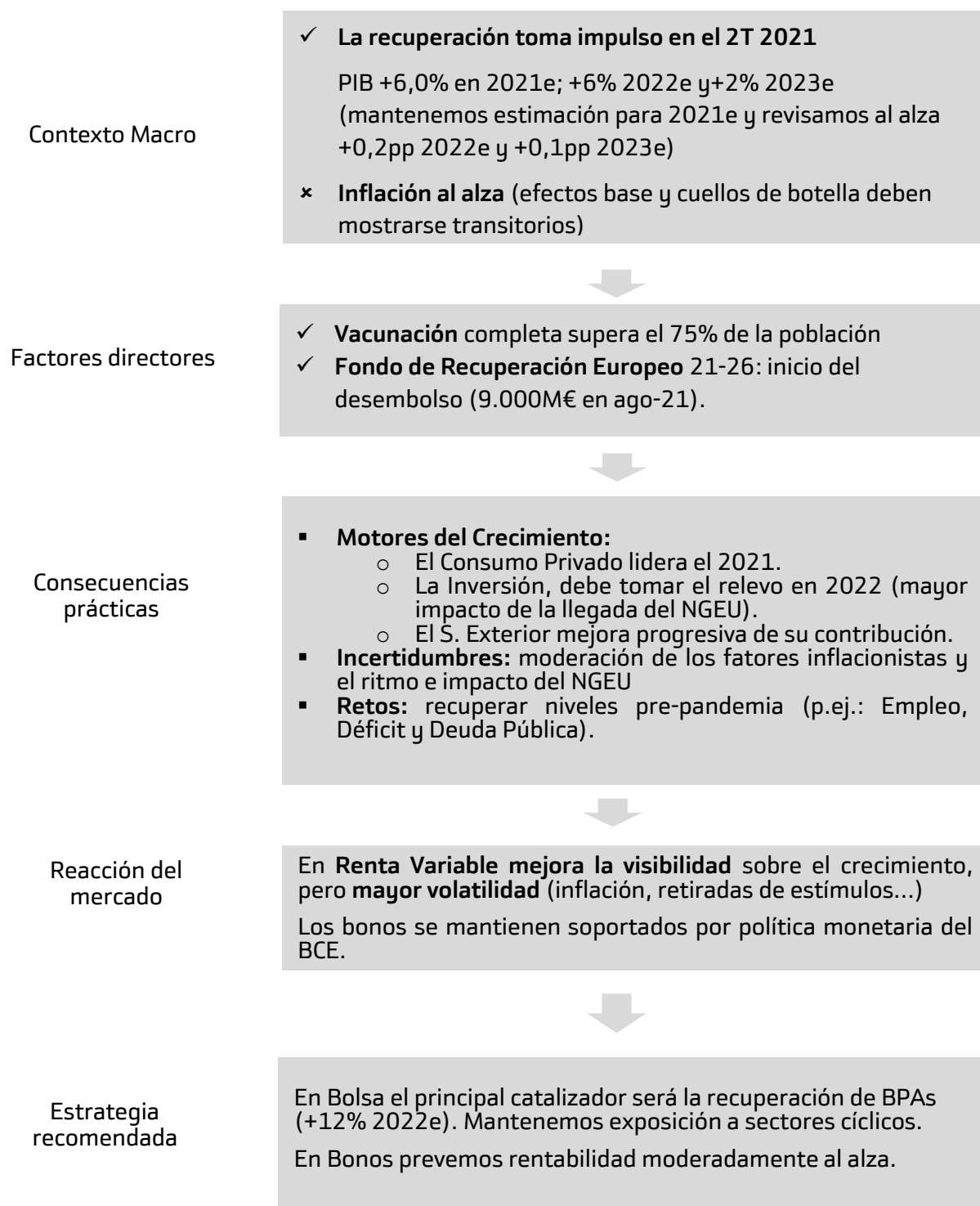
España, cifras clave (%)	2017r	2018r	2019r	2020r	Pesimista	2021e Central	Optimista	Pesimista	2022e Central	Optimista	Pesimista	2023e Central	Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,4	6,0	6,4	4,6	6,0	7,2	1,4	2,0	2,6
Consumo Privado	3,0	1,7	1,0	-12,0	6,9	7,2	7,3	4,1	4,6	5,1	1,4	1,9	2,4
Gasto Público	1,0	2,3	2,0	3,3	2,8	2,9	3,1	-0,3	0,3	0,8	-0,2	0,3	0,8
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,3	4,6	-9,6	4,6	6,2	7,0	8,7	12,5	15,6	3,6	4,5	4,8
Demanda interna (aportación)	3,1	2,9	1,6	-8,6	5,3	5,8	6,1	4,0	5,2	6,2	1,6	2,0	2,6
Sector Exterior (aportación)	-0,2	-0,6	0,5	-2,2	0,3	0,2	0,4	0,6	0,8	0,9	-0,1	0,0	0,0
Déficit Público/PIB	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-10,5	-9,0	-7,5	-7,0	-5,5	-4,0	-5,0	-4,0	-3,0
Deuda/PIB	98,6	97,6	95,5	119,9	121,5	121,2	115,8	122,1	118,9	111,5	124,3	119,5	111,1
Tasa de paro (EPA)	16,5	14,4	13,8	16,1	16,7	15,9	16,0	16,3	14,6	13,9	16,3	14,4	13,2
IPC	1,1	1,2	0,8	-0,5	2,9	3,1	3,3	1,4	1,6	1,8	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 4T 2021

2.2. Portugal: "Fuerte crecimiento en el 2T 2021. Confirmación del inicio de la recuperación económica gracias al avance de la vacunación y el control de la situación pandémica. Mantenemos una perspectiva positiva para 2022."

Con el avance de la vacunación y el control de la situación pandémica, en 2T 2021 aceleró la recuperación económica, con un repunte fuerte del Consumo Privado. Las cifras de la pandemia siguen mejorando y la reactivación gana tracción con la relajación de las restricciones. En coherencia, revisamos al alza nuestras previsiones para la economía portuguesa en 2021. El mercado laboral ha demostrado fortaleza, la Tasa de Paro se reduce en el mes de agosto acercándose a niveles pre-pandemia. Tendencia inflacionista pero sin presiones significativas, contrastando con el resto de Europa. Aunque ya se ha iniciado la recuperación, 2022 será el año en el que se consolide la actividad y en el que se empezarán a hacer sentir los efectos de los Fondos Europeos.

Portugal recupera con fuerza, tras el levantamiento de las duras restricciones del primer trimestre de 2021. El buen ritmo del plan de vacunación permitió anticipar la desescalada que terminó siendo más rápida de lo esperado en el 2T 2021. La economía se beneficia de la reactivación, aunque sectores como el Turismo aún estén lejos de los niveles de 2019.

La mejora en la situación pandémica tras los cierres generalizados de la economía y de las fronteras se reflejan en los números, **el PIB repunta +15,5% a/a (+4,9% t/t) en el 2T 2021**. Una subida histórica en los últimos 25 años gracias en parte a la caída acentuada en el mismo trimestre del año anterior.

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

- (i) **El Consumo Privado es el elemento del PIB que más impacta positivamente:** sube +17,5% a/a (+8,5% t/t) **debido al desconfinamiento** del país. Esta recuperación del Consumo Privado no es una sorpresa ya que fue una de las partidas más afectadas en el trimestre anterior. La reapertura de la economía y la retirada de las medidas de restricción de movilidad potencian la mejora.

- (ii) **El Consumo Público sube**, con un alza de +9,8% a/a por la extensión de los apoyos por parte del Gobierno tras la situación pandémica del 1T 2021, +2,7% t/t. Mantenemos **nuestra previsión de Déficit de -5,1%** y, en línea con la mejor perspectiva sobre el PIB, **mejoramos la previsión de Deuda Pública desde 131,9% hasta 130,1%**. En 2022 y 2023 estimamos una reducción progresiva del Déficit tanto por el crecimiento del PIB como por la disminución de gastos relacionados con la pandemia. Estimamos un Déficit de -3% y de -2,5% en 2022 y 2023, respectivamente, mientras que la Deuda se situaría en 125,3% y 124,4%.

- (iii) **La Inversión vuelve a presentar una evolución positiva**, con un alza de +10,5% a/a.

En nuestra opinión, **la Inversión seguirá creciendo impulsada también por la llegada de los Fondos Europeos**. Mediante el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia – que se ejecutará entre 2021 y 2026 – para Portugal están previstos 13.900M€ en subvenciones y hasta 15.600M€ en préstamos (de los cuales se han solicitado 2.700M€). El valor total asciende a un 7,8% del PIB de 2019, 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.

En el 2T 2021 PIB sube un +15,5% a/a gracias a la reapertura de la economía y en parte a la caída acentuada en el mismo trimestre del 2020

El Consumo Privado, principal afectado por el confinamiento en el 1T 2021, es la partida que más recupera con la relajación de las restricciones

Los Fondos Europeos son un factor clave en la evolución de la economía.

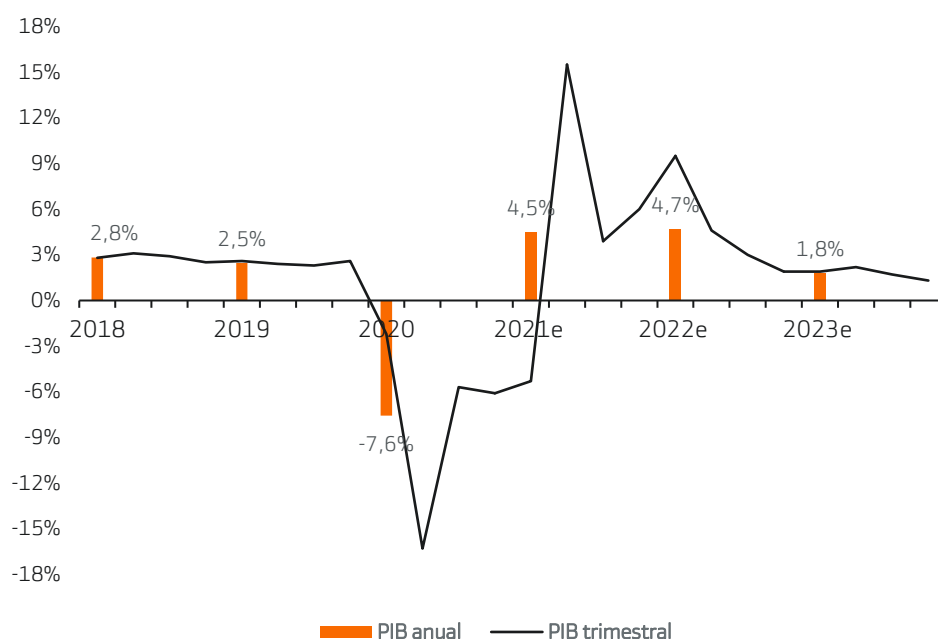
Estrategia de Inversión 4T 2021

- (iv) **La Demanda Externa se reduce en 2T 2021.** Exportaciones -2,0% t/t e Importaciones estables (-0,8% t/t). Esto se debe en parte a un retraso en el repunte del Turismo, provocado por las restricciones antes y durante el verano que han sido más duras en Portugal en comparación con otros destinos turísticos alternativos. Con la significativa mejora de la situación pandémica, **estimamos un fuerte repunte de las Exportaciones, que supere el de las Importaciones en 3T 2021 y 4T 2021**, de forma que la demanda externa ascenderá +8,0% t/t (+9,4% a/a) en el 3T 2021.

Con una recuperación más rápida de lo esperado en el 2T 2021, **aumentamos nuestra estimación de crecimiento hasta +4,5% desde +3,9%, debido a la fuerte recuperación del PIB en el 2T 2021 y a la aceleración de la desescalada**, que beneficia la reactivación de la actividad. Considerando el repunte más acentuado en el 2021, **reducimos ligeramente nuestra previsión para 2022, desde +4,8% hasta +4,7%**. En 2023, tras los fuertes repuntes de 2021 y 2022, **estimamos una estabilización de la economía con un crecimiento más moderado (+1,8%)**.

La recuperación empezó en el 2T 2021, con más fuerza de lo esperado. Revisamos al alza las previsiones de crecimiento para el conjunto del año.

Gráfico 2.2.1: Portugal, PIB anual y trimestral



Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 4T 2021

Las **estrictas restricciones del 1T 2021** impactaron los precios, verificándose una tasa de **inflación negativa, -0,6% a/a hasta junio**. No obstante, **con el repunte de la economía la inflación alcanzaba +1,3% a/a a finales de agosto**, debido a múltiples factores, de los cuales destacan:

- (i) La **reapertura de la economía** y respectivas consecuencias: **mejora del empleo** acompañada de una subida de los salarios (+4,1% salario bruto mensual promedio 1S 2021 vs 1S 2020); (ii) **fuerte demanda embalsada** aliada a una Tasa de Ahorro en niveles históricamente altos.
- (ii) Las **disrupciones en las cadenas de suministros a nivel global**.
- (iii) Los elevados niveles de los **precios de la energía**.

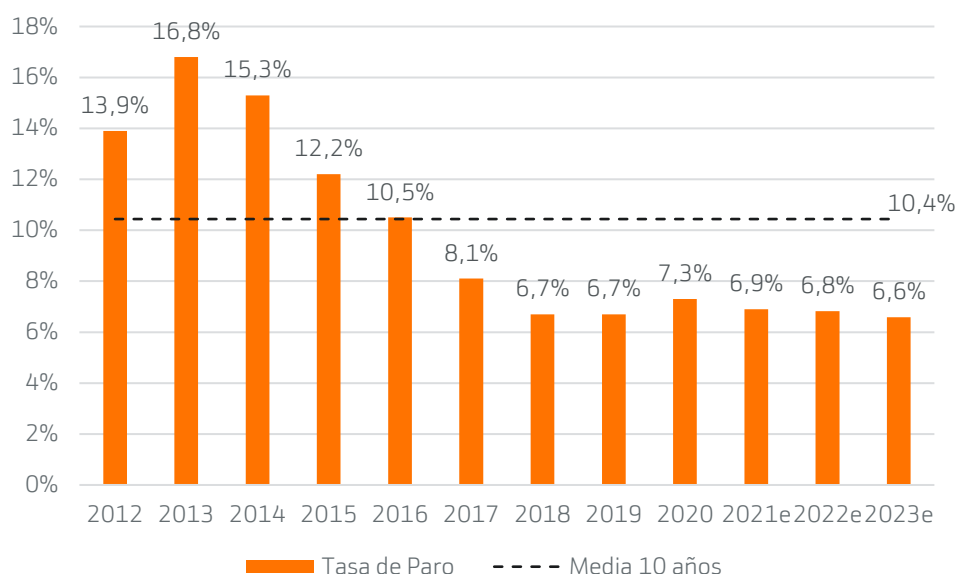
Presiones inflacionistas como en el resto de los países occidentales, pero que son transitorias.

Por estas razones, **revisamos al alza nuestras proyecciones para la inflación**, estimando un repunte de +2,1% en 2021 (desde +1,4% anterior). También revisamos al alza las proyecciones para 2022 y 2023, años para los que esperamos tasas de inflación de +1,9% y +1,8% (desde 1,4% y +1,6%, respectivamente). Sin embargo, estimamos que en los próximos meses la fuerza de la demanda embalsada pierda fuerza y que la Tasa de Ahorro, que había tocado máximos desde 1999 (+14,2% 1T 2021), empiece a moderarse. Al mismo tiempo, los cuellos de botella que están impactando el comercio global, que son de carácter temporal, deberán empezar a aligerarse. Por todo ello, consideramos **poco probable que se generen presiones inflacionarias significativas en Portugal**, que hasta al momento tiene un crecimiento de precios controlado frente a otros socios europeos que ya superan de forma holgada el objetivo del BCE de +2,0%.

El **mercado laboral sigue evolucionando de forma positiva**, asimismo mejoramos nuestras previsiones de Desempleo. En línea con la bajada de la Tasa de Paro en los últimos dos trimestres (7,1% en 1T 2021, y 6,7% en 2T 2021), **estimamos una mejora hasta 6,9% en 2021, desde 7,3% a finales de 2020**. Con la aceleración de la actividad, el indicador seguirá bajando progresivamente hasta 6,8% en 2022 y 6,6% en 2023.

El mercado laboral ha demostrado fortaleza durante la pandemia. Mejoramos las previsiones relativas a la Tasa de Paro.

Gráfico 2.2.2: Portugal, Tasa de Paro



Estrategia de Inversión 4T 2021

Fuente: INE. Elaboración: Análisis Bankinter

En definitiva, mejoramos las estimaciones para la economía portuguesa en el conjunto del año. No obstante, se mantiene la necesidad de monitorizar de cerca los factores que tienen un papel clave en la recuperación de la economía. Destacamos los siguientes: (i) **evolución de las disrupciones de las cadenas de suministros**, que si se prolongan en el tiempo pueden afectar negativamente la actividad económica en Portugal y en sus principales socios comerciales. Las Exportaciones, partida fundamental para el crecimiento de la actividad económica en los próximos meses, es muy vulnerable a este factor. (ii) **evolución de la pandemia y de las restricciones**, que impactan principalmente el Consumo Privado y la Inversión. Por otro lado, también el **Turismo** (que en 2019 representaba cerca de un 15% del PIB) es frágil respecto a este riesgo. Aunque en este momento la aplicación de nuevas restricciones aparente ser un riesgo poco probable, si se materializa nos podemos encontrar con un retroceso significativo en la recuperación. (iii) **Fondos Europeos**. En el medio/largo plazo, la utilización eficiente y eficaz de estos fondos será crucial para mejorar la productividad en Portugal. Una mala gestión de los fondos puede agravar las diferencias competitivas entre el país y sus socios europeos, perjudicando el crecimiento económico futuro.

Como conclusión, mejoramos las estimaciones relativas a Portugal pero los factores que pueden impactar la recuperación deben ser vigilados.

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

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

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

Perspectiva sobre Portugal

Escenario Central

Contexto Macro

Un 2T 2021 mejor de lo esperado y una aceleración de la desescalada más rápida de lo previsto gracias a la evolución positiva de la situación pandémica en el país.

Estimamos +4,5% en 2021 y +4,7% en 2022, año en el que la recuperación gana fuerza y la economía consolida.



Factores directores

La retirada de restricciones, y control de la pandemia ya se reflejan en el crecimiento de la economía. El uso adecuado de los Fondos Europeos y la recuperación del Turismo tendrán un efecto considerable sobre el ritmo de la recuperación.



Consecuencias prácticas

Recuperación de crecimiento ya en curso, a un ritmo superior. 2022 será un año de crecimiento y consolidación de la economía. Consumo Privado e Inversión lideran la recuperación económica. Perspectiva muy positiva para la evolución de Exportaciones.

3. Ideas de inversión: Asignación de activos

Tras una recuperación sin precedentes en 2021, la economía global transita hacia un crecimiento económico más sostenible pero superior a sus niveles tendenciales. Los bancos centrales mantienen la perspectiva de tensiones inflacionistas transitorias y, aunque iniciarán una retirada gradual de estímulos, mantendrán unas políticas monetarias acomodaticias con tipos de interés reales negativos. Las políticas fiscales también seguirán dando apoyo al ciclo. El crecimiento de beneficios empresariales alcanzó su pico en 2T 2021 pero se mantendrá robusto en los próximos trimestres. Crecimiento económico y de beneficios, condiciones financieras favorables (dinero barato) y liquidez siguen conformando un entorno pro-bolsas. Aunque con valoraciones más ajustadas, éstas deberán ajustarse a un entorno más normalizado de crecimiento y tipos de interés. Los riesgos más inmediatos (incertidumbre en torno al ritmo de retirada de estímulos monetarios, mayor desaceleración y riesgo regulatorio en China, panorama fiscal en EE.UU.), podrían generar volatilidad y correcciones puntuales que **no cambiarán el trasfondo positivo para la Renta Variable**. La victoria contra el virus no es completa pero la creciente descorrelación entre contagios y hospitalizaciones/fallecimientos hace cada vez más improbables nuevos cierres o restricciones generalizados. En este contexto **reiteramos nuestra estrategia pro-bolsas**. Prevemos potenciales de revalorización superiores a +12% para los distintos índices hasta diciembre 2022, a pesar de ser conservadores con las tasas de descuento empleadas (TIR bonos a largo plazo), impulsados por los crecimientos esperados de beneficios. Seguimos favoreciendo valores cíclicos en sectores como Industria, Logística, Bancos o Turismo, que se añaden a valores de calidad con potencial de crecimiento estructural en las áreas de Tecnología, Consumo Discrecional/Lujo y Transición Energética que conforman la base de nuestro posicionamiento en Renta Variable.

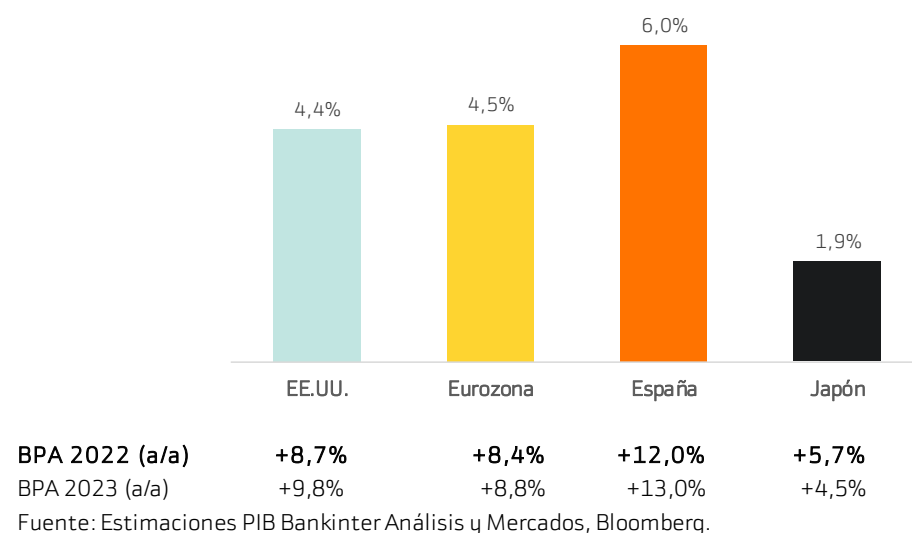
Tras una recuperación explosiva en 2021, la economía global transita hacia un crecimiento económico más sostenible. Tipos de interés reales negativos mantienen un crecimiento superior a su potencial de largo plazo del consumo y la inversión en las economías desarrolladas. La inversión, pública y privada, aumenta la productividad y sus retornos positivos soportan los salarios reales y el consumo.

Crecimiento económico sostenido en niveles elevados...

Tras un crecimiento explosivo de beneficios en 2T 2021 (BPA medio S&P500 +95% vs +66% esperado), los crecimientos previstos se estabilizan, pero se mantienen por encima de los niveles tendenciales. En el muy corto plazo, una menor confianza de los consumidores por la expansión de la variante delta, las disrupciones en las cadenas de suministro y los mayores costes de las materias primas y fletes podría moderar el crecimiento en el 3T 2021, pero las perspectivas siguen siendo favorables en los próximos trimestres.

... que soportan crecimientos de beneficios superiores a los niveles tendenciales.

GRÁFICO 3.1: Crecimiento PIB 2022 y Beneficios Empresariales.

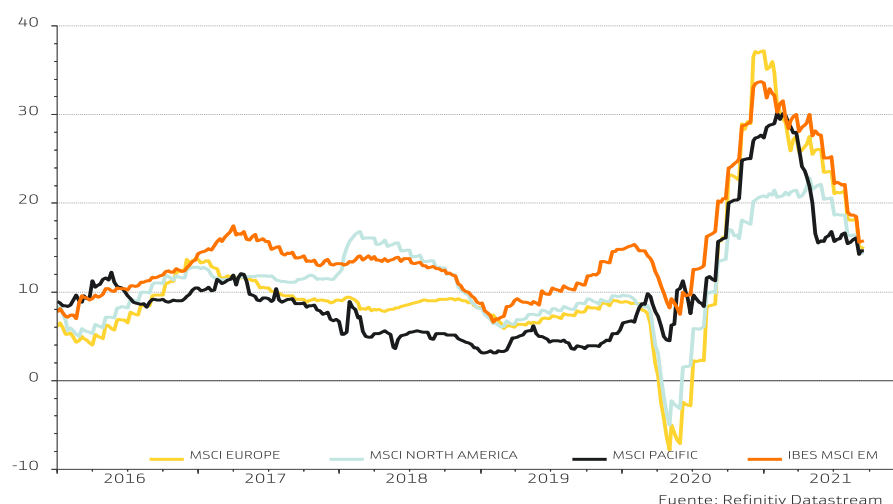


Estrategia de Inversión 4T 2021

Las palancas de crecimiento son múltiples: (i) La finalización de los ERTE y las ayudas extraordinarias al desempleo aumentarán **la oferta de mano de obra reduciendo la presión sobre los costes laborales** y de contratación. (ii) **Los precios de algunas materias primas se descomprimen** y caen desde sus máximos en el 1S 2021, como la madera y el cobre; (iii) **La caída en la confianza de los consumidores será pasajera** a medida que disminuye el impacto de la variante delta y la intensidad de las restricciones en un entorno de elevadas tasas de ahorro y capacidad de gasto de las familias; (iv) Los **estímulos fiscales** en las principales economías desarrolladas tienen un impacto diferido que seguirá impulsando la actividad económica al que se añaden nuevos programas de inversión pública. En resumen, todo apunta a un **crecimiento de las economías desarrolladas superior al de tendencia en los próximos 12 meses**, lo que, unido a mejoras en productividad por primera vez en años, propiciará un **crecimiento holgado de beneficios**.

Múltiples palancas de crecimiento sostenidas por elevada confianza de los consumidores con altas tasas de ahorro y estímulos fiscales, a pesar de interrupciones en las cadenas de suministro en el corto plazo.

GRÁFICO 3.2: Consenso de crecimiento de beneficios próximos 12m



Los bancos centrales mantienen la perspectiva de que la inflación es transitoria y despejan el camino para una **reducción gradual de los estímulos monetarios, pero prevemos que los tipos de interés reales se mantendrán en terreno negativo a lo largo de 2022**, aunque de manera menos acusada. Prevemos que la Fed reducirá el ritmo de compras de bonos extraordinarias por la pandemia a partir de noviembre 2021, finalizando el proceso en un periodo de 6/8 meses. Por su parte, el BCE podría empezar a reducir su propio programa (PEPP) a mediados de 2022. Con todo, ambos bancos centrales han señalado que mantendrán el tamaño de sus balances durante un periodo prolongado de tiempo (reinvirtiendo el importe de los vencimientos) hasta bien iniciado el proceso de normalización de tipos de interés. **No esperamos subidas de tipos de interés hasta finales de 2022 en EE.UU. y finales de 2023 en la UEM.** En Japón no son previsibles subidas de tipos en varios años.

Reducción gradual de los estímulos monetarios pero los tipos de interés reales seguirán negativos.

Las políticas fiscales seguirán apoyando el ciclo. En EE.UU. son previsibles nuevos programas de infraestructuras tanto físicas como sociales (550.000 M€ en infraestructuras en 2022 y 3,5Bn\$ en salud, educación y transición energética en los próximos 10 años). En Europa, el grueso de los Fondos de Recuperación NGEU (~90%) se irá desembolsando gradualmente hasta 2025 y, a nivel local, las principales economías mantienen políticas fiscales moderadamente expansivas.

Las políticas fiscales seguirán siendo expansivas.

Estrategia de Inversión 4T 2021

En este contexto, los principales riesgos para las bolsas (una inflación más duradera que acelere el ritmo de retirada de estímulos monetarios, mayor desaceleración y riesgo regulatorio en China, panorama fiscal en EE.UU.) podrían generar volatilidad y correcciones puntuales, pero no cambiarán el trasfondo positivo para la Renta Variable.

Mantenemos los niveles de exposición a Renta Variable

Con niveles de exposición ya elevados en cada perfil de riesgo, mantenemos los pesos sin cambios (desde noviembre 2020). **Elevamos nuestras valoraciones de bolsas** (excepto Ibex35), principalmente por una revisión al alza generalizada de los beneficios empresariales para 2022 y 2023 (+4%/ +9%). **A pesar de asumir un escenario conservador en bonos**, estimamos potenciales de revalorización superiores al +12% hasta diciembre de 2022.

Riesgos podrían generar volatilidad y correcciones puntuales sin cambiar el fondo positivo.

Mantenemos los niveles de exposición a renta variable con potenciales de revalorización >12% hasta diciembre 2022.

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

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

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

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Y también mantenemos el sesgo cíclico de la estrategia de inversión.

La victoria contra el virus no es completa pero la creciente descorrelación entre contagios y hospitalizaciones/fallecimientos hace cada vez más improbables nuevos cierres o restricciones generalizados. **Seguimos favoreciendo sectores como Industria, Logística, Financiero y Turismo** (Aerolíneas y Hoteles); y reduciendo exposición a sectores más defensivos como Utilities y Consumo Básico.

Sesgo cíclico con preferencia por sectores como Industrial, Logística, Financiero y Turismo...

De manera estructural, **mantenemos nuestra recomendación de Compra sobre sectores como Tecnología, Energías Renovables, 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.

Aunque todavía con grandes retos, **el sector financiero afronta un entorno favorable de recuperación, morosidad, tipos, dividendos y consolidación**. El reciente levantamiento del veto de los bancos centrales en Europa y EE.UU. al pago de dividendos, así como el previsible aumento de la pendiente de las curvas de tipos deberían mantener la inercia positiva del sector. Nuestra estrategia de inversión se centra en aquellas entidades con ratios de solvencia CET1 superiores a la media (exceso de capital) que permiten implementar políticas de dividendos atractivas (>4,0%) y sostenibles en el tiempo, con modelos de negocio ligados a la evolución de los mercados (Trading, M&A, Salidas a Bolsa...) y con un binomio rentabilidad/riesgo atractivo como BBVA, ING, Intesa, BNP, JP Morgan, BoA.

El sector financiero afronta un entorno favorable de recuperación, morosidad, tipos, dividendos y consolidación.

También aumentamos la exposición a los sectores de **Logística con valores como Panalpina y Deutsche Post, que se unen a Logista y Maersk**. Los fletes marítimos siguen presionados por un desequilibrio entre oferta y demanda en un sector con elevadas barreras de entradas y el índice *Composite Container Freight* sigue subiendo y acumula un alza de +138,1% en el año.

El sector Logístico sigue favorecido por el desequilibrio entre oferta y demanda.

Estrategia de Inversión 4T 2021

Tras una recuperación más lenta por la expansión de la variante Delta durante la temporada veraniega, **el Turismo apunta a una aceleración en el 4T 2021 y en 2022**. Disminuye la incidencia de la variante Delta a nivel global, la vacunación alcanza a gran parte de la población de los países desarrollados y se reabren las principales rutas aéreas. Recomendamos aerolíneas, hoteles y plataformas turísticas de manera selectiva favoreciendo compañías con balances sólidos como **IAG, Ryanair, Meliá, Amadeus o Intercontinental Hotels**.

Tras un arranque de año tímido, el **sector Tecnológico** (Nasdaq 100 +19%, SOX +23,6%) gana tracción ante la perspectiva de crecimientos sostenidos y tasas de descuento menores de lo inicialmente descontado (mayores rentabilidades de los bonos a largo plazo). Aunque esperamos un avance más pausado y selectivo en los próximos meses, **seguimos positivos con una perspectiva de 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.

Mantenemos la preferencia por Europa y EE.UU.

Por geografías, **mantenemos nuestra preferencia por Europa y EE.UU., con potenciales estimados de +19,7% y +15,5% respectivamente hasta diciembre 2022**. En **Europa**, tras un reparto de un ~13% de las subvenciones del Fondo de Recuperación Europeo, el grueso de los fondos se irá desembolsando semestralmente hasta 2025, dando impulso a una recuperación que ha sido más tardía que en EE.UU. por un arranque más lento de las vacunaciones. En el último trimestre los beneficios de esta región son los que más se revisan al alza (+13% para 2021 y ~+9% para 2022 y 2023). Con un sesgo más cíclico en la composición de sus índices vemos potencial de expansión de múltiplos. En **EE.UU.** el aumento de la productividad, y políticas monetaria y fiscal todavía acomodaticias darán continuidad al ciclo expansivo. Nuestro escenario de valoración ya incorpora, de manera conservadora, un aumento del impuesto de sociedades de 5 p.p. (del 21% al 26%).

En **España**, el Ibex35 se queda descolgado (+10% YTD vs +18,2% del EU-50) lastrado por las *Utilities*, penalizadas por las medidas del Gobierno para frenar la escalada de los precios de la electricidad y del gas, que minoran sus ingresos e introducen incertidumbre regulatoria, y la tardía recuperación del Turismo. Pero en 2022/23, España lidera el crecimiento económico y de beneficios en Europa, impulsada por los fondos europeos y la recuperación de los Servicios/Turismo, lo que da margen de revalorización al Ibex35.

En **Japón** prevemos también un fuerte apoyo de nuevas medidas fiscales tras las próximas elecciones a final de 2021. Una previsible depreciación del yen en un entorno de menor percepción de riesgo alentará el carácter netamente exportador de la economía, aunque elevamos la prima de riesgo de la bolsa japonesa por su mayor exposición a China (~25% de sus exportaciones). El BoJ mantiene las compras de ETFs de manera indefinida.

La desaceleración económica y la creciente incertidumbre regulatoria en **China** deterioran el equilibrio rentabilidad/riesgo del país. La previsible caída del mayor promotor del país, Evergrande, aunque sin impacto sistémico si el Gobierno modula un proceso ordenado, eleva la prima de riesgo del país. Un menor crecimiento de beneficios reduce el atractivo de los múltiplos ajustados por crecimiento (el PEG 2022E se eleva desde 1,2x el trimestre pasado hasta 1,4x actualmente). Eliminamos la exposición a la renta variable china en junio y mantenemos, de momento, la desafección por este mercado.

El Turismo gana tracción tras una recuperación algo más tardía de lo esperado.

Sostenidas perspectivas de crecimiento en el sector Tecnológico y valoraciones ajustadas por crecimiento no excesivas.

Mantenemos la preferencia por Europa y EE.UU.,

España gana atractivo por la recuperación de los Servicios/Turismo y el impulso del Fondo de Recuperación Europeo.

Deterioro de las perspectivas de crecimiento y elevación de la prima de riesgo en China.

Estrategia de Inversión 4T 2021

TABLA 3.2: Sectores con fuerte convicción. -

	SECTOR	COMPAÑÍAS	FONDOS
Crecimiento estructural	TECNOLOGÍA	Salesforce, Intuitive Surgical, Amazon, Apple, Activision, Logitech, Fortinet, CrowdStrike, Adyen	FRANKLIN TECHNOLOGY, JANUS HENDERSON HORIZON GLOBAL TECH
	SEMICONDUCTORES	Nvidia, ASML, TSMC, Micron, ON Semic., LAM, Applied Materials	FIDELITY GLOBAL TECHNOLOGY
	TRANSICIÓN ENERGÉTICA	Acciona Energía, EDP Renovables, RWE, NextEra	BGF SUSTAINABLE ENERGY, NORDEA CLIMATE AND ENVIRONMENTAL EQUITY
	CONSUMO / LUJO	Inditex, L'Oreal, LVMH, Kering, Hermès, EssilorLuxottica, PVH, Estee Lauder, Nike, Hellofresh	ROBECO GLOBAL CONSUMER TRENDS, GAM LUXURY BRANDS
Cíclicas	BANCOS	BBVA, ING, Intesa, BNP, JP Morgan, Deutsche Bank, Bank of America, Morgan Stanley y SocGen (este último para perfiles dinámicos).	FIDELITY GLOBAL FINANCIAL SERVICES, BGF WORLD FINANCIALS
	INDUSTRIALES	ArcelorMittal, Airbus, Air Liquide	Ningún fondo se adecúa al sector.
	AUTOS	Volkswagen, Daimler, BMW, AutoZone, Advance Auto Parts	BNY Mellon Mobility. Invierten en la temática CASE (conectividad, autonomía, movilidad compartida y electrificación)
	LOGÍSTICA	Maersk, Deutsche Post, DSV, Logista	Ningún fondo se adecúa al sector.
	PETRÓLEO	Repsol, Total	JPM Natural Resources (petróleo 44%).
	SEGUROS	Axa, Catalana Occidente, Mapfre	FIDELITY GLOBAL FINANCIAL SERVICES, BGF WORLD FINANCIALS
	TURISMO	IAG, Ryanair, Marriot, Meliá, Booking, Expedia	INVESCO GLOBAL CONSUMER TENDS. Consumo con 30% de turismo.
	OTROS	Fluidra	Ningún fondo se adecúa al sector.

Estrategia de Inversión 4T 2021

TABLA 3.3: Ratios PER y PEG 2022e de las principales bolsas.

	Geografía	PEG 2022E ⁽¹⁾	PER 2022E	TAMI 19-22E ⁽²⁾
S&P500	EE.UU.	1,5	20,2	13,2%
Nasdaq100	EE.UU.	1,2	26,1	21,7%
SOX (semiconductores)	EE.UU.	0,5	18,7	39,4%
Dow Jones	EE.UU.	1,8	18,3	10,3%
EuroStoxx50	UEM	1,2	15,6	13,0%
Ibex 35 ^(*)	España	n.a.	13,8	-1,9%
NIKKEI	Japón	1,0	16,8	16,1%
CSI300	China	1,4	13,1	9,5%
NIFTY50	India	1,0	20,9	21,2%

⁽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

Las bolsas continúan al alza en el tercer trimestre de 2021, en torno a +3% en Europa y EE.UU. y acumulan rentabilidades YTD próximas al 18%. Los **beneficios empresariales** se revisan al alza y apuntan a crecimientos superiores al +8% en 2022E a ambos lados del Atlántico. Las **TIRes de los bonos** a largo plazo retroceden ligeramente a la espera de nuevos pasos de los bancos centrales hacia una posible reducción de estímulos. Por último, **las primas de riesgo se mantienen** sin cambios significativos en un entorno de mayor visibilidad sobre el ciclo económico.

*Las bolsas continúan al alza.
En torno a +3% en 3T 2021.*

GRÁFICO 3.3: Evolución Índices en 2020 y 2021 (Diciembre 2019=100)



Fuente: Bloomberg y Elaboración Bankinter

Estrategia de Inversión 4T 2021

Incrementamos nuestras valoraciones de bolsas (excepto Ibex35), gracias en gran medida a la revisión al alza generalizada de los resultados empresariales, entre +4% y +9%. Como consecuencia, las bolsas ofrecen potenciales de revalorización superiores al +12% de cara a diciembre de 2022.

Revisamos al alza las valoraciones de bolsas.

Asumimos un escenario conservador en bonos. El principal riesgo el próximo año es el incremento de TIRes de los bonos. Por ello, nos posicionamos en la parte más conservadora del rango de cara a diciembre 2022: T-Note +2,15%, Bund +0,10% y España +0,80%.

Que ya incluyen un escenario conservador en rentabilidad de los bonos.

Los riesgos son simétricos por el lado de los resultados empresariales. Aunque parece probable que las estimaciones de resultados sigan revisándose al alza en un entorno de "boom" económico, existe el riesgo de un posible incremento de la tasa impositiva a las empresas, lo que drenaría parte de los BPA.

Por tanto, mantenemos recomendación de Comprar bolsas, de forma generalizada y con un enfoque más sectorial que geográfico. Nos centramos en sectores de crecimiento, tanto estructural como cíclico.

Recomendamos Comprar bolsas, con enfoque más sectorial que geográfico.

TABLA 3.4: Resumen de valoraciones de bolsas (objetivos a Dic.2022)

	Valoración	Potencial	Rent. por dividendo
EUROSTOXX-50	5.023	+19,7%	2,7%
S&P 500	5.078	+15,5%	1,4%
IBEX-35	9.933	+12,0%	3,5%
NIKKEI 225	33.926	+14,5%	1,7%

Nota: Cierres a 22 de septiembre de 2021

Fuente: Análisis Bankinter, Reuters y Bloomberg

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:

- **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. Destacan positivamente las del Eurostoxx50, que se han revisado +13% para 2021 y +9% para 2022.
- **Las tasas de descuento** se mantienen sin cambios significativos, con primas de riesgo estables y sin cambios en nuestras estimaciones de rentabilidades de los bonos, que ya incluyen un escenario conservador: T-Note +2,15%; Bund +0,10% y Bono Español +0,8% a diciembre 2022E. En consecuencia, las tasas de descuento se sitúan en 5,55% para el EuroStoxx-50 (+7 p.b.), 5,02% para el S&P 500 (-4 p.b.), 6,82% para el Ibex-35 (+25 p.b.), y 5,30% para el Nikkei (+32 p.b.).

Tomamos como referencia el consenso de estimaciones de BPA 2022.

Las tasas de descuento se mantienen sin cambios significativos.

Mantenemos nuestros tres escenarios para cada valoración: **central, favorable y desfavorable**. Las principales diferencias entre los escenarios son:

Mantenemos 3 escenarios: Central, Favorable y Desfavorable.

- **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. Los riesgos son simétricos.

Estrategia de Inversión 4T 2021

- **Bono a 10 años.** Asumimos 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: Ofrece un **potencial de revalorización del +12,0%** hasta 9.933 puntos a diciembre de 2022. Rebajamos nuestra valoración un -1,4% por mayor prima de riesgo y, por tanto, mayor tasa de descuento (+25p.b. hasta 6,79%) debido en gran medida a la mayor incertidumbre por la variante Delta. Mantenemos la rentabilidad esperada del Bono a diciembre de 2022 en +0,80% y las estimaciones del consenso de BPA para 2022E se revisan al alza +4,0%. Aunque con retraso con respecto a las principales bolsas, los resultados empresariales del Ibex-35 liderarán el crecimiento en 2022E (+12%) impulsados por bancos, industriales, consumo y turismo. Desde un punto de vista metodológico, cabe recordar que 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.

IBEX35: 9.933 puntos, en el escenario central. Potencial +12,0% para dic-22.

Los **escenarios favorable y desfavorable** apuntan a **10.639 puntos y 9.262 puntos** respectivamente, lo que supondría un potencial de +19,9% y +4,4% respectivamente.

TABLA 3.5: Análisis de sensibilidad Ibex 35

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		1,30%	1,05%	0,80%	0,55%	0,30%
BPA vs Consenso	-10%	8.622	8.775	8.940	9.119	9.313
	-5%	9.101	9.262	9.437	9.625	9.830
	0%	9.580	9.750	9.933	10.132	10.348
	5%	10.059	10.237	10.430	10.639	10.865
	10%	10.538	10.725	10.927	11.145	11.382

Fuente: Análisis Bankinter

EuroStoxx-50: Estimamos un nivel de **5.023 puntos a diciembre 2022** (anterior 4.657; +7,9%), que implica un **potencial de revalorización de +19,7%**. El consenso estima un aumento del BPA 2022E de +9,4%, tras una revisión de los beneficios 2021E y 2022E de +13,1% y +9,4% respectivamente en el último trimestre. La tasa de descuento se mantiene sin cambios significativos en 5,55% (+7 p.b.) con Prima de Riesgo estable y rentabilidad esperada del bono de referencia que mantenemos en +0,30%, que implica un Bund en +0,1% a diciembre 2022E. Nuestra estimación supone un PER 2022E de 18,6x.

EuroStoxx50: Valoración 5.023 puntos, escenario central. Potencial +19,7% a dic-22.

En los **escenarios favorable y desfavorable** nuestra valoración es **5.549 puntos y 4.547 puntos** respectivamente (potencial de +32,2% y +8,3% desde los niveles actuales).

Estrategia de Inversión 4T 2021

TABLA 3.6: Análisis de sensibilidad EuroStoxx-50

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		0,80%	0,55%	0,30%	0,05%	-0,20%
BPA vs Consenso	-10%	4.113	4.308	4.521	4.757	5.018
	-5%	4.342	4.547	4.772	5.021	5.297
	0%	4.571	4.786	5.023	5.285	5.576
	5%	4.799	5.026	5.274	5.549	5.854
	10%	5.028	5.265	5.526	5.814	6.133

Fuente: Análisis Bankinter

S&P 500: Nuestra previsión es de **5.078 puntos para diciembre de 2022 (anterior 4.810; +5,6%)**, con un **potencial de revalorización de +15,5%**. Las estimaciones de resultados empresariales vuelven a revisarse al alza en los últimos 3 meses (+7,1% para 2021E y +4,5% para 2022E). Se espera que los resultados empresariales aumenten +8,7% en 2022E y los riesgos son simétricos. Por un lado, es altamente probable que los resultados batan estimaciones en un entorno de "boom" económico y, por otra, existe la posibilidad de que se incremente la tasa fiscal a las empresas, lo que drenaría parte de los beneficios empresariales. La tasa de descuento que aplicamos se mantiene sin variaciones significativas en 5,02% (-4 p.b.), con prima de riesgo estable y rentabilidad del T-Note sin cambios en la parte más conservadora del rango: 2,15% en diciembre 2022. Nuestra valoración implica un **PER de 23,1x** sobre el BPA 2022.

S&P500: Valoración 5.078 puntos, en el escenario central. Potencial +15,5% a dic-22.

Los **escenarios favorable y desfavorable** son **5.686 puntos y 4.542 puntos**, que implican revalorizaciones potenciales de +29,4% y +3,3%.

TABLA 3.7: Análisis de sensibilidad S&P 500

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		2,65%	2,40%	2,15%	1,90%	1,65%
BPA vs Consenso	-10%	4.065	4.303	4.570	4.874	5.220
	-5%	4.291	4.542	4.824	5.144	5.510
	0%	4.516	4.781	5.078	5.415	5.800
	5%	4.742	5.020	5.332	5.686	6.090
	10%	4.968	5.259	5.586	5.957	6.380

Fuente: Análisis Bankinter

NIKKEI: Estimamos un precio objetivo de **33.926 puntos a diciembre 2022 (anterior 33.102; +2,5%)**, que implica un **potencial de revalorización de +14,5%**. El consenso estima un crecimiento de BPA del +5,7% en 2022E, tras revisar al alza las estimaciones +9,5% en los últimos 3 meses. La tasa de descuento aumenta ligeramente hasta 5,30% (+32 p.b.), por mayor

Nikkei: Escenario central 33.926 puntos. Potencial +14,5% a dic-22.

Estrategia de Inversión 4T 2021

prima de riesgo derivada de la elevada exposición de sus exportaciones a China (cerca del 25% incluyendo Hong Kong). Mantenemos la previsión de rentabilidad del bono soberano en +0,10%, debido al control de la curva de tipos ejercido por el BoJ. Nuestra valoración implica un **PER 2022 de 19,18x**.

Los escenarios favorable y desfavorable apuntan a **36.712 puntos y 31.300 puntos** respectivamente, **+23,9% y +5,6%** desde el nivel actual.

TABLA 3.8: Análisis de sensibilidad Nikkei 225

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		0,40%	0,25%	0,10%	-0,05%	-0,20%
BPA vs Consenso	-10%	28.821	29.652	30.533	31.468	32.461
	-5%	30.422	31.300	32.229	33.216	34.265
	0%	32.023	32.947	33.926	34.964	36.068
	5%	33.624	34.594	35.622	36.712	37.872
	10%	35.225	36.242	37.318	38.460	39.675

Fuente: Análisis Bankinter

Estrategia de Inversión 4T 2021

TABLA 3.9: 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	17,6%	12,0%	6,4%
Precio Objetivo (1)	10.639	9.933	9.262
Precio Objetivo Anterior (2)		10.073	
Cotización 22/09/2021		8.872	
Potencial (%)	19,9%	12,0%	4,4%
PER Implícito (4)	15,7x	15,4x	15,1x

EUROSTOXX-50			
	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A (3)	0,05%	0,30%	0,55%
2.- Inc. BPA 2022e	13,9%	8,4%	3,0%
Precio Objetivo (1)	5.549	5.023	4.547
Precio Objetivo Anterior (2)		4.657	
Cotización 22/09/2021		4.197	
Potencial (%)	32,2%	19,7%	8,3%
PER Implícito (4)	19,6x	18,6x	17,8x

S&P 500			
	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	1,90%	2,15%	2,40%
2.- Inc. BPA 2022e	14,2%	8,7%	3,3%
Precio Objetivo (1)	5.686	5.078	4.542
Precio Objetivo Anterior (2)		4.810	
Cotización 22/09/2021		4.395	
Potencial (%)	29,4%	15,5%	3,3%
PER Implícito (4)	24,6x	23,1x	21,7x

NIKKEI			
	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	-0,05%	0,10%	0,25%
2.- Inc. BPA 2022e	11,0%	5,7%	0,5%
Precio Objetivo (1)	36.712	33.926	31.300
Precio Objetivo Anterior (2)		33.102	
Cotización 22/09/2021		29.639	
Potencial (%)	23,9%	14,5%	5,6%
PER Implícito (4)	19,8x	19,2x	18,6x

(1) Cálculos con cierre 22 septiembre de 2021. Precio objetivo a dic-2022. Calculado según método PER Objetivo.

(2) Cálculos a 18 de junio de 2021.

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

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

Estrategia de Inversión 4T 2021

TABLA 3.10: 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	12,0%
PER (x)	20,1x	14,5x	19,1x	22,4x	16,3x	15,1x	13,8x	13,4x	n/r	15,4x	13,8x
EUROSTOXX-50											
Var. BPA	-6,4%	-9,2%	13,0%	-8,7%	14,1%	28,3%	-9,4%	15,8%	-46,9%	101,0%	8,4%
PER (x)	14,9x	19,0x	18,9x	22,7x	17,4x	15,7x	16,8x	14,8x	26,5x	16,9x	15,6x
S&P 500											
Var. BPA	3,8%	6,0%	4,8%	-3,4%	0,4%	12,9%	22,5%	0,9%	-19,0%	64,2%	8,7%
PER (x)	13,6x	15,3x	17,2x	19,0x	19,2x	19,9x	18,2x	19,2x	26,1x	21,7x	20,0x
NIKKEI											
Var. BPA	30,6%	47,4%	19,7%	2,1%	-5,2%	60,5%	-0,6%	-16,5%	-22,7%	91,0%	5,7%
PER (x)	18,3x	18,5x	17,6x	21,4x	19,9x	14,8x	16,4x	19,1x	25,9x	17,7x	16,8x

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

(2) BPA Ibex y EuroStoxx ajustado por extraordinarios

TABLA 3.11: Detalle de los beneficios estimados

Ibex -35	BPA estimado	Var.(%)	Var.% anterior (1)	EuroStoxx-50	BPA estimado	Var.(%)	Var.% anterior (1)
BPA'23e	728 €	13,0%	1,7%	BPA'23e	293 €	8,8%	8,6%
BPA'22e	644 €	12,0%	4,1%	BPA'22e	270 €	8,4%	9,4%
BPA'21e	575 €	n/r	19,7%	BPA'21e	249 €	101,0%	13,1%
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	241 \$	9,8%	3,8%	BPA'23e	1.849 JPY	4,5%	2,8%
BPA'22e	220 \$	8,7%	4,5%	BPA'22e	1.769 JPY	5,7%	9,5%
BPA'21e	202 \$	64,2%	7,3%	BPA'21e	1.673 JPY	91,0%	14,6%
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 junio 2021

(2) BPA de Ibex y Eurostoxx ajustado por extraordinarios

Serie histórica ajustada según modificaciones realizadas por Bloomberg

Datos a 22/09/2021

Estrategia de Inversión 4T 2021

4. Estrategia en Bonos: No es un drama, pero los bancos centrales planifican reducir las compras de bonos y empieza la subida de TIREs.

*Las valoraciones están ajustadas en todo el espectro de inversión (soberanos, titulizaciones, crédito, CLO's...) así que **apenas hay margen de error**. El entorno para los bonos es desafiante, pero hay demasiada **liquidez** y la volatilidad es baja, por eso el riesgo de ver movimientos bruscos en TIR es reducido. Los **bancos centrales** planean reducir las **compras de bonos/tapering** porque la economía crece a un ritmo fuerte, la situación sanitaria cambia a mejor y el mercado laboral avanza en la buena dirección. Los tipos a corto plazo no deberían cambiar demasiado porque queda mucho tiempo para ver subidas de tipos ¿2023 en EEUU y 2024 en la UEM? En un ciclo expansivo como el actual es normal ver un repunte de TIREs en los tramos largos (¿20/30 pb en el 10A?) así que lo mejor es **evitar riesgo de duración** y centrarse en bonos corporativos como hasta ahora.*

Visión de Mercado: Los mínimos de TIR (máximos en precio) en los bonos soberanos han quedado atrás y nuestro razonamiento es el siguiente: (i) Los **bancos centrales** planean reducir las compras de bonos/*tapering* porque la economía crece a un ritmo fuerte, la situación sanitaria cambia a mejor y el mercado laboral avanza en la buena dirección.

Los mínimos de TIR (máximos en precio) en los bonos soberanos han quedado atrás.

Las estimaciones de la OCDE realizadas en septiembre reflejan un crecimiento para el PIB Global de +5,7% en 2021 y +4,5% en 2022 (vs -3,4% en 2020) y (ii) la **Inflación**, supera el objetivo "flexible" de los bancos centrales (+5,3% en EEUU; +3,0% en la UEM...) y pesaría como una losa sobre las **valoraciones** de no ser por la expansión monetaria.

La TIR actual es demasiado baja con tipos reales negativos en prácticamente todos los tramos de la curva

Los bancos centrales consideran que el repunte del IPC es transitorio - efecto base, energía y cuellos de botella -, pero la rentabilidad/TIR actual de los bonos soberanos es demasiado baja porque: (i) las **perspectivas** de Inflación a largo alcanzan niveles históricamente altos (+2,4% en EEUU; +1,8% en la UEM...) y (ii) los **tipos de interés reales** se sitúan en negativo en prácticamente todos los tramos de la curva.

La subida de TIREs es generalizada, pero más pronunciada en Emergentes y en economías con bancos centrales hawkish/duros

La evolución del mercado en 2021/YTD, refleja un **cambio de tendencia** al alza en la TIR de los bonos a largo plazo. La TIR del 10A americano alcanza 1,52% (+60,0 pb en 2021/YTD) y el Bund alemán -0,20% (+37,0% YTD). El movimiento es más pronunciado en los **Emergentes** (+420 pb en Brasil, +413 pb Turquía, +284 pb Perú...) y en las economías con un banco central *hawkish*/duro (Nueva Zelanda y Reino Unido).

Japón y China son dos excepciones, aunque por razones distintas. El BoJ aboga por el control de la curva de tipos (tipo de referencia en -0,10% y TIR a 10A en torno a 0,0%) y su balance alcanza el 132,8% del PIB (vs 37,5% en EEUU vs 69,2% en la UEM). La TIR del 10A chino baja hasta 2,8% (-26 pb) porque el Déficit Fiscal parece manejable (-5,8%/PIB en 2020 vs -11,3% en el G-10) y la política monetaria del PBOC no es tan laxa (tipos reales positivos vs negativos en EEUU y la UEM).

Los tipos a corto plazo no deberían cambiar demasiado, pero en un ciclo expansivo como el actual es habitual ver repuntes de TIR en los tramos largos.

¿Qué viene ahora? Estabilidad en los tipos a corto/medio plazo (<2A) y un **repunte gradual de TIREs** en los tramos largos de la curva (¿20/30 pb en el 10A?). Los tipos a corto plazo no deberían cambiar demasiado porque queda mucho tiempo para ver subidas de tipos ¿2023 en EEUU y 2024 en la UEM? El repunte estimado en la TIR del 10A es habitual en un ciclo expansivo como el actual y viene acompañado por la estrategia de salida (reducción de compras) de los bancos centrales. De hecho, la TIR actual del 10A se aleja notablemente de los niveles pre-CV19 (1,9% a finales de 2019).

Apenas hay margen de error porque las valoraciones están ajustadas, aunque hay demasiada liquidez

Estrategia: Las valoraciones están ajustadas en todo el espectro de inversión (soberanos, titulizaciones, crédito, CLO's...) así que **apenas hay margen de error**.

Estrategia de Inversión 4T 2021

El entorno para los bonos es desafiante, pero hay demasiada **liquidez** y la volatilidad es baja, por eso el riesgo de ver movimientos bruscos en TIR es reducido. En este entorno, lo mejor es **evitar riesgo de duración** y centrarse en bonos corporativos como hasta ahora.

Los **bonos corporativos/crédito** continúan siendo nuestro activo favorito en renta fija porque los **fundamentales** son sólidos, aunque apenas hay margen de subida en precio:

(1) la gestión del balance realizado por las principales empresas durante la pandemia funciona (liquidez elevada, costes de financiación bajos y EBITDA al alza), (2) las **métricas de riesgo** evolucionan positivamente (cash Flow, cobertura de intereses...) y las perspectivas de beneficios son buenas y (3) la TIR es atractiva en términos relativos (vs bonos soberanos) en un entorno marcado por el exceso de liquidez y la **búsqueda de rentabilidad/TIR positiva**.

Lo mejor es evitar riesgo de duración y centrarse en corporativos, como hasta ahora

Estrategia de Inversión 4T 2021

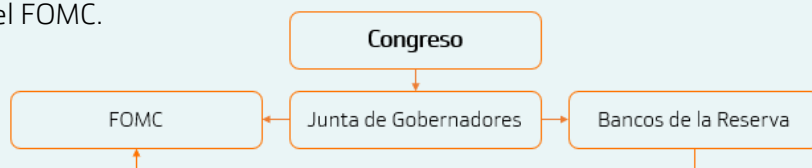
5.- Temática Trimestral

Un paseo por la Reserva Federal (Fed)

La atención se centra en los Bancos Centrales. Planifican su estrategia de retirada de estímulos tras el avance de la vacunación y la reactivación económica. Pero ¿Quién toma estas decisiones? El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), formado por la Junta de Gobernadores y los presidentes de los Bancos de la Reserva. Sin embargo, no todos tienen derecho a voto. ¿Cómo funciona? ¿Quién vota? Es importante entender el funcionamiento, más aún de cara al 2022, año en el que está en juego la reelección de Jerome Powell? y en el que adquieren derecho de voto en términos de política monetaria algunos de los miembros más hawkish de la Fed.

Los Bancos Centrales marcan el rumbo de la economía.

La Reserva Federal fue creada en 1913 para dar estabilidad al sistema financiero estadounidense. Entre sus funciones, destaca el establecimiento de la Política Monetaria. A diferencia del BCE, que sostiene un único mandato – estabilidad de precios –, la Reserva Federal lleva a cabo un **mandato dual** desde 1977. Los principales objetivos son: (i) **la estabilidad de precios** (inflación al ~2%) y (ii) **máximo empleo**. En el contexto actual, los Bancos Centrales ganan protagonismo. Desde el comienzo de la pandemia, la Fed ha dado soporte al mercado mediante dos bajadas de tipos de interés (desde 1,75/1,5% a 0,25/0,0%) y compras de bonos (120.000M\$/mes), favoreciendo las condiciones de financiación. Tras el avance de la vacunación y la reactivación de la economía global, los Bancos Centrales planifican su retirada de estímulos. Pero **¿Quiénes son los responsables de las decisiones de política monetaria?** Estas decisiones se toman en el **Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC)** formado por la Junta de Gobernadores y los 12 presidentes de los Bancos de la Reserva. Sin embargo, no todos tienen derecho de voto. Por tanto, es conveniente conocer cómo funcionan estas dos entidades para entender el funcionamiento del FOMC.

**La Junta de Gobernadores: El núcleo de la Fed.**

Está formada por **7 miembros elegidos por el presidente de los EE.UU.** y ratificados por el Senado. Sin embargo, para evitar cambios bruscos en función del partido político que gobierne, los **mandatos se extienden a 14 años** -máximo permitido- y son **reemplazados de forma escalonada cada 2 años**. En caso de renuncia previa a la finalización del mandato, su sucesor lo completa y puede ser reelegido hasta completar el periodo de 14 años. Como requisitos adicionales, los gobernadores deben ser de **distintos distritos** (ver Bancos de la Reserva) y al menos uno de ellos debe tener **experiencia en Banca Comunitaria** (menos de 10.000M\$ en activos), como es el caso de Michelle Bowman. Los principales objetivos de la Junta son: (i) participar en el FOMC, (ii) guiar las acciones de política monetaria y realizar proyecciones macroeconómicas, (iii) regular el sistema bancario y supervisar a los 12 bancos de la reserva y (iv) promover la protección de los consumidores. La cabeza visible es el **Presidente**, elegido por el Presidente de los EE.UU. – siempre con la aprobación del senado – cada **cuatro años**. El actual mandato, correspondiente a **Jerome Powell**, finalizará en **febrero de 2022**. En el segundo escalón, se encuentra el Vicepresidente (actúa en ausencia del presidente) y el Vicepresidente de Supervisión y Regulación. En la actualidad, la junta está formada por 6 gobernadores, debido a la excedencia de J. Yellen cuyo mandato expira el 31 de enero de 2024.

Rotación de miembros de la Junta de Gobernadores

Expiración del mandato	
Jerome Powell (R) Presidente	Presidente: Febrero 2022 Miembro: 31 enero 2028
Richard Clarida (R) Vicepresidente	31 enero 2022
Randal Quarles (R) Vicepresidente de supervisión	Supervisión: 13 Oct. 2021 Miembro: 31 enero 2032
Michelle Bowman (R)	31 enero 2034
Lael Brainard (D)	31 enero 2026
Christopher Waller (R)	31 enero 2030
Vacante	31 enero 2024

Fuentes: Federal Reserve y Análisis Bankinter.

Estrategia de Inversión 4T 2021

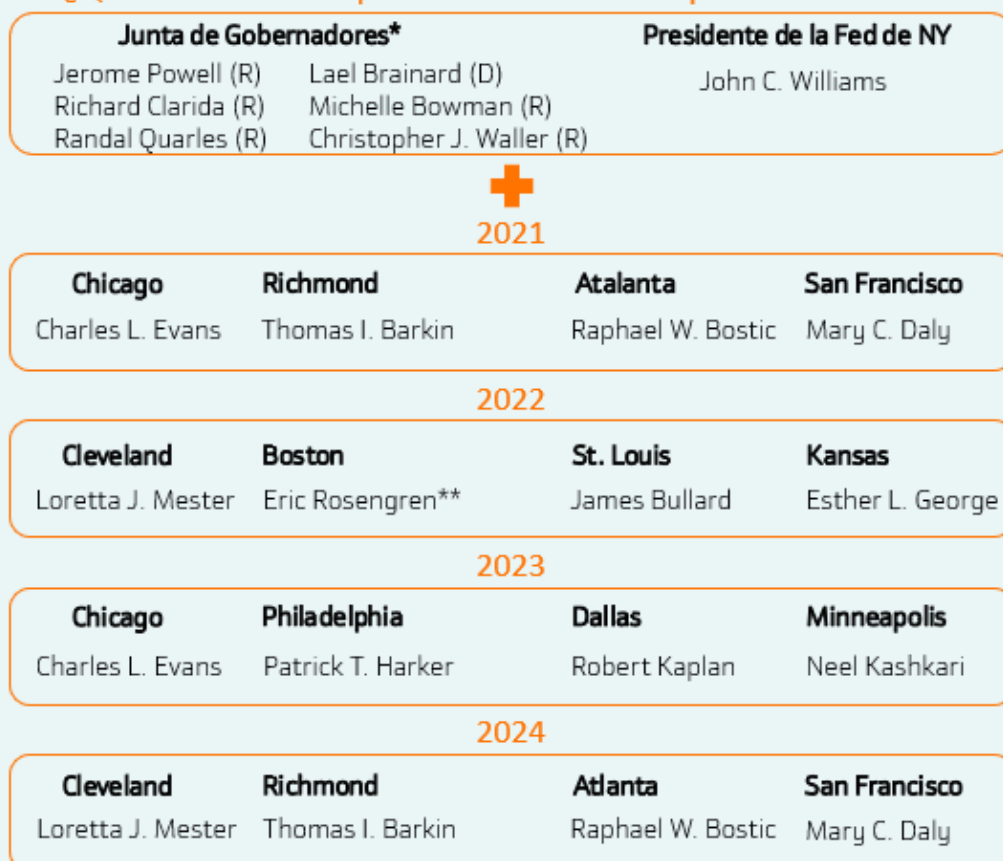
Bancos de la Reserva Federal

La estructura de la Fed se compone de **12 bancos** correspondientes a cada Distrito (Boston, Nueva York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas y San Francisco). La mayoría de estos distritos se concentran en la Costa Este debido a factores demográficos en el año de su creación (1913). Los Bancos de la Reserva **operan de manera independiente, aunque bajo la supervisión de la Junta de Gobernadores**. El Consejo de cada banco está formado por 9 miembros: tres de ellos, entre los que se encuentra el Presidente, son elegidos por la Junta y el resto por los bancos comerciales miembros. Entre sus **funciones** destacan: (i) **recopilar información a nivel local** de cara al FOMC, (ii) **supervisar y examinar a los bancos comerciales** del distrito, (iii) actuar como **prestamista** de entidades financieras para asegurar la liquidez de estas, (iv) **proveer servicios financieros** clave (distribución de la moneda, cámara de compensación, banco del Tesoro americano...) y (v) **examinar entidades financieras** de cara a cumplir las leyes federales de protección al consumidor.

Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC)

Tal y como adelantábamos, el FOMC **es el responsable de tomar las decisiones sobre Política Monetaria**. Sus decisiones están enfocadas en cumplir el **mandato dual** – precios y empleo – impuesto por el Congreso. Entre las **herramientas** que disponen para alcanzar dichos objetivos se encuentran: **tipos de interés** – actualmente en 0,0/0,25% -, **forward guidance** – orientación futura de su política monetaria – y **compra/venta de activos** – ajustar el balance de la Fed para asegurar las condiciones de financiación; actualmente las compras de bonos se sitúan en 120.000M\$/mes -.

¿Quién forma parte de este Comité? La junta de Gobernadores y los presidentes de los doce Bancos de la Reserva. Sin embargo, **solo votan en las decisiones de política monetaria doce miembros de un total de 19**. De los cuales, 8 son permanentes y 4 son rotatorios. De manera que siempre forman parte del Comité los miembros de la Junta de Gobernadores y el Presidente de la Fed de Nueva York. Mientras que el resto de los presidentes de los Bancos de la Reserva se van rotando. La peculiaridad reside en que los Distritos de Cleveland y Chicago rotan anualmente.

¿Quién votará en las próximas decisiones de política monetaria?

Fuentes: Federal Reserve y Análisis Bankinter.

*Actualmente 6 miembros en la Junta (Vacante el puesto de J. Yellen).

**Se retira el 30 de septiembre. Sustituto temporal C. Montgomery.

Estrategia de Inversión 4T 2021

El diagrama de puntos: Una visión general

Por tanto, es importante aclarar que el diagrama de puntos que presenta la Fed de manera trimestral **proporciona una referencia orientativa** – no compromete – sobre el posicionamiento de todos los miembros del Comité. No se especifica cómo está posicionado cada miembro. Por esto mismo, es importante identificar a los miembros que disponen de voto y las próximas rotaciones para obtener una orientación sobre el tono – *hawkish/dovish* – que mantienen en sus discursos y sus expectativas con relación a la política monetaria. [Link al último diagrama de puntos publicado \(ver pág. 4\).](#)

Las claves: ¿Nuevo presidente? ¿Postura de los miembros con derecho a voto en 2022?

1. ¿Reelección de Powell, Brainard o sorpresa?

Como hemos tratado anteriormente, el mandato de Powell como presidente de la Junta de Gobernadores finaliza en febrero de 2022. Por tanto, **Joe Biden** deberá postular a su candidato para la posterior aprobación del Senado. Entre las posibilidades que se manejan estaría la reelección de Powell, el ascenso de Brainard o una improbable sorpresa. **Powell está bien posicionado (80% probabilidad)** avalado por su **track record** durante la **pandemia** y a su enfoque prioritario, el **pleno empleo**. Durante estos meses, ha quedado demostrado que la Fed está más comprometida con la creación de oportunidades laborales de manera amplia para toda la sociedad americana que por el incremento sustancial de la inflación, que consideran transitorio. Esta visión es comúnmente aceptada por el partido demócrata. Además, hay más **factores que añaden probabilidad a su reelección**: (i) dispone de **credibilidad a ambos lados del Senado**. Propuesto como gobernador por Obama (demócrata) con una aceptación de 81/100 senadores y elegido presidente por Trump (republicano), (ii) **J. Yellen**, influyente en la decisión que tome Biden, apoya la candidatura de Powell, (iii) refrendar la **independencia política de la Fed**. Tradicionalmente, se produce una reelección del presidente independientemente del partido. Algunos ejemplos son: Ronald Reagan/Paul Volcker, Bill Clinton/Alan Greenspan y Bernanke/Obama. Solo un **obstáculo** puede oponerse en su camino y no es nada menos que el **cambio climático**. Powell no da toda la importancia que ciertos sectores de la población exigen para este asunto y para la regulación de las financieras – ligadas también al cambio climático al financiar proyectos fósiles -. En este sentido, se posiciona como candidata alternativa **Lael Brainard (20% probabilidad)** de manera que Biden repondría a una mujer como presidenta de la Fed. Es gobernadora desde 2014 con una aceptación de 61/100 senadores, incluyendo 11 republicanos. Sin embargo, hay otra carta encima de la mesa: la Vicepresidencia de Supervisión y Regulación. Por tanto, la **reelección de Powell** y el nombramiento de **Brainard** (en contra de la relajación de las regulaciones para financieras y comprometida con el cambio climático) como **Vicepresidenta de Supervisión y Regulación** tendría sentido. Este escenario daría continuidad a la política monetaria de la Fed.

2. Derechos de voto sobre Política Monetaria en 2022. ¿Más *hawkish*?

Otro de los cambios que nos traerá el 2022 es la rotación de miembros con derecho a voto en el FOMC. En un contexto de planificación de retirada de estímulos es interesante ver la postura que mantienen los presidentes de los Bancos de la Reserva que adquieren el derecho. Como hemos visto en el gráfico anterior, formarán parte de la votación Bullard (St. Louis), George (Kansas), Mester (Cleveland) y el futuro presidente de la Fed de Boston (Rosengren, actual presidente, se retira el 30 de septiembre). **¿Qué balance nos deja esta rotación?** De cara a final de año, prevalece la opinión de los actuales miembros. Bostic era el más *hawkish* entre estos, aunque su mensaje se suavizó tras los datos de empleo de agosto. Tanto Evans como Barkin y Daly coinciden en empezar la retirada de estímulos este año si el empleo lo permite – tono más suave -. **Sin embargo, a partir de enero entran a formar parte algunos de los miembros más *hawkish***. Entre ellos destacan: Bullard, George y Mester. Aluden en repetidas ocasiones a la necesidad de comenzar la retirada de estímulos “más pronto que tarde”, incluso después del flojo dato de empleo de agosto. Por tanto, este tono se extrapola a los tipos de interés. Como referencia, Bullard afirma que la Fed podría alcanzar las condiciones para subir tipos en verano de 2022 y Mester sitúa las subidas de tipos a finales de 2022. En su misma línea se encuentra Rosengren, quien se retirará el 30 de septiembre, de manera que será su sustituto quien obtenga el derecho de voto. La única forma de suavizar la rotación pasaría por que el nuevo presidente de la Fed de Boston no siguiera la misma línea que su predecesor. Por tanto, **la balanza se decanta claramente hacia un tono más *hawkish/agresivo***.

Estrategia de Inversión 4T 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	Pesimista	2021e Central	Optimista Optimista	Pesimista	2022e Central	Optimista Optimista	Pesimista	2023e Central	Optimista Optimista
PIB (a/a)	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,4	6,0	6,4	4,6	6,0	7,2	1,4	2,0	2,6
Consumo Privado	3,0	1,7	1,0	-12,0	6,9	7,2	7,3	4,1	4,6	5,1	1,4	1,9	2,4
Gasto Público	1,0	2,3	2,0	3,3	2,8	2,9	3,1	-0,3	0,3	0,8	-0,2	0,3	0,8
Formación Bruta Capital Fijo	6,8	6,3	4,6	-9,6	4,6	6,2	7,0	8,7	12,5	15,6	3,6	4,5	4,8
Demanda interna (aportación)	3,1	2,9	1,6	-8,6	5,3	5,8	6,1	4,0	5,2	6,2	1,6	2,0	2,6
Sector Exterior (aportación)	-0,2	-0,6	0,5	-2,2	0,3	0,2	0,4	0,6	0,8	0,9	-0,1	0,0	0,0
Déficit Público/PIB	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-10,5	-9,0	-7,5	-7,0	-5,5	-4,0	-5,0	-4,0	-3,0
Deuda/PIB	98,6	97,6	95,5	119,9	121,5	121,2	115,8	122,1	118,9	111,5	124,3	119,5	111,1
Tasa de paro (EPA)	16,5	14,4	13,8	16,1	16,7	15,9	16,0	16,3	14,6	13,9	16,3	14,4	13,2
IPC	1,1	1,2	0,8	-0,5	2,9	3,1	3,3	1,4	1,6	1,8	1,0	1,2	1,4

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

Estrategia de Inversión 4T 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	Optimista
PIB (YoY)	-7,6	4,3	4,5	4,8	4,4	4,7	5,1	1,7	2,5
Consumo Privado	-5,90	4,3	4,4	4,5	3,5	3,6	3,7	0,7	1,2
Consumo Público	0,50	2,1	2,1	2,5	0,0	0,0	0,7	0,7	0,8
Inversión	-4,90	4,0	4,4	4,6	0,5	1,1	1,5	3,4	3,7
Exportaciones	-18,70	9,0	9,1	9,2	9,9	10,0	10,3	2,8	3,9
Importaciones	-12,10	7,6	7,4	7,4	4,7	4,5	4,5	1,8	1,8
Déficit Público / PIB	-7,3	-5,6	-5,1	-4,9	-3,5	-3,0	-2,6	-2,8	-2,5
Deuda Pública / PIB	133,0	131,0	130,3	129,8	126,7	125,3	124,0	125,1	123,4
Tasa de Paro	7,1	7,1	6,9	6,7	7,0	6,8	6,6	6,8	6,6
IPC	-0,1	2,0	2,1	2,2	1,7	1,9	2,0	1,7	1,8
PIB / PIB 2019	92,4	96,4	96,6	96,8	100,7	101,1	101,7	102,3	104,2

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

Estrategia de Inversión 4T 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



Carteras Modelo Inversión Sostenible



TOP Selección Fondos

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

1. Resumen de Carteras Modelo de Fondos

La presente informe de Carteras Modelo de Fondos de Inversión Sostenible, que incluye los datos de las Carteras Modelo de Fondos de Inversión Sostenible, se actualiza cada trimestre.

2. Carteras Modelo de Fondos de Inversión Sostenible

Las Carteras Modelo de Fondos de Inversión Sostenible se componen de:

- Equities: 70%
- Bonds: 20%
- Alternatives: 10%
- Cash: 0%

3. Top Selección Fondos

Los fondos seleccionados para la Cartera Modelo de Fondos de Inversión Sostenible son:

Fondo	Clase de Activos	Porcentaje
Fondo de Inversión Global	Equities	70%
Fondo de Inversión Global	Bonds	20%
Fondo de Inversión Global	Alternatives	10%

Carteras Popcoin

popcoin

Una idea Bankinter

Selección Estabilidad

ANÁLISIS Y MERCADOS
Carteras de Fondos: Selección Estabilidad
22 de septiembre de 2021

1. Resumen de Carteras Modelo de Fondos

La presente informe de Carteras Modelo de Fondos de Inversión Sostenible, que incluye los datos de las Carteras Modelo de Fondos de Inversión Sostenible, se actualiza cada trimestre.

2. Carteras Modelo de Fondos de Inversión Sostenible

Las Carteras Modelo de Fondos de Inversión Sostenible se componen de:

- Equities: 70%
- Bonds: 20%
- Alternatives: 10%
- Cash: 0%

3. Top Selección Fondos

Los fondos seleccionados para la Cartera Modelo de Fondos de Inversión Sostenible son:

Fondo	Clase de Activos	Porcentaje
Fondo de Inversión Global	Equities	70%
Fondo de Inversión Global	Bonds	20%
Fondo de Inversión Global	Alternatives	10%

Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo de Acciones Dividendo



Estrategia de Inversión 4T 2021

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

Ratios Ibex-35

Ibex-35: Principales Cifras y Ratios

Cierres de 27-sep-21

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2020r	PER 2021e	2022e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div21e	Media 2017/20	ROE 2021e	2022e	EV/EBITDA 2021e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/20	P/V 2021e	2022e	Recomend.	P. Objetivo
Ibex-35	8.906,5	+1,7	+0,7	+10,3	601.534	Negativo	14,9 x	13,6 x	-7.741	40.438	n/r	44.365	n/r	3,1%	11,6%	13,4%	15,0%	17,2x	1,1 x	3,1 x	2,9 x	2,4 x		
Almirall	13,80	-4,0	-4,0	+26,4	2.481	26,2 x	1.409,5 x	19,9 x	74	2	-98%	125	6992%	1,4%	Negativo	0,1%	8,8%	11,4x	0,3 x	1,7 x	1,9 x	1,7 x	Comprar	16,15
ACS	23,95	+5,6	+4,8	-11,8	7.440	14,7 x	9,9 x	9,3 x	574	753	31%	800	6%	6,9%	18,5%	17,1%	17,2%	4,0x	0,4 x	2,3 x	1,7 x	1,6 x	Comprar	33,20
Acerinox	10,96	+0,4	-4,9	+21,3	2.965	49,9 x	7,5 x	7,9 x	49	397	709%	376	-5%	4,6%	5,9%	23,3%	19,2%	4,7x	0,5 x	1,4 x	1,6 x	1,4 x	Comprar	14,50
AENA	144,15	+2,7	+6,6	+1,4	21.623	Negativo	330,6 x	25,1 x	-127	65	n/r	861	n/r	0,2%	22,1%	1,1%	12,3%	30,2x	1,1 x	3,8 x	3,5 x	3,1 x	Comprar	150,80
Amadeus	57,44	+2,0	+11,1	-3,6	25.877	Negativo	190,3 x	36,5 x	-506	136	-73%	709	421%	0,0%	26,0%	3,5%	16,7%	16,9x	0,9 x	8,5 x	6,7 x	6,1 x	Comprar	62,00
Acciona	144,30	-0,5	+4,9	+23,7	7.916	16,8 x	24,0 x	20,7 x	380	330	-13%	382	16%	2,8%	9,3%	8,2%	9,1%	9,4x	1,2 x	1,4 x	2,0 x	1,9 x	Comprar	154,00
BBVA	5,79	+9,6	+4,3	+45,3	38.587	20,6 x	10,3 x	9,3 x	1.305	3.739	187%	4.158	11%	2,8%	7,4%	9,1%	9,8%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,8 x	0,8 x	Comprar	6,35
Bankinter	5,24	+7,3	+5,5	+61,0	4.706	12,5 x	15,7 x	13,1 x	317	300	-5%	360	20%	2,9%	10,6%	6,4%	7,4%	n.a.	n.a.	0,9 x	0,9 x	0,9 x	Restringido	
CaixaBank	2,71	+8,1	+3,0	+29,1	21.860	7,8 x	5,8 x	6,9 x	1.611	3.743	132%	3.163	-15%	3,2%	7,2%	15,7%	12,9%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	3,35
Cie Automotive	22,56	+5,7	-7,3	+2,3	2.765	14,6 x	10,2 x	8,8 x	185	272	47%	313	15%	3,2%	23,9%	20,3%	19,0%	7,0x	1,5 x	2,4 x	2,1 x	1,7 x	Comprar	33,50
Cellnex	52,52	-11,0	-9,4	+15,5	35.678	Negativo	Negativo	Negativo	-132	-182	n/r	-259	n/r	0,1%	0,7%	Negativo	Negativo	24,6x	0,6 x	5,8 x	2,5 x	2,6 x	Comprar	60,01
Colonial	8,57	-3,3	-6,5	+9,4	4.622	37,4 x	41,7 x	33,9 x	109	111	2%	136	23%	2,6%	2,1%	2,0%	2,5%	33,4x	0,9 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Vender	8,56
Endesa	18,05	-1,6	-11,4	-19,3	19.105	17,0 x	10,9 x	10,8 x	1.394	1.746	25%	1.767	1%	7,2%	13,0%	22,7%	21,9%	6,8x	0,9 x	2,7 x	2,5 x	2,4 x	Neutral	23,60
Enagas	19,18	+0,4	-0,4	+6,8	5.025	10,6 x	13,3 x	12,1 x	444	379	-15%	414	9%	8,9%	15,7%	12,9%	14,3%	10,4x	1,4 x	1,9 x	1,7 x	1,7 x	Comprar	20,00
Ferrovial	25,72	+1,9	+4,9	+13,8	18.995	Negativo	51,0 x	82,4 x	-410	372	n/r	231	-38%	2,0%	1,3%	8,4%	5,4%	44,6x	0,7 x	2,9 x	4,3 x	4,4 x	Comprar	28,00
Fluidra	34,60	-3,8	+0,0	+65,2	6.769	42,5 x	31,3 x	26,9 x	96	217	125%	251	16%	1,6%	6,2%	14,4%	15,6%	14,5x	0,3 x	2,3 x	4,5 x	4,2 x	Comprar	42,70
Grifols	22,37	+0,4	+8,1	-6,3	26.045	23,0 x	20,3 x	39,5 x	617	1.285	108%	659	-49%	1,7%	14,4%	21,4%	10,3%	22,7x	1,4 x	4,0 x	2,5 x	2,4 x	Neutral	20,00
IAG	2,12	+6,3	+13,8	+18,4	10.535	Negativo	Negativo	13,0 x	-6.923	-2.807	n/r	813	n/r	0,0%	Negativo	Negativo	49,5%	-22,4x	6,2 x	2,4 x	12,7 x	6,4 x	Comprar	2,50
Iberdrola	9,10	-2,5	-13,3	-22,2	57.931	20,6 x	17,6 x	14,0 x	3.611	3.296	-9%	4.131	25%	4,8%	8,7%	9,2%	11,1%	9,3x	1,0 x	1,5 x	1,6 x	1,6 x	Neutral	12,30
Indra	9,30	+0,8	+1,8	+33,2	1.643	Negativo	14,4 x	11,7 x	-27	114	322%	141	24%	0,8%	17,5%	14,5%	15,6%	6,7x	1,0 x	2,3 x	2,1 x	1,8 x	Neutral	9,30
Inditex	32,02	-1,2	+10,8	+23,5	99.795	73,4 x	31,8 x	27,2 x	1.106	3.134	183%	3.672	17%	2,8%	20,1%	21,5%	24,7%	13,2x	Caja Neta	5,8 x	6,4 x	5,9 x	Comprar	34,00
Mapfre	1,89	+6,3	+3,2	+18,3	5.805	9,3 x	8,9 x	8,7 x	527	649	23%	670	3%	7,5%	6,9%	7,3%	7,4%	n.a	n.a.	0,8 x	0,7 x	0,6 x	Comprar	1,96
Meliá	6,67	+11,9	+12,7	+16,6	1.470	Negativo	Negativo	44,5 x	-596	-209	n/r	33	n/r	0,0%	9,3%	Negativo	11,0%	20,8x	1,0 x	1,8 x	5,5 x	4,9 x	Comprar	8,38
Merlin Properties	9,27	-0,8	-6,3	+23,2	4.356	25,9 x	19,1 x	16,1 x	141	228	62%	271	19%	4,2%	3,2%	3,3%	3,9%	28,2x	0,8 x	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Neutral	9,93
ArcelorMittal(3)	25,99	+5,4	-8,7	+36,4	26.843	Negativo	3,2 x	5,3 x	-733	9.768	n/r	5.947	-39%	1,0%	Negativo	23,9%	13,1%	2,3x	0,1 x	0,6 x	0,8 x	0,7 x	Comprar	33,40
Naturgy	21,74	+1,1	-0,3	+14,7	21.079	Negativo	16,6 x	14,8 x	-347	1.273	267%	1.429	12%	5,7%	11,3%	15,7%	17,2%	8,3x	1,7 x	1,9 x	2,6 x	2,5 x	Neutral	23,80
PharmaMar	76,14	-2,8	+4,3	+7,2	1.398	9,3 x	17,4 x	10,6 x	140	80	-43%	131	64%	0,9%	Negativo	46,9%	45,5%	14,7x	Caja Neta	28,3 x	8,2 x	4,8 x	Neutral	89,20
Red Eléctrica	17,23	-2,5	+2,0	+2,7	9.323	14,6 x	13,1 x	13,5 x	621	711	14%	690	-3%	5,8%	20,3%	19,7%	18,4%	9,9x	1,8 x	3,0 x	2,6 x	2,5 x	Neutral	18,00
Repsol	11,11	+8,4	+14,4	+34,6	16.963	Negativo	11,8x	9,3 x	-3.289	1.214	-63%	1.544	27%	6,4%	Negativo	5,6%	7,3%	4,8x	0,4 x	0,7 x	0,8 x	0,8 x	Comprar	11,60
Sabadell	0,71	+15,9	+17,9	+101,8	4.020	2.010,0x	16,3 x	7,3 x	2	247	n/r	554	124%	1,3%	3,7%	2,4%	5,3%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Neutral	0,70
Santander	3,17	+9,4	+1,4	+26,0	54.987	Negativo	8,0 x	7,4 x	-8.771	6.902	-21%	7.432	8%	3,9%	7,2%	10,2%	10,2%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,5 x	0,4 x	Comprar	3,85
Siemens Gamesa (4)	22,21	-0,6	-11,5	-32,9	15.128	Negativo	Negativo	Negativo	-918	-495	n/r	-118	-76%	0,0%	Negativo	Negativo	Negativo	114,3x	0,2 x	2,2 x	3,4 x	3,5 x	Vender	20,80
Solaria	14,41	-3,5	-14,3	-39,1	1.800	97,1 x	30,0 x	19,1 x	30	60	97%	94	57%	0,0%	16,4%	21,2%	25,0%	34,6x	1,8 x	5,9 x	6,4 x	4,8 x	Neutral	18,00
Telefónica	4,19	+3,5	+0,3	+29,2	23.640	11,5 x	9,6 x	10,1 x	1.582	2.474	56%	2.344	-5%	7,2%	10,5%	10,5%	9,8%	3,9x	1,7 x	1,3 x	1,0 x	1,0 x	Neutral	4,50
Viscofán	57,20	-3,1	-4,3	-1,5	2.660	21,9 x	19,8 x	19,0 x	123	134	9%	140	4%	3,1%	15,8%	16,9%	16,5%	11,1x	0,0 x	3,2 x	3,4 x	3,1 x	Comprar	73,60

Estrategia de Inversión 4T 2021

Ratios EuroStoxx-50

EuroStoxx-50: Principales Cifras y Ratios

Cierres de 27-sep-21

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2020r	PER 2021e	2022e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE				Rentab. Div21e	Media 2017/20	ROE 2021e	2022e	EV/EBITDA 2021e	DFN/FFPP (Último)	Media 2017/20	PVC 2021e	2022e		
EuroStoxx-50	4.097,3	-0,0	-2,4	+15,3	3.918.378	41,0 x	18,9 x	16,3 x	95.671	207.866	117%	240.246	16%	3,1%	12,3%	13,2%	14,3%		0,8 x	3,3 x	3,9 x	3,4 x	
Adidas	270,65	-3,9	-9,6	-9,1	54.243	81,3 x	32,3 x	27,2 x	734	1.677	128%	1.992	19%	1,5%	21,3%	22,5%	22,7%	15,99	0,1 x	7,0 x	6,8 x	6,0 x	Neutral
Ahold Delhaize	28,36	-0,6	-0,8	+22,7	29.652	18,2 x	15,3 x	14,3 x	1.397	1.937	39%	2.072	7%	3,8%	12,2%	15,9%	15,9%	2,46	0,8 x	1,7 x	2,5 x	2,3 x	Vender
Air Liquide	140,56	-2,8	-7,4	+4,7	66.594	26,1 x	26,2 x	24,1 x	2.435	2.543	4%	2.769	9%	2,1%	12,3%	12,5%	12,7%	12,86	0,6 x	2,9 x	3,3 x	3,0 x	Comprar
Airbus	115,02	+1,5	-0,6	+28,1	90.408	Negativo	39,7 x	24,6 x	-1.133	2.278	n/r	3.676	61%	1,1%	3,3%	26,1%	32,1%	14,24	Caja Neta	10,2 x	10,3 x	7,9 x	Neutral
Allianz	195,84	+4,4	-1,6	-2,4	80.743	12,2 x	9,9 x	9,7 x	6.807	8.190	20%	8.288	1%	5,2%	10,6%	10,2%	10,3%	n.a.	n.a	1,2 x	1,0 x	1,0 x	Neutral
AB InBev	51,41	+4,2	-1,1	-9,8	103.809	30,2 x	17,0 x	14,5 x	3.807	6.121	61%	7.183	17%	1,9%	8,9%	8,2%	9,0%	4,15	1,2 x	1,9 x	1,4 x	1,3 x	Vender
Adyen	2.510,50	-6,8	-8,2	+31,8	76.456	221,2 x	165,8 x	113,4 x	261	461	77%	674	46%	0,0%	25,7%	27,5%	30,8%	128,15	Caja Neta	32,3 x	45,5 x	32,4 x	Neutral
ASML	677,30	-7,4	-3,9	+70,4	279.948	46,9 x	60,3 x	48,4 x	3.554	4.639	31%	5.787	25%	0,5%	22,1%	29,0%	30,3%	Negativo	Caja Neta	7,9 x	17,8 x	14,9 x	Comprar
AXA	23,70	+4,8	-0,3	+21,5	57.340	14,0 x	8,8 x	8,7 x	3.385	6.491	92%	6.587	1%	6,2%	5,6%	8,6%	8,6%	n.a.	n.a.	0,8 x	0,8 x	0,7 x	Comprar
B. Santander	3,17	+9,4	+1,4	+26,0	54.987	Negativo	8,0 x	7,4 x	-8.771	6.902	n/r	7.432	8%	3,9%	2,0%	10,2%	10,2%	n.a.	n.a	0,7 x	0,7 x	0,6 x	Comprar
Basf	65,28	+4,6	-0,4	+0,9	59.958	55,8 x	16,9 x	14,6 x	1.065	3.542	233%	4.098	16%	2,3%	12,8%	9,5%	11,2%	8,40	0,5 x	1,8 x	1,6 x	1,6 x	Neutral
Bayer	47,57	+3,8	+0,9	-1,2	46.729	Negativo	26,8 x	8,9 x	-10.495	1.745	n/r	5.234	200%	4,2%	Negativo	5,8%	15,6%	5,60	1,1 x	1,6 x	1,5 x	1,4 x	Neutral
BBVA	5,79	+9,6	+4,4	+45,4	38.600	20,6 x	11,7 x	10,0 x	1.305	3.309	154%	3.862	17%	2,8%	7,4%	8,0%	9,1%	n.a.	n.a	0,7 x	0,8 x	0,8 x	Comprar
BMW	83,90	+6,3	+4,4	+16,2	54.295	12,3 x	6,0 x	6,5 x	3.775	9.115	141%	8.308	-9%	5,5%	10,4%	13,5%	11,4%	1,72	Caja Neta	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Comprar
BNP Paribas	54,85	+6,8	+2,1	+27,2	68.551	7,6 x	9,6 x	8,6 x	7.067	7.150	1%	7.950	11%	5,5%	7,9%	7,7%	8,4%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,6 x	0,6 x	Comprar
CRH	41,63	-0,3	-7,6	+22,4	32.334	27,1 x	18,2 x	16,6 x	984	1.775	80%	1.953	10%	2,3%	10,0%	10,1%	10,6%	0,98	0,4x	1,6 x	1,9 x	1,8 x	Comprar
Daimler	77,22	+11,4	+8,1	+33,6	82.613	17,0 x	7,3 x	7,0 x	3.627	11.301	212%	11.752	4%	5,5%	9,1%	14,4%	15,4%	-1,38	Caja Neta	1,0 x	1,2 x	1,1 x	Comprar
Danone	58,74	-1,3	-5,1	+9,3	40.392	18,9 x	25,3 x	19,1 x	1.956	1.594	-19%	2.118	33%	3,3%	13,9%	10,0%	12,6%	2,99	0,7 x	2,6 x	2,3 x	2,2 x	Comprar
Deutsche Post	55,01	-5,6	-7,7	+35,8	68.161	16,8 x	16,6 x	16,4 x	2.979	4.101	38%	4.156	1%	2,6%	19,5%	27,0%	22,3%	7,52	0,7 x	3,1 x	4,4 x	3,6 x	Comprar
Deutsche Boerse	140,35	-3,0	-3,9	+0,8	26.667	22,3 x	21,9 x	20,1 x	1.188	1.217	2%	1.325	9%	2,4%	17,9%	17,7%	18,7%	0,66	0,2 x	4,0 x	3,7 x	3,6 x	Neutral
Deutsche Telekom	17,46	+1,4	-3,0	+16,8	83.145	12,8 x	17,0 x	14,0 x	5.555	4.900	-12%	5.938	21%	3,6%	9,6%	6,5%	7,8%	5,50	2,7 x	1,4 x	1,0 x	1,1 x	Comprar
Enel	6,89	-0,2	-10,8	-16,8	69.998	16,2 x	12,7 x	11,7 x	5.197	5.495	6%	5.995	9%	5,5%	12,2%	18,8%	19,3%	6,42	1,6 x	2,1 x	2,4 x	2,3 x	Comprar
ENI	11,36	+7,1	+8,7	+32,9	40.974	Negativo	26,0 x	16,5 x	-8.556	1.574	-82%	2.485	58%	3,5%	-1,9%	4,2%	6,5%	6,09	5,5 x	1,0 x	1,1 x	1,1 x	Neutral
EssilorLuxottica	166,18	-3,3	-0,0	+30,3	73.413	208,8 x	40,2 x	35,4 x	268	1.827	582%	2.074	14%	1,2%	6,6%	5,2%	5,6%	18,37	0,1 x	3,6 x	1,9 x	2,0 x	Neutral
Flutter Entertainment	176,25	-0,5	+7,0	+5,6	30.911	770,9 x	129,0 x	55,9 x	38	240	532%	553	131%	1,0%	3,5%	2,1%	4,8%	26,83	0,2 x	2,0 x	2,8 x	2,7 x	Neutral
Iberdrola	9,10	-2,5	-13,3	-22,2	57.944	20,6 x	15,6 x	13,6 x	3.611	3.718	3%	4.274	15%	4,8%	8,8%	10,2%	11,3%	9,30	1,0 x	1,5 x	1,6 x	1,5 x	Comprar
Inditex	32,02	-1,2	+10,8	+23,5	99.795	73,4 x	31,2 x	26,4 x	1.106	3.199	189%	3.779	18%	2,8%	19,8%	21,9%	25,5%	13,17	Caja Neta	5,9 x	6,4 x	5,9 x	Comprar
Infineon	35,98	-1,1	-0,2	+14,6	46.987	111,4 x	46,2 x	33,1 x	368	1.017	176%	1.418	39%	0,8%	12,1%	11,9%	14,0%	16,16	0,5 x	3,8 x	4,3 x	3,9 x	Comprar
ING	12,41	+10,0	+6,1	+62,4	48.449	12,0 x	10,4 x	10,3 x	2.485	4.641	87%	4.701	1%	5,2%	8,2%	8,4%	8,3%	n.a.	n.a	0,8 x	0,9 x	0,8 x	Comprar
Intesa	2,46	+5,9	+2,5	+29,0	47.770	11,3 x	12,9 x	10,7 x	3.277	3.700	13%	4.450	20%	6,1%	9,5%	7,5%	8,8%	n.a.	n.a	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
Kering	613,60	-2,1	-9,0	+3,2	76.711	23,9 x	22,7 x	23,5 x	3.144	3.378	7%	3.260	-3%	2,2%	21,8%	24,5%	21,5%	12,16	0,2 x	5,5 x	5,6 x	5,1 x	Comprar
Kone	60,44	-2,6	-14,0	-8,4	31.997	37,5 x	30,7 x	28,1 x	939	1.043	11%	1.138	9%	3,2%	29,5%	34,2%	35,6%	18,86	Caja Neta	8,7 x	10,2 x	9,7 x	Vender
K. Philips	39,29	-1,6	+0,6	-10,3	36.045	33,6 x	21,2 x	22,4 x	1.187	1.703	43%	1.879	10%	2,3%	10,3%	12,2%	12,6%	10,35	0,3 x	2,7 x	2,5 x	2,4 x	Neutral
L'Oreal	361,75	-5,7	-8,7	+16,4	201.738	43,4 x	43,8 x	40,7 x	4.009	4.601	15%	4.953	8%	1,3%	15,0%	13,8%	14,9%	24,98	Caja Neta	4,7 x	6,1 x	6,1 x	Neutral
Linde(3)	260,00	-0,1	-2,7	+22,1	133.929	35,8 x	32,5 x	29,7 x	4.371	4.814	10%	5.278	10%	1,4%	5,6%	9,6%	10,3%	15,52	0,3 x	2,3 x	3,3 x	3,3 x	Comprar
LVMH	624,60	-1,8	-0,4	+22,3	315.271	54,8 x	41,3 x	35,5 x	4.702	7.641	63%	8.871	16%	1,1%	18,1%	17,4%	18,1%	16,66	0,2 x	5,0 x	7,4 x	6,4 x	Comprar
Munich RE	240,00	+3,1	-3,0	-1,2	33.624	28,1 x	13,4 x	13,7 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
Pernod Ricard	189,00	-1,0	+6,2	+20,5	49.495	124,8 x	35,5 x	30,2 x	329	1.393	323%	1.640	18%	1,5%	8,3%	9,4%	10,7%	22,04	0,6 x	2,6 x	3,3 x	3,2 x	Neutral
Prosus	69,44	+1,7	-7,3	-21,4	144.056	27,9 x	22,7 x	17,4 x	5.157	6.335	23%	8.299	31%	0,1%	26,9%	16,0%	17,5%	2.712,61	Caja Neta	3,9 x	2,8 x	2,4 x	Comprar
Safran	111,16	+1,9	+4,6	-4,1	47.492	58,7 x	36,4 x	24,1 x	844	1.305	55%	1.967	51%	1,1%	24,3%	9,8%	13,6%	15,74	0,3 x	4,0 x	3,6 x	3,3 x	Neutral
Sanofi	82,33	+0,1	-6,0	+4,6	104.021	8,0 x	13,6 x	11,8 x	12.314	7.636	-38%	8.805	15%	3,9%	11,5%	11,5%	12,3%	10,78	0,2 x	1,7 x	1,6 x	1,5 x	Comprar
SAP	118,48	-2,3	-7,0	+10,5	145.553	25,6 x	32,7 x	28,4 x	5.142	4.448	-13%	5.134	15%	1,5%	13,7%	12,5%	13,4%	18,63	0,2 x	4,1 x	4,0 x	3,7 x	Comprar
Schneider Electric	144,58	-2,5	-4,4	+22,2	82.271	31,6 x	27,9 x	25,1 x	2.126	2.952	39%	3.282	11%	2,1%	10,9%	13,2%	13,7%	15,41	0,2 x	2,2 x	3,2 x	3,0 x	Comprar
Siemens	144,56	-1,0	+2,6	+23,0	122.876	24,8 x	22,7 x	21,0 x	4.030	5.404	34%	5.859	8%	2,7%	12,5%	14,0%	14,3%	13,34	0,4 x	1,9 x	2,9 x	2,7 x	Neutral
Stellantis	16,98	+5,9	+0,3	+43,6	52.922	12,5 x	4,9 x	4,7 x	1.863	10.849	482%	11.314	4%	6,5%	14,6%	23,6%	20,6%	2,49	Caja Neta	0,8 x	1,0 x	0,9 x	Neutral
TotalEnergies	41,48	+8,9	+11,1	+17,5	109.512	Negativo	18,3 x	10,8 x	-7.336	5.976	n/r	10.111	69%	6,3%	8,9%	5,0%	8,2%	6,08	0,4 x	1,0 x	0,9 x	0,9 x	Comprar
Vinci	90,79	+3,0	-0,1	+11,6	54.260	40,2 x	21,1 x	15,9 x	1.242	2.574	107%	3.422	33%	2,4%	13,2%	11,8%	14,3%	9,55	1,0 x	2,6 x	2,4 x	2,2 x	Comprar
Vivendi	10,83	+3,1	+15,3	+41,2	12.005	21,7 x	8,2 x	7,5 x	1.440	1.467	2%	1.592	9%	6,6%	6,7%	8,8%	9,1%	7,08	0,4 x	0,5 x	0,8 x	0,7 x	Comprar
Volkswagen	192,86	+5,3	-4,2	+26,5	121.391	9,8 x	8,6 x	7,5 x	8.333	14.101	69%	16.195	15%	4,4%	9,4%	10,2%	10,8%	2,22	Caja Neta	0,7 x	0,7 x	0,6 x	Comprar
Vonovia	53,54	+0,1	-6,3	-10,4	30.799	25,																	

ANÁLISIS Y MERCADOS

Estrategia de Inversión 4T 2021

ANEXO IV.-

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

	% Comprar	% Neutral	% Vender
El 31.12.2020	45%	44%	11%
El 30.03.2021	51%	43%	6%
El 30.06.2021	50%	42%	8%
El 28.09.2021	55%	37%	8%