



## Mensual Bolsa Española

4 de abril de 2022

Autor:  
Diego Jimenez Albarracín  
CIO Investment Office Europe

# El Ibex a punto de esquivar los números rojos en marzo

### Lo más destacado de marzo

Las bolsas han cerrado marzo y el primer trimestre del año con caídas menos abultadas de lo que se podía pensar tras la invasión rusa de Ucrania. La mayoría de los índices ha recuperado mucho terreno en las últimas sesiones. El Ibex, por el peso de financieras y por su exposición a Latinoamérica ha sido el mejor índice europeo del mes y del trimestre. Y es que los únicos índices que se han librado de los números rojos han sido los sudamericanos que apenas tienen lazos con el Este de Europa además de ser productores de muchas materias primas que se han disparado por el conflicto ucraniano.

Al final, nuestro selectivo cerró cerca de los 8.500 puntos, con una caída del 0,4% en marzo y algo más de un 3% en el año. El buen comportamiento de bancos, renovables y empresas ligadas a las materias primas ha compensado los batacazos de Inditex que ya acumula pérdidas del 30% en el año.

La volatilidad comenzó el mes disparada por miedo a que la alta inflación acelerara las medidas restrictivas de los bancos centrales, cuando el crecimiento económico sigue sin estar a la altura de lo esperado y deseable.

### Resumen del mes

Con menos de una semana de guerra las bolsas europeas se desplomaron a comienzos de marzo. El Ibex se dejó un 9% y otros selectivos con mayor exposición al Este de Europa presentaron caídas de doble dígito. Nuestro índice llegó a caer hasta los 7.700 puntos, un nivel no visto desde la pandemia.

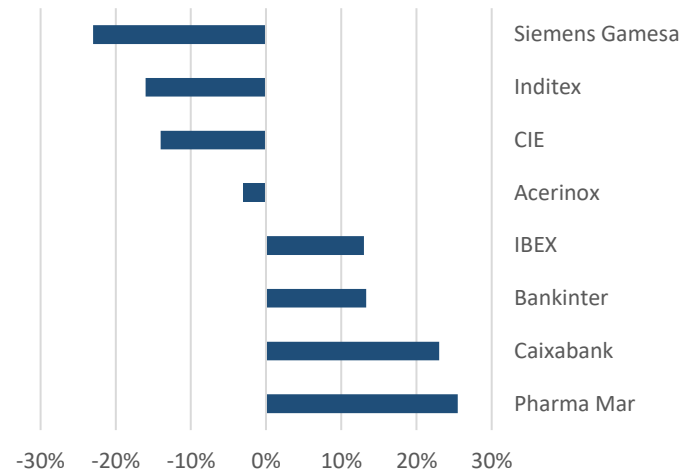
La heroica e inesperada resistencia ucraniana, junto al firme respaldo del resto del mundo, convirtieron la pretendida invasión relámpago en un serio problema de intendencia y consiguieron que Rusia perdiera la guerra de la opinión pública mundial.

Powell y la FED quedaron en un segundo plano, aunque los mercados de deuda han sido los verdaderos protagonistas del mes. Las primas de riesgo se elevaron con fuerza y la española llegó a pasar de 100 puntos por primera vez en mucho tiempo.

La segunda semana, con la volatilidad superando los 50 puntos, vivimos rebotes espectaculares después de que Zelensky apuntará a su disposición a hablar sobre Crimea y el Donbás y anunciar Rusia que las negociaciones iban por buen camino. El Ibex recuperó los 8.000 puntos.

A partir de ahí, jornadas de ida y vuelta según llegaban las noticias. Caídas de la volatilidad y mucha preocupación por la inflación, que sigue disparada, por los problemas de suministros y transporte y con la esperanza de que el BCE no se equivoque en la toma de decisiones.

### Ganadores y perdedores del mes



Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. 31 de marzo de 2022

La última semana se ha acentuado el desacoplamiento favorable a Wall Street, apoyado en datos macro claramente favorables a la economía americana tanto en consumo como en producción. El viejo continente pierde en tres frentes básicos: Desaceleración de la expansión económica, inflación y revisión a la baja de los resultados empresariales

### Visión

El mercado apuesta por posiciones más defensivas tanto en renta fija como en cash. La volatilidad permanecerá en los mercados durante todo el conflicto y el consejo sigue siendo el de extremas la cautela.

En nuestras carteras mantenemos infrapeso de la renta variable principalmente en las bolsas europeas.

Llegados a este punto cualquier desenlace en Ucrania será nocivo, afectando a geoestrategia y mercados durante cierto tiempo. Acostumbrarse a lo malo no es bueno ni acertado. El binomio riesgo/rentabilidad esperada se ha deteriorado notablemente con la guerra.

Las estimaciones de beneficios empresariales siguen siendo optimistas, aunque los costes derivados de transporte y suministro y la subida de los precios de las materias primas impactarán en las cuenta de resultados y por ende en las cotizaciones.



## Repaso a los principales valores del Ibex

### Santander

El mayor grupo bancario español cierra marzo consolidando los 3 euros gracias a unas subidas del 4%. EL buen comportamiento de los bancos con las esperanzas de que los tipos en Europa lleguen a positivo este mismo año ha sido clave para la mejora de sus expectativas.

Los analistas han mejorado su recomendación y es de los bancos europeos al que ven con mayor potencial. Goldman Sachs y Credit Suisse han mejorado su recomendación durante el mes. Además, su fuerte exposición a LatAm será clave para la recuperación. La expansión internacional de su filial de pagos para comercios y de la de crédito al consumo también han influido en su buen comportamiento. La aprobación del dividendo también ha sido buena noticia.

### Repsol

Discreto mes de la petrolera comparado con sus homólogas mundiales. Sus títulos se han revalorizado menos de un 3% y no ha conquistado los 12 euros que tenía a finales de noviembre de 2019.

La caída de los precios del crudo a finales de mes le ha hecho mucho daño como también ha impactado la rebaja de precio y recomendación de algunos analistas. Según el consenso, el potencial de la petrolera está por debajo del 20% y casas de prestigio como Goldman Sachs, BNP o Jefferies han retirado su recomendación de compra.

### Inditex

Nuevo batacazo de la gallega que pierde cerca de un 14% y acumula caídas del 30% en el año que le dejan como el peor valor del Ibex. Su salida de Rusia, el segundo mayor mercado de la firma, y las dudas sobre el consumo y la inflación han sido una losa difícil de aguantar.

Pero el mayor golpe del mes vino con la publicación de sus resultados que no solo no cumplieron con las expectativas sino que llevaron aparejadas bajadas de estimaciones para 2022. Analistas como Morgan Stanley, Deutsche Bank o Credit Suisse recomiendan vender.

El crecimiento de las ventas fue inferior a lo esperado y además se apuntó un impacto extraordinario de 400 mn.€ en el Margen Bruto por mayores descuentos, necesarios para compensar el menor tráfico en las tiendas por el rebrote de Ómicron y por gastos incrementales asociados a la campaña de Navidad. Todavía no recuperan niveles prepandemia a pesar de contar con un 5% menos de tiendas y de la subida del 14% en las ventas online. Así, el margen bruto mejora hasta 57,1% pero no alcanza el objetivo anunciado por el grupo y esperado por el consenso. La generación de cash flow sigue robusta y la caja neta aumenta +24%. El grupo anuncia un dividendo 2021 de 0,93€/acción (+33% y rentabilidad del 4,2%), compuesto por un dividendo ordinario de 0,63€ y uno extraordinario de 0,30€. Para 2022 mantendrán un payout del 60% y además propondrán otro dividendo extraordinario de 0,40€/acción.

### Iberdrola

Encumbrada como la empresa más valiosa de la bolsa española tras superar a Inditex. La eléctrica vasca no ha conseguido cerrar el mes en positivo y ha perdido los 10€. A pesar de todo, el valor es uno de los españoles que mayor potencial acumula según el consenso de Bloomberg. En la última semana, UBS ha subido su precio objetivo y la ha colocado dentro de su lista de los 30 favoritos europeos para 2022.

La clave de sus buenas expectativas es su exposición a EE UU que permite una cobertura contra algunos de los vientos en contra, ya sea la inflación, la subida de los tipos o los altos costes de la energía.

### BBVA

No consigue terminar en positivo a pesar de sus buenos comienzos. Las expectativas de tipos y el buen comportamiento de sus filiales americanas le han permitido consolidar los 5 euros pero no recuperar como ha hecho el resto de bancos españoles, aunque debemos recordar que ha hecho efectivo su dividendo.

Ya son más los analistas que tienen recomendación negativa que positiva y en el mes hemos visto rebajas de Deutsche Bank, Credit Suisse y BNP.

En positivo destacamos el nuevo plan de recompra de acciones que llegará hasta los 1.000 mn.€.

### Amadeus

El gigante turístico lleva 16 meses sin tocar soportes clave. En marzo ha terminado por debajo de 60€ tras dejarse un 1,5%. A pesar de los fuertes rebotes a mediados de mes, los analistas siguen extremando su cautela y ya quedan pocas recomendaciones de comprar.

El precio objetivo del consenso esta poco por encima de los 64 euros con lo que el potencial actual es muy limitado.

Gráfico 1: Evolución del Ibex en 2022



Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. 31 de marzo de 2022



## Telefónica

En un complicado mes para el sector, Telefónica termina a la cabeza de los blue chips al subir un 3,5% en febrero. Su acción consolida los 4 euros celebrando algunos aspectos importantes de su presentación de resultados.

A pesar de que el grupo no cumplió con las estimaciones en ingresos ni beneficio tanto operativo como neto ha sentado muy bien la confirmación de sus objetivos para 2022 y la espectacular reducción de la deuda. Tras llegar a deber más de 65.000 mn.€ hace pocos años, la operadora ha conseguido acercarse a los 25.000 mn.€ después de múltiples desinversiones y reestructuraciones. Precisamente los costes de las operaciones de reducción de plantilla han sido los que más han incidido en el beneficio. Los analistas valoran positivamente el retorno a crecimiento de ingresos y OIBDA, el alejamiento de una posible rebaja del rating del grupo y la sostenibilidad al dividendo que sitúa su rentabilidad en torno al 7%.

La compra de espectro para 5G se desarrolla sin primas excesivas y fortalece el posicionamiento del grupo en sus mercados clave. Por el lado negativo, a pesar de una rentabilidad por dividendo todavía elevada, el potencial de crecimiento estructural es reducido, la competencia elevada y el grupo afronta un nuevo ciclo inversor para el despliegue del 5G que en un primer paso comporta esfuerzo de CAPEX, presionando márgenes. Además su exposición a divisas latinoamericanas aumenta el perfil de riesgo

## Otros valores destacados

### Indra

Termina a la cabeza del índice con ganancias del 14% después de anunciarse que Consejo de Ministros ha autorizado a la sociedad estatal Sepi a elevar su participación en Indra del 18,7% al 28%, con lo que previsiblemente reforzará su presencia en el consejo de administración de la empresa y aumentará la vinculación del grupo a la estrategia del Gobierno en el mercado de defensa (la nota de prensa hace referencia al Futuro Sistema Aéreo de Combate o FCAS (Future Combat Air System), del que forma parte España con Indra como líder industrial. Además, el gobierno señala que quiere dotar a Indra de "una estabilidad accionarial y un apoyo eficaz para que pueda llevar a cabo con éxito los compromisos asumidos". Este movimiento además servirá para reforzar la figura de su actual presidente, Marc Murtra.

También han apoyado las subidas la vuela a beneficios en 2021, tras las pérdidas de 2020, superando en un 19% los resultados de 2019. El EBITDA se multiplicó por tres gracias al aumento de los márgenes. La empresa termina el año con una cartera superior a los 5.000 mn.€.

### ACS

La constructora no consigue terminar en positivo a pesar de presentar beneficios por encima de lo esperado y de rebajar considerablemente su deuda. El mínimo crecimiento de su cartera de pedidos y la caída de la cifra de negocio contrasta con las expectativas del mercado que siguen esperando un fuerte aumento derivado de las ingentes inversiones previstas en infraestructuras. Los analistas sigue confiando en la empresa pensando hay valor en sus negocios de construcción, concesiones, renovables) y en lo obtenido por la venta de Servicios Industriales, no se reflejan en su cotización

## Amadeus

Termina febrero con ligeras caídas pero consigue recuperar los 60€ que perdió tras la publicación de unos flojos resultados. Tras dos años enormemente complicados dada la alta vinculación de su negocio con el tráfico aéreo (80%), empezamos a ver progresivamente una mejora de las cifras de la compañía (ya que las vacunaciones y la reapertura de las economías permiten esperar una futura normalización en el turismo y los desplazamientos aéreos). Muchos analistas piensan que a medida que esta recuperación del negocio se vaya materializando la cotización de la compañía lo debería ir reflejando positivamente.



## Información importante

### General

El presente documento no podrá distribuirse en Canadá ni en Japón. Este documento va dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. La comunicación del presente documento es realizada de buena fe por Deutsche Bank AG, sus sucursales (según se permita en cada jurisdicción correspondiente), sus sociedades filiales y sus directivos y empleados (colectivamente, «Deutsche Bank»). Este material se facilita con carácter informativo exclusivamente y no pretende constituir una oferta, recomendación ni propuesta de oferta para comprar o vender ninguna inversión, valor, instrumento financiero ni otro producto específico, ni para celebrar una transacción, para prestar ningún servicio de inversión o de asesoramiento sobre inversiones ni para ofrecer ningún estudio, estudio sobre inversiones o recomendación sobre inversiones en ninguna jurisdicción. Deberán revisarse íntegramente todos los materiales de la presente comunicación.es

Si un órgano judicial competente considera que alguna disposición del presente aviso legal es nula de pleno derecho, las restantes disposiciones conservarán sus plenos efectos. El presente documento se ha elaborado a modo de comentario de carácter general sobre el mercado, sin tener en cuenta las necesidades de inversión, los objetivos ni las circunstancias económicas de ningún inversor. Las inversiones pueden encontrarse sujetas a riesgos genéricos de mercado, derivados del instrumento o específicos de este, o asociados al emisor en concreto. Si dichos riesgos se materializasen, los inversores podrían incurrir en pérdidas, entre otras, por ejemplo, una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede subir o bajar y el inversor podría no recuperar la cantidad que invirtió originalmente en cualquier momento dado. En este documento no se identifican todos los riesgos (directos o indirectos) u otros factores a tener en cuenta que podrían ser importantes para un inversor a la hora de tomar una decisión de inversión. El presente documento, así como toda la información incluida en el mismo, se facilitan «tal cual están» y «según disponibilidad». Deutsche Bank no realiza ninguna manifestación ni ofrece garantías de ningún tipo, ni expresas, ni implícitas ni legales, respecto de ninguna afirmación ni información incluida en este documento o junto con el mismo. Todas las opiniones, las cotizaciones de mercado, las estimaciones, las declaraciones sobre perspectivas de futuro, las hipótesis, los pronósticos sobre resultados u otras opiniones conducentes a las conclusiones financieras incluidas en el presente reflejan la opinión subjetiva de Deutsche Bank en la fecha de este informe. Deutsche Bank no garantiza, entre otras cosas, la precisión, suficiencia, integridad, fiabilidad, pertinencia o disponibilidad de esta comunicación ni de ninguna información del presente documento, y declina expresamente su responsabilidad por los errores u omisiones que este pueda contener. Las declaraciones sobre perspectivas de futuro implican elementos significativos de carácter subjetivo, así como análisis y cambios de estos, y la consideración de factores diferentes o adicionales podría tener una repercusión importante en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales podrían variar, tal vez de manera considerable, respecto a los resultados incluidos en el presente.

Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información que se incluye en el presente documento ni de informar a los inversores sobre la disponibilidad de información actualizada. La información incluida en el presente documento podría sufrir variaciones sin previo aviso y basarse en una serie de supuestos que podrían no resultar válidos y podrían ser diferentes de las conclusiones expresadas por otros departamentos de Deutsche Bank. Si bien Deutsche Bank ha recabado la información incluida en el presente documento de manera diligente y de fuentes que considera fiables, no garantiza, o no puede garantizar, la integridad, el carácter razonable ni la precisión de la misma, por lo que no debería confiarse en ella como tal. En el presente documento podrían mencionarse sitios web u otras fuentes externas para comodidad del inversor. Deutsche Bank no asume responsabilidad alguna respecto a su contenido, el cual no forma parte del presente documento. El inversor accederá a tales fuentes externas bajo su responsabilidad.

Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores han de plantearse, con o sin ayuda de un asesor de inversiones, si cualquiera de las inversiones y estrategias descritas o facilitadas por Deutsche Bank resulta adecuada, dadas sus necesidades de inversión, objetivos y circunstancias financieras particulares y las características concretas del instrumento. Al tomar una decisión de inversión, los posibles inversores no deberían basarse en este documento sino únicamente en el contenido de los documentos de oferta finales relativos a la inversión. Como proveedor internacional de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta en ocasiones a conflictos de intereses reales y potenciales. La política de Deutsche Bank es adoptar todas las medidas necesarias para mantener y aplicar mecanismos administrativos y organizativos efectivos destinados a identificarlos y gestionarlos. La dirección ejecutiva de Deutsche Bank se encarga de velar por que los sistemas, controles y procedimientos del banco sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses.

Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal ni jurídico, tampoco en el presente documento, por lo que nada de lo incluido en el mismo debería interpretarse como un asesoramiento sobre inversiones por parte de Deutsche Bank a ninguna persona. Los inversores deben solicitar asesoramiento a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores sobre inversiones, al considerar las inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Excepto notificación en contrario en un caso concreto, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, ni sujetos a sistemas de garantía de depósitos, y tampoco están garantizados, ni siquiera por Deutsche Bank. Queda prohibida la reproducción o distribución del presente documento sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y cesión de este material a terceros. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad de ningún tipo derivada del uso o distribución del presente material, ni relativa a ninguna acción emprendida o decisión tomada respecto de las inversiones mencionadas en este documento que pueda haber realizado el inversor, o que pueda realizar en el futuro. Más información disponible a petición del inversor. La forma de difusión o distribución del presente documento podría estar sujeta a restricciones legales o reglamentarias en determinados países, entre otros, Estados Unidos. El presente documento no está destinado a su distribución o uso por ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier localidad, estado, país u otra jurisdicción, o que se encuentre en ellos, en los que dicha distribución, publicación, puesta a disposición o uso contravenga las disposiciones legales o reglamentarias, o que someta a Deutsche Bank a cualquier requisito de obtención de licencias o de registro en dicha jurisdicción que no se cumpla actualmente. Las personas que puedan llegar a estar en posesión del presente documento deberán informarse sobre ese tipo de restricciones y respetarlas. La rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de resultados futuros; nada de lo incluido en el presente constituirá ninguna manifestación, garantía ni predicción de la futura rentabilidad. Se facilitará más información a petición del inversor.



## Información importante

---

### España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española es una institución de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV, e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales con el código 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española solo puede llevar a cabo las actividades bancarias y de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia. El establecimiento principal en España se encuentra sito en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española.

Autoridad supervisora: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

SANTANDER. DB y/o alguna de sus filiales ha participado para esta compañía como manager o co-manager en una oferta pública o privada de adquisición de acciones y ha recibido compensaciones por ello. DB ha recibido compensaciones de esta compañía por los servicios de asesoramiento en el último año. DB y/o alguna de sus filiales actúa de creador de mercado en productos de renta variable emitidos por esta compañía.

BBVA. DB y/o alguna de sus filiales ha participado para esta compañía como manager o co-manager en una oferta pública o privada de adquisición de acciones y ha recibido compensaciones por ello. DB ha recibido compensaciones de esta compañía por los servicios de asesoramiento en el último año. DB y/o alguna de sus filiales posee al menos un 1% del accionariado de esta compañía, calculado bajo los métodos computacionales de la ley americana e india.

REPSOL. DB y/o alguna de sus filiales actúa de creador de mercado en productos de renta variable emitidos por esta compañía. DB ha recibido compensaciones de esta compañía por los servicios de asesoramiento en el último año.

TELEFONICA. DB y/o alguna de sus filiales ha participado para esta compañía como manager o co-manager en una oferta pública o privada de adquisición de acciones y ha recibido compensaciones por ello. DB ha recibido compensaciones de esta compañía por los servicios de asesoramiento en el último año.

SANTANDER. DB y/o alguna de sus filiales ha participado para esta compañía como manager o co-manager en una oferta pública o privada de adquisición de acciones y ha recibido compensaciones por ello. DB ha recibido compensaciones de esta compañía por los servicios de asesoramiento en el último año. DB y/o alguna de sus filiales actúa de creador de mercado en productos de renta variable emitidos por esta compañía.

RESTO DE EMPRESAS ALUDIDAS: No aplica ninguna observación.