

Estrategia de Inversión 2024

Mejor de lo que parece, pero más lento de lo que se espera. Ciclo expansivo, pero inflación rebelde. Bajadas de tipos, pero no enseguida.



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

0.- Resumen	4
1.- Visión Global	5
2.- Mercados y Estrategia de Inversión	12
2.1.- Bolsas	12
2.2.- Bonos	17
2.3.- Divisas	18
3.- Contexto Económico 2024	19
3.1.- EE.UU.	19
3.2.- UEM	21
3.3.- España	23
3.4.- Portugal	25
3.5.- Otras economías	27
Síntesis de estimaciones	33
ANEXO I: Carteras Modelo de Fondos, ETFs y Acciones. Bankinter Roboadvisor y Capital Advisor	37
ANEXO II: Carteras de Inversión Temática	39
ANEXO III: Ratios y estimaciones para las compañías del Ibex-35 y EuroStoxx-50	40
ANEXO IV: Estadística de Recomendaciones Emitidas	44

Equipo de Análisis y Mercados

▪ Análisis

Ramón Forcada
Juan Tuesta
Rafael Alonso
Eduardo Cabero
Pedro Ribeiro

Aránzazu Cortina
Elena Fernández-Tрпиella
Aránzazu Bueno
Pedro Echeguren
Carlos Pellicer

Pilar Aranda
Esther Gutiérrez de la Torre
Juan Moreno
Jorge Pradilla
Tiago Brito

▪ Mesa de Ejecución y Ventas

Lorena Pinedo
Félix Montero
Daniel Pérez

Carlos Martínez Monedero
David Francia

Nicolás Angulo
Raúl Moreno

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

▪ Advertencias legales e identificación de fuentes de información relevantes

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

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Resumen

- **Las 3 claves básicas continúan siendo inflación/tipos, crecimiento económico y expectativas.**- Ninguno de los principales 4 bancos centrales (Fed, BCE, BoE y BoJ) movió tipos en el 4T 2023, a pesar de la esperanzadora **suavización de la inflación**, haciendo que las expectativas con respecto a las futuras bajadas de tipos muten en ansiedad. El mercado descuenta que los primeros recortes de tipos se materializarán tan pronto como en mayo. Pensamos que el ritmo será más lento. Eso sí, el siguiente movimiento será a la baja. Pero no antes del 3T 2024. Con suerte, **la Fed podría adelantarse** al resto de bancos centrales y aplicar una primera bajada en septiembre, aunque es arriesgado porque **las elecciones son el 5 de noviembre** y podría interpretarse en clave política. Ese evento lo complica todo. De hecho, es el **principal factor de riesgo para 2024**. Estimamos que la Fed seguirá bajando tipos en sus reuniones de noviembre y diciembre, hasta 4,50%/4,75% desde 5,25%/5,50% actual. Siempre y cuando la inflación se consolide en el entorno del 3% a lo largo del verano. **El BCE podría realizar su primer recorte en octubre** si previamente la inflación europea se estabilizase en torno al +2,5% y la Subyacente en +3,5%, puesto que el crecimiento económico se debilitará significativamente. Pero todo esto dependerá del alcance de los **efectos de segunda ronda sobre la inflación** (traslación de las subidas de precios a salarios), que ya son un hecho y que estimamos forzarán que ésta repunte durante el primer semestre. Por eso defendemos que las bajadas de tipos tardarán más de lo que se cree y serán menos profundas de lo que se descuenta.
- **Ciclo expansivo, sólido el americano y débil el europeo. Pero expansivo. Con euro apreciándose ligeramente y precios inmobiliarios corrigiendo ca. -2% en España y Portugal.**- La combinación de algo más de inflación, tipos de interés positivos, empleo sólido y crecimiento cómodo (EE.UU.) o suficiente (Europa) resulta más atractiva que el largo periodo de inflación casi inexistente, tipos cero o negativos y crecimiento bajo que acabamos de superar. Lo que viene es mejor que lo que dejamos atrás. Las **bolsas** están bien soportadas por la recuperación de los resultados corporativos tras un 2023 casi plano, sólido empleo, crecimiento suficiente, aunque no generoso y tipos de interés a la baja, sea cual sea el *timing* para su materialización. Por cierto, el **euro** se apreciará frente al dólar (1,10/1,15) porque el BCE bajará tipos algo después y algo menos que la Fed.
- **El rally de mercado del 4T 2023 puede derivar en una fase de ajuste en 2024, tras un arranque de año probablemente bueno.**- Las valoraciones de bolsas y bonos están justificadas y ofrecen potenciales suficientemente atractivos. Pero es probable que a principios de 2024 se desarrolle una fase de consolidación, ritmo lento y reajuste... sin que eso cambie en absoluto nuestra estrategia pro-riesgos. Resulta perfectamente compatible. Nuestras valoraciones actualizadas ofrecen **potenciales de revalorización** atractivos (ca. +15% tanto para el EuroStoxx-50, como para el S&P500), que dan soporte a las bolsas de cara a 2024, incluso a pesar de su *rally* durante el 4T 2023. Continuamos en un **contexto simultáneamente favorable a bolsas y bonos**, iniciado en 2023 y por primera vez así, para ambas clases de activos, desde hace más de 10 años. Y esto se debe no sólo a las esperadas bajadas de tipos, sino también (y de forma más fiable) a la expansión de los resultados empresariales (ca. +11%/+12% en Estados Unidos y ca. +5%/+7% en Europa¹, para 2024/25). **Los ajustes generan oportunidades**, siempre que el ciclo económico sea expansivo, como continuamos convencidos que efectivamente es. Pero creemos que **2024 no será fácil de gestionar** porque generará frustraciones al combinar periodos de erraticidad con otros de estancamiento y avances ocasionales.

¹ Referido al Stoxx-600 según consenso Refinitiv al 14.12.2023: ver Gráfico 1.5. Para el EuroStoxx-50 es +2,4% de cara a 2024: ver Tabla 2.1.4.

1.- Visión Global.

"Lo que importa no es la inflación per se, sino la inflación no anticipada."

"La inflación es un impuesto sin legislación."

Milton Friedman. Economista e intelectual. Nobel de Economía 1976. 1912/2006

Las **3 claves básicas** continúan siendo inflación/tipos, crecimiento económico y expectativas del mercado. Las mismas que 3 meses atrás, cuando publicamos nuestra Estrategia para el 4º trimestre de 2023. No han cambiado porque ninguno de los principales 4 bancos centrales (Fed, BCE, BoE y BoJ) ha movido su tipo director desde entonces, a pesar de la **esperanzadora suavización de la inflación** que ha tenido lugar, haciendo que las expectativas sean cada vez más firmes con respecto a las futuras bajadas de tipos. Pero esto ha generado una cierta **ansiedad** al respecto. Si esas expectativas tardan en materializarse, **el optimismo puede desembocar en frustración**. Pero ¿por qué no se materializan las bajadas de tipos? Sucinta y algo simplistamente nos atrevemos a afirmar que aún es pronto. Eso sí, el siguiente movimiento será a la baja. La cuestión no es tanto si tendrá lugar, sino cuándo. Porque sí parece existir un consenso razonablemente confiado - que también nosotros firmemente suscribimos - en que ya no subirán más. Incluso el **reenfoque transmitido por la propia Fed** tras su reunión del 12/13 de diciembre fue sorprendentemente *dovish*/suave ([link a nuestra nota sobre esa reunión](#)), reforzando esta expectativa. Eso ya es bastante, pero no suficiente para un mercado que, dejando atrás un buen 2023 para bolsas y bonos, desea ansiosamente mayor definición al respecto, sobre todo con respecto a los tiempos.

Unas expectativas cada vez más firmes con respecto a las futuras bajadas de tipos, han generado una cierta ansiedad con respecto al momento de su materialización.

Tabla 1.1.- Evolución trimestral de las principales bolsas en 2021/23

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023 ⁽¹⁾	2023 ⁽¹⁾
S&P 500	+26,9%	-19,4%	+7,0%	+8,3%	-3,6%	+10,1%	+22,9%
Nasdaq-100	+26,6%	-33,0%	+20,5%	+15,2%	-3,1%	+13,0%	+52,0%
EuroStoxx-50	+21,0%	-11,7%	+13,7%	+1,9%	-5,1%	+9,0%	+19,9%
Ibex-35	+7,9%	-5,6%	+12,2%	+3,9%	-1,7%	+7,1%	+22,7%
PSI20	+13,7%	+2,8%	+5,6%	-2,1%	+2,9%	+5,5%	+12,2%
Nikkei 225	+4,9%	-9,4%	+7,5%	+18,4%	-4,0%	+3,5%	+26,4%

(1) Hasta el 15.12.2023

Cuanto antes concreten los bancos centrales tiempos y dimensión de los futuros recortes, mejor. Y, puesto que el mercado ha venido descontando que las primeras bajadas de tipos podrían tener lugar tan pronto como en mayo 2024 - a nosotros nos parece algo pronto -, bolsas y bonos avanzaron con fuerza desde finales de octubre 2023 confiando en ello. Pero tal vez hayan corrido demasiado, incurriendo en una cierta precipitación. Afortunadamente, sólo se trata de un desajuste de tiempos, pero sin caer en sobrevaloraciones. Sin embargo, avanzar demasiado a destiempo probablemente dará lugar a un **reajuste** de mercado que podría tener lugar poco después de arrancar 2024 y que podría traducirse bien en una fase de simple estancamiento y consolidación de niveles, o bien en una toma de beneficios no profunda para reajustar niveles y multiplicadores. Pero nada más grave, aparte de la erraticidad que inevitablemente acompañaría mientras durase dicho reajuste. Recordemos que los mercados no evolucionan linealmente y que **los ajustes generan oportunidades**, siempre que el ciclo económico y de mercados sea expansivo, como continuamos convencidos que efectivamente es.

Cuanto antes concreten los bancos centrales tiempos y dimensión de los futuros recortes, mejor.

No habrá que esperar a que se materialice la primera bajada de tipos para que el mercado (bolsas y bonos) continúe avanzando, pero sí a que haya un reconocimiento tácito de los bancos centrales (o del banco central en cuestión, más probablemente Fed o BCE que cualquier otro) con respecto al momento de la implementación de esa primera bajada, con respecto al *timing*. Y eso podría tardar en llegar. Puede que no antes del segundo trimestre de 2024, a pesar de que, en el momento de terminar de redactar este informe, el mercado es más optimista que eso.

Avanzar demasiado a destiempo probablemente dará lugar a un reajuste de mercado que podría tener lugar poco después de arrancar 2024 y que puede traducirse en una fase de estancamiento

Por eso, aunque las **valoraciones de bolsas y bonos** estén justificadas y ofrezcan potenciales suficientemente atractivos, es probable que **principios de 2024 se corresponda con una fase de consolidación, ritmo lento y reajuste...** sin que eso cambie en absoluto nuestra estrategia pro-riesgos. Nuestras valoraciones actualizadas ofrecen potenciales de revalorización atractivos (Tabla 1.2), que dan soporte a las bolsas de cara a 2024, incluso a pesar de su reciente *rally* durante el 4T 2023. Continuamos en un **contexto simultáneamente favorable a bolsas y bonos**, iniciado en 2023 y por primera vez así, para ambas clases de activos, desde hace más de 10 años. Y esto se debe no sólo a las esperadas bajadas de tipos, sino también (y de forma más fiable) a la **expansión de los resultados empresariales** (ver Gráficos 1.3 a 1.8 al final de este apartado).

Tabla 1.2.- Bolsas. Valoraciones y otras referencias.

	Var.%	Valoración			Cotización	Potencial(3)	Máximo	Fecha del
	2023 (1)	Anterior(2)	Actual (3)	% Revisión	15/12/23	Dic. '24e	Histórico	máximo
S&P 500	+22,9%	5.341	5.361	+0,4%	4.719	+13,6%	4.797	03.01.2022
EuroStoxx-50	+19,9%	4.876	5.211	+6,9%	4.549	+14,5%	5.464	06.03.2000
Ibex-35	+22,7%	10.673	11.317	+6,0%	10.096	+12,1%	15.946	08.11.2007
PSI-20	+12,2%	6.918	7.684	+11,1%	6.427	+19,6%	13.702	17.07.2007

Notas: (1) Acumulado 2023 hasta 15.12.2023. (2) Calculado en sept. 2023 para la Estrategia de Inversión 4T 2023.

(3) Valoración y potencial de revalorización estimados desde el 15.12.2023 hasta 31.12.2024.

La fase de reajuste aludida resultaría perfectamente compatible con una **breve reacción alcista durante los primeros días del año**, típica de reposicionamiento para un 2024 que debería ser razonablemente bueno para bolsas... al menos hasta que las **elecciones americanas del 5 de noviembre** empiecen a añadir confusión al contexto. Porque, aunque las primarias demócratas y republicanas (feb./jun.2024) podrían sorprender con la incorporación de algún candidato con posibilidades serias de ser nominado (¿la republicana Nikki Haley o el demócrata Dean Phillips?), lo más probable, con la información hoy disponible, es que vuelvan a disputarse la presidencia el actual Presidente J. Biden (81) y el anterior Presidente D. Trump (77), que mantienen visiones muy distintas sobre la economía y, sobre todo, con respecto al papel de Estados Unidos en la complicada geoestrategia mundial, lo que, al final, terminará influyendo decisivamente en la definición del ciclo económico global por la continuidad o no del apoyo militar y político a Ucrania, en particular.

Las elecciones americanas del 5 de noviembre añadirán confusión al contexto.

Los **obstáculos** para la materialización de las bajadas de tipos son de **naturaleza temporal**, por una parte, y de **ausencia de necesidad**, por otra. Es decir, se refieren al tiempo, al momento de ejecución, y a la inexistencia de una presión y/o motivación efectiva sobre los bancos centrales para hacerlo.

Los obstáculos para la materialización de las bajadas de tipos son de naturaleza temporal, por una parte, y de ausencia de necesidad, por otra.

En primer lugar, es pronto. Tanto para aplicar las primeras bajadas de tipos, como también para precisar de manera fiable cuándo tendrán lugar porque, aunque es indudable que la inflación se ha suavizado, incluso más de lo esperado, en absoluto se puede dar por seguro que no sufrirá un repunte

durante el primer semestre de 2024 debido a los denominados efectos de segunda ronda. Es decir, al hecho que una inflación superior haya permeado hasta los salarios (en realidad, esto es un hecho incuestionable; salarios +4,0% en EE.UU. y +4,6% en la UEM), generando una inercia que se retroalimenta difícil de neutralizar a corto plazo. Se ha cerrado una larga fase económica caracterizada por una cultura de baja o inexistente inflación y ahora se abre otra distinta, en la cual **la inflación vuelve a representar un riesgo relevante**, dando lugar a **comportamientos culturalmente distintos con respecto al consumo y la inversión**. No será algo pasajero, aunque la suavización de la inflación desde el verano pasado invite a creer lo contrario.

La historia del s.XX demuestra que las subidas de la inflación y, en consecuencia, de los tipos de interés, son rápidas... pero las bajadas posteriores son progresivas y no inmediatas. Éstas solo tienen lugar después de que la inflación ha permanecido cierto tiempo relativamente estable en una meseta de nivel superior a la existente previamente al proceso inflacionista, aunque ya gestionable y lejana de sus máximos. Al igual que los bancos centrales actúan con cierto retraso en las fases inflacionistas, también reaccionan con un prudente retardo para bajar tipos porque quieren cerciorarse de que, efectivamente, la inflación ha sido controlada, sin riesgo de reactivación por efectos de segunda ronda.

La inflación sufrirá un repunte durante el primer semestre de 2024 debido a los denominados efectos de segunda ronda.

Gráfico 1.1.
Inflación. Máximos de este ciclo*. (a/a)

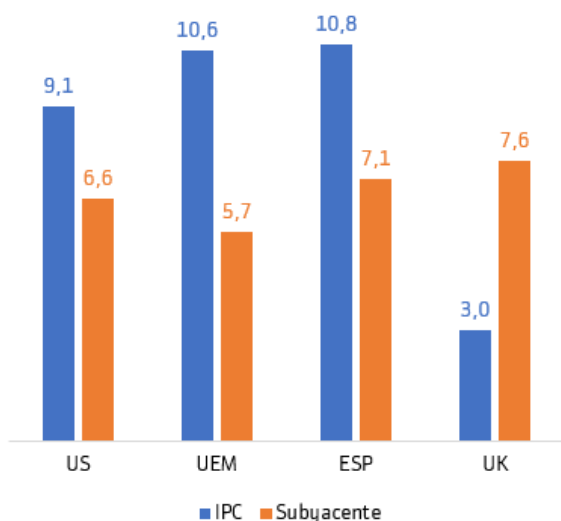
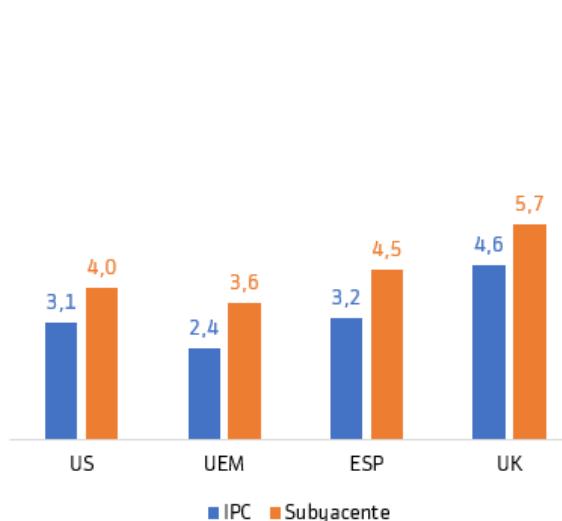


Gráfico 1.2.
Inflación. Últimos registros**. (a/a)



Notas: (*) Tuvieron lugar en meses distintos de 2022 en cada caso. (**) Registros de noviembre 2023, excepto octubre 2023 para UK.

Pues bien, ahora **nos encontramos precisamente en esa fase de comprobación por parte de los bancos centrales**. Una fase durante la cual, generalmente, se asienta la expectativa de futuras bajadas de tipos, pero sin que éstas lleguen a materializarse, y con los bancos centrales tratando de rebajar la ansiedad del mercado al respecto. La **Fed** ya se mostró arriesgadamente *dovish*/suave tras su reunión del 12/13 de diciembre. Pero no olvidemos que tan pronto como al día siguiente varios bancos centrales europeos cuyas reuniones coincidían no confirmaron ese reenfoque en absoluto. El **Norges Bank** noruego **subió tipos por sorpresa ese 14 de diciembre** (+25 p.b., hasta 4,50%; [link al comunicado](#)), expresando su preocupación por una inflación todavía excesivamente alta (General +4,8% y Subyacente +5,8% en noviembre) e indicando expresamente que no

La historia del s.XX demuestra que las subidas de la inflación y, en consecuencia, de los tipos de interés, son rápidas... pero las bajadas posteriores son progresivas y no inmediatas.

aplicará ninguna bajada de tipos antes del otoño. Y que, aunque ese mismo día el **Banco de Inglaterra** repitió en 5,25% ([link al comunicado del BoE](#)), 3 de sus 9 consejeros de nuevo votaron a favor de otra subida, argumentando que, temiendo efectos de segunda ronda sobre la inflación, la escasez de mano de obra provocada por el Brexit da como resultado una inflación difícil de controlar (salarios +7,2%).

Y el mensaje del **BCE** fue más bien *hawkish*/duro ([link a nuestra nota sobre el BCE](#)), aunque pasara desapercibido para la mayoría, porque a su actual y ya ejecutada reducción de balance mediante la no reinversión de los vencimientos del programa APP (ca. -25.000M€/mes) añadirá -7.500M€/mes del PEPP a partir de julio 2024. Si eso es algo, es *hawkish*. Así que **la Fed se quedó sola en apenas 24 horas con su reenfoque dovish**, que puede haber sido precipitado porque, con el *rally* de bonos y bolsa que provocó (sobre todo de bonos), podría terminar promoviendo involuntariamente el tipo de "exuberancia irracional" de mercado que siempre ha querido neutralizar. Tanto BCE como BoE expresaron claramente que no han terminado el trabajo contra la inflación y eso es *hawkish*. Flojo, pero *hawkish*. Tiene más sentido común que el reenfoque de la Fed y nos deja más tranquilos.

Pensamos que la inflación aún tiene que demostrar que no rebotará debido a **efectos de segunda ronda** (traslación de las subidas de precios a salarios) durante el primer semestre de 2024, para que los bancos centrales tomen la arriesgada decisión de empezar a bajar tipos. Porque muy probablemente la inflación rebotará desde los niveles actuales, el empleo sigue intacto, el crecimiento económico es suficiente (UEM) o bueno (Estados Unidos) y, en consecuencia, los bancos centrales carecen de motivación - y mucho menos sienten urgencia alguna - para tomar el riesgo de bajar tipos a corto plazo. No ganarían nada haciéndolo y consumirían una munición muy valiosa que podrían necesitar más adelante si el ciclo económico se debilitase.

La Fed se quedó sola en apenas 24 horas con su reenfoque "dovish" del 13 de diciembre.

La inflación rebotará desde los niveles actuales, el empleo sigue intacto, el crecimiento económico es suficiente (UEM) o bueno (Estados Unidos) y, en consecuencia, los bancos centrales carecen de motivación para tomar el riesgo de bajar tipos a corto plazo.

Tabla 1.3: Estimaciones de crecimiento (PIB) actuales y anteriores

	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022r	2023e		2024e		2025e	
										Anterior ⁽¹⁾	Actual	Anterior ⁽¹⁾	Actual	Anterior ⁽¹⁾	Actual
UEM	+0,9%	+1,6%	+1,9%	+2,6%	+1,8%	+1,6%	-6,4%	+5,3%	+3,4%	+0,6%	+0,5%	+0,9%	+0,7%	+1,8%	+1,7%
España ⁽²⁾	+1,4%	+3,8%	+3,0%	+3,0%	+2,3%	+2,0%	-11,2%	+6,4%	+5,8%	+2,2%	+2,4%	+1,6%	+1,4%	+2,1%	+2,1%
Portugal	+0,7%	+1,5%	+2,0%	+3,5%	+2,8%	+2,7%	-8,3%	+5,9%	+6,9%	+2,1%	+2,0%	+1,7%	+1,4%	+2,2%	+2,1%
EE.UU.	+2,4%	+2,4%	+1,7%	+2,2%	+2,9%	+2,3%	-2,8%	+6,1%	+2,1%	+2,0%	+2,2%	+1,8%	+2,0%	+2,0%	+2,0%
R.Unido	+2,5%	+2,3%	+2,3%	+2,1%	+1,7%	+1,7%	-9,4%	+8,3%	+4,3%	+0,2%	+0,5%	+0,4%	+0,4%	+1,3%	+1,3%
Irlanda	+8,8%	+25,2%	+1,7%	+9,4%	+8,7%	+5,3%	+6,6%	+15,3%	+9,4%	+2,3%	-0,6%	+3,1%	+2,5%	+4,3%	+3,5%
Suiza	+1,9%	+1,6%	+1,7%	+1,7%	+2,5%	+1,5%	-2,3%	+3,9%	+2,1%	+0,9%	+0,8%	+1,3%	+1,2%	+2,0%	+1,5%
Japón ⁽³⁾	+0,4%	+1,6%	+0,8%	+1,7%	+0,7%	-0,4%	-4,3%	+2,3%	+1,1%	+1,3%	+1,7%	+1,1%	+1,3%	+1,0%	+1,2%
China	+7,4%	+6,9%	+6,8%	+6,9%	+6,7%	+6,0%	+2,2%	+8,4%	+3,0%	+5,0%	+5,0%	+4,5%	+4,1%	+4,5%	+4,4%
India ⁽³⁾	+6,4%	+7,4%	+8,0%	+6,1%	+7,3%	+4,6%	-6,1%	+9,8%	+6,9%	+6,7%	+7,0%	+6,1%	+6,3%	+6,5%	+6,3%
Brasil	+0,5%	-3,5%	-3,3%	+1,3%	+1,8%	+1,2%	-3,3%	+5,2%	+2,9%	+3,1%	+3,2%	+3,0%	+1,8%	+3,0%	+2,0%
Turquía	+5,2%	+6,1%	+3,3%	+7,5%	+3,1%	+0,8%	+1,7%	+11,8%	+5,2%	+3,4%	+4,4%	+3,0%	+3,3%	+3,0%	+3,0%

e = Estimación propia (1) Informe de Estrategia de Inversión 4T 2023 publicado en sept. 2023. (2) Escenario central. (3) Año natural.

Más aún. Correrían el riesgo, sobre todo la Fed en Estados Unidos, de redinamizar el crecimiento económico en un contexto de pleno empleo y así reaccelerar la inflación mediante la reactivación de consumo e inversión. Es decir, si bajan tipos enseguida - antes del segundo semestre de 2024, digamos - y se reactiva la inflación, podrían ser acusados - con razón o sin ella, eso sería irrelevante - de irresponsables por precipitación. Porque, con tasas de paro en o cerca de niveles considerados friccionales (3,7% EE.UU., 6,5% UEM y 4,0% Reino Unido) y crecimiento suficiente (UEM y Reino Unido en rango +0,5%/+1,0%) o cómodo (EE.UU. ca.+2,0%), la necesidad inmediata para bajar tipos es nula y los riesgos asociados a hacerlo resultan

asimétricos. Pocas ventajas en combinación con riesgos potenciales no despreciables deberían dar como resultado, creemos, una **fase de espera y observación antes de actuar, que abarcará hasta después del verano**. Por eso estimamos que, con algo de suerte, la primera bajada de tipos podría aplicarla la Fed en septiembre, adelantándose así al resto de bancos centrales, aunque es arriesgado porque **las elecciones son el 5 de noviembre** y podría interpretarse en clave política. Ese evento lo complica todo. De hecho, **es el principal factor de riesgo para 2024**. Estimamos que la Fed seguirá bajando tipos en sus reuniones de noviembre y diciembre, hasta 4,50%/4,75% desde 5,25%/5,50% actual. Siempre y cuando la inflación se consolide en el entorno del 3% a lo largo del verano.

Las elecciones americanas del 5 de noviembre son el principal factor de riesgo para 2024.

El BCE podría realizar su primer recorte en octubre si previamente la inflación europea se estabilizase en torno al 2,5% y la Subyacente en +3,5%, puesto que el crecimiento económico se debilitará significativamente. Pero todo esto dependerá del alcance de los anteriormente aludidos efectos de segunda ronda sobre la inflación, que ya son un hecho y que estimamos forzarán que ésta repunte durante el primer semestre. Por eso defendemos que **las bajadas de tipos tardarán más de lo que se cree y serán menos profundas de lo que se descuenta**.

Las bajadas de tipos tardarán más de lo que se cree y serán menos profundas de lo que se descuenta.

La Tabla 1.4 siguiente muestra los movimientos aplicados por cada uno de estos 3 bancos centrales desde que empezaron las subidas de tipos en este ciclo económico (el BoE fue el primero en diciembre de 2021), así como nuestras estimaciones con respecto a cada una de las reuniones ya formalmente programadas para 2024. Ofrecemos un detalle anual y trimestral ampliado hasta diciembre de 2025 en nuestra "Síntesis de Estimaciones Bankinter" de las páginas 33 a 36.

Tabla 1.4.- Movimientos de tipos de interés en UEM, EE.UU. y R. Unido, reunión por reunión. Históricos 21/23. Estimaciones 24/25.

		2022										2023										
		Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	
		09-jun	21-jul	08-sep	27-oct	15-dic	02-feb	16-mar	04-may	15-jun	27-jul	14-sep	26-oct	14-dic	02-feb	16-mar	04-may	15-jun	27-jul	14-sep	26-oct	14-dic
		Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.	Dep. Dtor.
BCE		-0,50	0,00	0,00	0,50	0,75	1,25	1,50	2,00	2,00	2,50	2,50	3,00	3,00	3,00	3,50	3,75	3,75	4,00	4,50	4,00	4,50
		+0	+50	+75	+75	+50	+50	+50	+50	+50	+50	+50	+50	+50	+50	+50	+25	+25	+25	+25	+25	+0
FOMC		0,00	0,25	0,25	0,50	0,75	1,00	1,50	1,75	2,25	2,50	3,00	3,25	3,75	4,00	4,25	4,50	4,50	4,75	5,00	5,25	5,50
		+0	+25	+50	+75	+75	+75	+75	+75	+50	+50	+25	+25	+25	+25	+25	+25	+0	+25	+25	+0	+0
BoE		0,25	0,50	0,75	1,00	1,25	1,75	2,25	3,00	3,50	4,00	4,25	4,50	4,75	5,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
		+15	+25	+25	+25	+25	+50	+50	+75	+75	+75	+75	+75	+75	+75	+75	+75	+75	+75	+75	+75	+75
		4,00	4,50	4,00	4,50	4,00	4,50	4,00	4,50	3,75	4,25	3,50	4,00	3,25	3,75	3,00	3,50	3,00	3,50	3,00	3,50	3,00
		+0	+0	+0	+0	+0	+0	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25
		5,25	5,50	5,25	5,50	5,25	5,50	5,25	5,50	4,75	5,00	4,50	4,75	4,25	4,50	4,00	4,25	4,00	4,25	3,75	4,00	3,75
		+0	+0	+0	+0	+0	+0	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25
		5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
		+0	+0	+0	+0	+0	+0	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25

(*) Reuniones con actualización de perspectivas macroeconómicas.

En definitiva, tanto por las complejas elecciones americanas de noviembre, como por la elevada incertidumbre con respecto al momento en que empezarán a bajar los tipos – insistimos en cuestionar la premura con que el mercado descuenta que éstas empezarán a materializarse – y el riesgo de que la inflación repunte, creemos que **2024 no será un año fácil de gestionar**, que generará frustraciones al combinar periodos de erraticidad con otros de estancamiento y avances ocasionales.

A pesar de ello, **el resultado final no será malo porque las valoraciones de las bolsas están bien soportadas** en la recuperación de los resultados corporativos tras un 2023 casi plano, un sólido empleo, un crecimiento (PIB) suficiente, aunque no generoso y unos tipos de interés a la baja, independientemente de cuál sea el *timing* para su materialización.

2024 no será un año fácil de gestionar porque combinará periodos de erraticidad con otros de estancamiento y avances ocasionales, pero el resultado final no será malo porque las valoraciones de las bolsas están bien soportadas y el ciclo económico seguirá siendo expansivo.

Gráfico 1.3.- S&P500, BPA trimestral (Var.%)

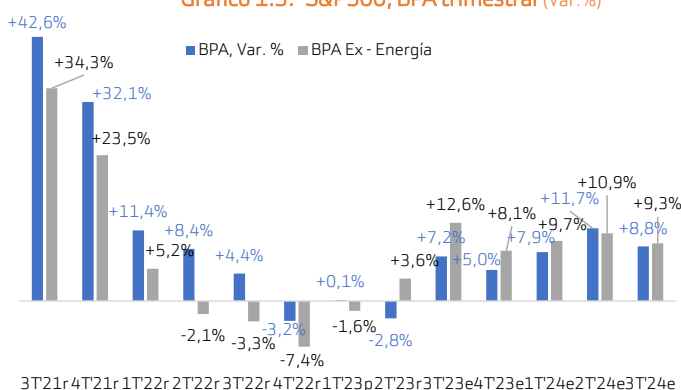


Gráfico 1.4.- STOXX600, BPA trimestral (Var.%)

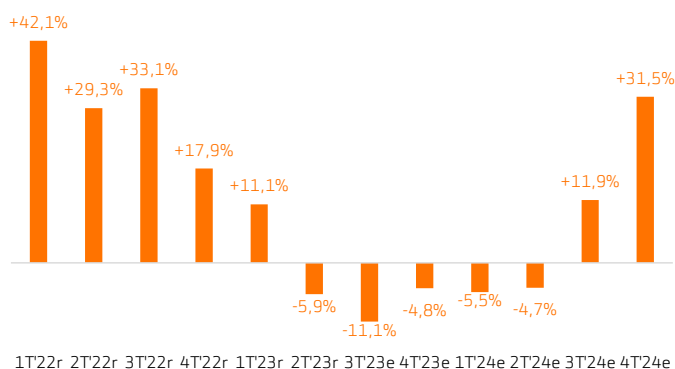


Gráfico 1.5.- S&P500 vs STOXX600, BPA anual (var.%)

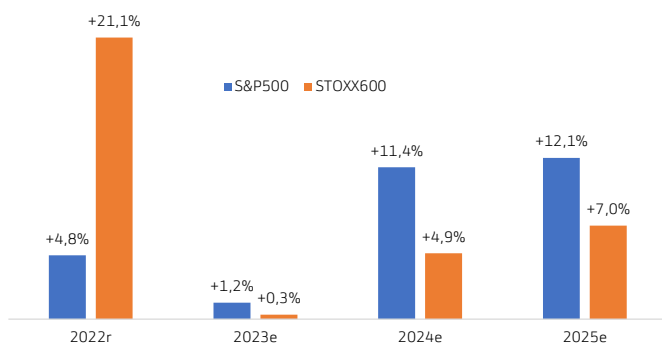


Gráfico 1.6.- S&P500 vs STOXX600, BPA 2023e
Tendencia de las revisiones

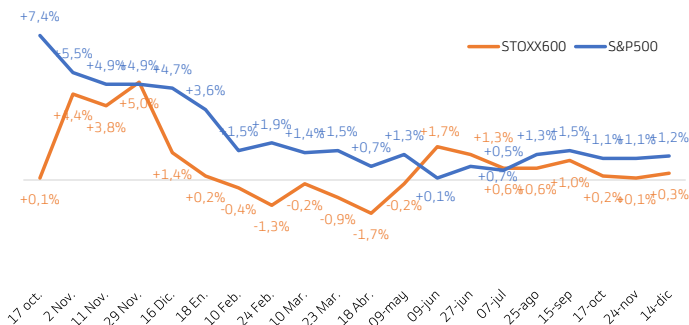


Gráfico 1.7.- S&P500 vs STOXX600, BPA 2024e
Tendencia de las revisiones

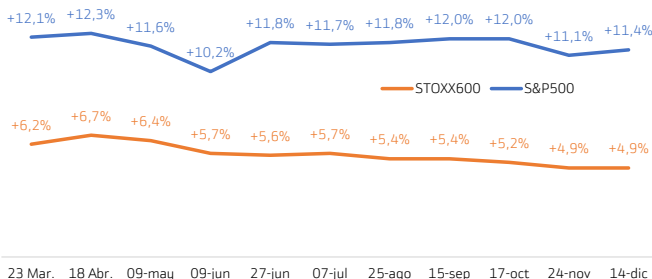
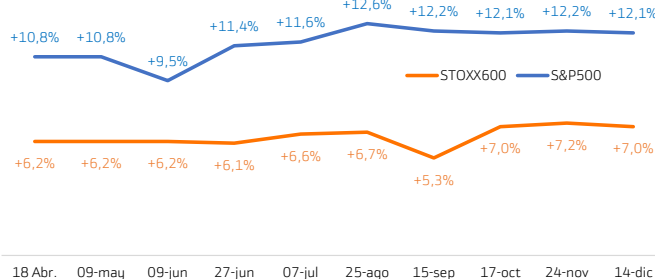


Gráfico 1.8.- S&P500 vs STOXX600, BPA 2025e
Tendencia de las revisiones



Fuente: Consensos de estimaciones elaborados por Refinitiv y Bloomberg, actualizados el 14 Dic., 2023.

En cuanto a nuestras **preferencias sectoriales**, los principales **cambios** son la **exclusión de los Bancos** para tomar beneficios y puesto que ya se han revalorizado durante el 4T 2023² tanto o más de lo que esperábamos (BBVA +8,9%, Unicredit +6%, Intesa +7%, BNP +4%, B. Sabadell +4,7%, Caixabank +0,4%, ING +8,6%) **y de las Petroleras**, en este último caso ante unas perspectivas para el precio del petróleo menos atractivas, que han impedido que se revaloricen, lo cual creemos no cambiará en los próximos meses (Repsol -14,6%, ENI -3,7%, TotalEnergies -3,5%). Y 2 **incorporaciones: Inmobiliarias**, ante las futuras bajadas de tipos y, específicamente, **Ciberseguridad**, ampliando la base de compañías recomendadas, puesto que anteriormente este subsector quedaba incluido en el ámbito más amplio y genérico de la Tecnología, la cual nos reafirmamos en recomendar. Asimismo, mantenemos Semiconductores, Infraestructuras, Seguros, *Utilities*, Transición Energética, Defensa y Tecnología de la Salud. En la Tabla 2.1.3 de la página 14 ofrecemos un detalle de compañías y fondos seleccionados.

¡Buena lectura y buena suerte en 2024!

Excluimos Bancos y Petroleras, que son sustituidos por Inmobiliarias y Ciberseguridad. Por supuesto, seguimos priorizando Semiconductores, Infraestructuras, Seguros, Utilities, Transición Energética, Defensa y Tecnología de la Salud.

² Hasta el 14 Dic. 2023.

2.- Mercados y Estrategia de Inversión

2.1.- Bolsas. Situamos los potenciales de revalorización entre +12% y +20%. 2024, inicio de bajadas de tipos, estancamiento de la inflación y vuelta al crecimiento de los beneficios por acción.

Cerramos un buen año para bolsas, con los saldos de los principales índices situándose entre +20% y +52%. En este contexto, nuestra estrategia de subir exposición a renta variable ha dado sus frutos. Desde que comenzamos este movimiento en abril los índices se han revalorizado +4% en el caso del EuroStoxx-50, +14% en el S&P 500 y +27% en el Nasdaq 100.

2024 será confuso, pero ofrecerá potenciales de revalorización atractivos. El inicio de las bajadas de tipos en el tercer trimestre y los BPAs (beneficios por acción) acelerando, especialmente en EE.UU., serán importantes catalizadores. Sin embargo, un estancamiento de la inflación en torno al +3% y las elecciones americanas en noviembre añadirán cierta volatilidad durante el año. Sin olvidar que el *rally* de las últimas semanas recoge las expectativas de recortes de tipos en el 2T 2024. El movimiento a la baja en las rentabilidades de los bonos en un escenario de caída de inflaciones (+2,4% a/a UEM y +3,1% EE.UU.) ha impulsado a las bolsas. Consideramos esta idea demasiado optimista y no descartamos un parón en los índices cuando esas expectativas se reajusten.

2024 atractivo, aunque confuso. Vuelta al crecimiento de BPAs e inicio de bajadas de tipos, pero inflación estancada en 3% y elecciones americanas.

Tabla 2.1.1. Exposición recomendada a Renta Variable según Perfil de Riesgo

Perfil	Exposición recomendada a Renta Variable (%)
Defensivo	30%
Conservador	35%
Moderado	50%
Dinámico	60%
Agresivo	80%

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

Fuente: Análisis Bankinter.

Con todo lo anterior, los potenciales de revalorización que ofrecen las bolsas se sitúan entre +12% y +20%. Las principales variables de nuestro modelo son:

- (i) **Bono a 10 años como activo libre de riesgo** en las diferentes zonas geográficas. Mantenemos el nivel de 3,90% para el T-Note mientras que rebajamos la previsión para el Bund, hasta el 2,10% (vs 2,50% anterior). Niveles próximos a los actuales en el momento de escribir este informe, tras el quizá excesivo movimiento a la baja de las TIRes derivado de la expectativa de bajadas de tipos descontada por el mercado.

Nuestras valoraciones ofrecen potenciales atractivos a diciembre de 2024.

(ii) **Sin cambios respecto a la prima de riesgo.** Otorgamos una probabilidad inferior a que el BCE cometa un error de política monetaria. Sin embargo, la dependencia europea de China y las diversas tensiones geopolíticas (Rusia/Ucrania e Israel/Palestina), que podrían incrementarse con el desenlace de las elecciones americanas, nos llevan a mantener la prima de riesgo en Europa en 150pb. En EE.UU. tampoco implementamos cambios (50pb), aunque no descartamos aumentar el nivel de riesgo en próximos trimestres ante la cercanía de las elecciones presidenciales de noviembre.

(iii) **Crecimientos en BPAs de doble dígito en el S&P500 (+11,8%), pero moderados (+2,4%) en el EuroStoxx-50.** Éste es el principal motivo por el que nuestra estrategia de inversión está sesgada hacia EE.UU. El potencial en Europa resulta más incierto al estar principalmente apoyado en los recortes de tipos del BCE, en lugar del crecimiento de beneficios.

Tabla 2.1.2. Potenciales de bolsas a diciembre 2024

Indice	Cotización 15/12/2023	Objetivo 2024	Potencial 2024	PER'24 (1)	PER (2) histórico	BPA'24e (3)	Bono 10A (4)	WACC
S&P-500	4.719	5.361	+13,6%	22,1x	20,6x	+11,8%	3,9%	7,4%
EuroStoxx-50	4.549	5.211	+14,5%	14,3x	15,9x	+2,4%	2,6%	8,8%
Ibex-35	10.096	11.317	+12,1%	11,9x	17,1x	+0,2%	3,2%	9,9%
PSI	6.427	7.684	+19,6%	13,5x	15,8x	-3,5%	3,0%	9,0%

(1) PER de índices calculados tomando como referencia los BPAs 2024 esperados según consenso recopilado por Bloomberg y suponiendo se alcanzan los niveles Objetivo 2024 estimados para cada índice.

(2) Media de los últimos 10 años

(3) Estimación crecimiento anual del Beneficio por Acción en 2024

(4) Media del rango de estimaciones de Bankinter de B10A para final de año en 2024. En el EuroStoxx-50 se calcula un bono sintético europeo ponderado según el peso de las compañías de cada país en dicho índice.

Fuente: Bloomberg

Aumentamos ligeramente la valoración del S&P500 hasta 5.361 puntos vs 5.341 anterior. Este nivel se traduce en un PER de 22,1x vs 21,8x anterior, superior a la media histórica de los últimos 10 años (20,6x). Sin embargo, cabe destacar que la composición del índice ha virado hacia un sesgo más *growth* desde uno más *value* (con PER inferiores). Es por ello que la media histórica es claramente inferior a la actual del índice. En Europa, también elevamos con fuerza el precio objetivo del EuroStoxx-50 hasta 5.211 puntos desde 4.876 como consecuencia de una menor tasa de descuento. El múltiplo PER avanza hasta 14,3x desde 13,3x anterior, todavía inferior a la media histórica de los últimos 10 años (15,9x).

Los sectores en los que centramos nuestra estrategia de inversión son: Tecnología, Semiconductores ([link Cartera Temática](#)), Ciberseguridad ([link Cartera Temática](#)), *Medtech* / Tecnología de la salud ([link Cartera Temática](#)) Transición Energética / *Utilities*, Infraestructuras, Defensa, Seguros e Inmobiliario. Como principal novedad respecto a nuestra última Estrategia Trimestral, excluimos Bancos y Petroleras.

Seguimos con nuestra estrategia de inversión sectorial. Recomendamos Tecnología, Semiconductores, Ciberseguridad, Medtech, Transición Energética / Utilities, Infraestructuras, Defensa, Seguros e Inmobiliario.

Los sectores que incluimos de forma novedosa son los siguientes:

Ciberseguridad: Destacamos esta temática dentro de la tecnología tras mostrar una resistencia superior a lo previsto al recorte en el gasto empresarial. La ciberseguridad cobra cada vez más importancia en un entorno más digital, más interconectado y donde los ciberataques van aumentando de frecuencia y sofisticación. Además, se beneficia de la mayor concienciación a raíz de los conflictos en Ucrania e Israel.

Inmobiliario: Mejoran las previsiones del sector inmobiliario de cara a 2024, con: (i) Crecimiento económico moderado; (ii) Inflación todavía en niveles elevados; y (iii) Fin del proceso de subidas de tipos de interés, incluso alguna posible rebaja. El sector ya descuenta caídas significativas de valoraciones de activos (-20/30% sobre NAV) y ofrece una rentabilidad por dividendo media superior al 4%. Por otra parte, el apalancamiento del sector cotizado está en mínimos históricos, por debajo del 30% de LTV.

Los sectores que retiramos en la estrategia son:

Bancos: A pesar de ser una idea que llevamos reiterando desde hace varios meses, excluimos esta temática al haber otras alternativas más atractivas en el entorno actual.

Petroleras: Aunque los precios continuarán elevados desde una perspectiva histórica, esperamos una moderación por menor crecimiento económico global, sobre todo de China, y por los conflictos abiertos en Ucrania e Israel. También por la menor capacidad de la OPEP+ en influir en los precios, más eficiencia en el consumo y auge de las energías renovables.

Tabla 2.1.3. Sectores recomendados

SECTOR	COMPAÑÍAS	FONDOS & ETFs
TECNOLOGÍA	Apple, Microsoft, Alphabet, Amadeus, Indra, Netflix, SAP, Salesforce	FONDO: FRANKLIN TECHNOLOGY, JANUS HENDERSON HORIZON GLOBAL TECH, FIDELITY GLOBAL TECHNOLOGY
SEMICONDUCTORES	ASML, Infineon, TSMC, Nvidia, AMD, Lam Research	ETF: iSHARES MSCI GLB SEMICNDCT A
CIBERSEGURIDAD	Palo Alto, CrowdStrike, Zscaler, Fortinet, Datadog, Okta, CyberArk	FONDO: ALLIANZ CYBER SECURITY
INFRAESTRUCTURAS	Vinci, Ferrovial, ACS, Sacyr, Cellnex	FONDO: M&G GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE, FRANKLIN CLEARBRIDGE INFRASTRUCTURE VALUE FUND
INMOBILIARIO	Vonovia, Inm. Colonial, Merlin Prop., Lar España, Welltower, Prologis, Digital Realty Trust	FONDO: JANUS HENDERSON HORIZON GLOBAL PROPERTY EQUITIES
SEGUROS	Axa, Allianz, Mapfre, Catalana Occidente, Generali	Ningún fondo ni ETF se adecúa al sector.
UTILITIES/ TRANSICIÓN ENERGÉTICA	Iberdrola, Enel, RWE, NextEra	FONDO: NORDEA CLIMATE AND ENVIRONMENTAL EQUITY, BGF SUSTAINABLE ENERGY
DEFENSA	Rheinmetall, Thales, Leonardo	Ningún fondo ni ETF se adecúa al sector.
TECNOLOGÍA DE LA SALUD	Eli Lilly, Novo Nordisk, Intuitive Surgical	FONDO: BELLEVUE MEDTECH & SERVICES

Tabla 2.1.4. Tabla detallada de nuestras valoraciones para bolsas de cara a diciembre 2024.

S&P 500			
	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	3,90%	3,90%	3,90%
2.- Inc. BPA 2024e (1)	+17,4%	+11,8%	+6,2%
Precio Objetivo (2)	5.629	5.361	5.093
Precio Objetivo Anterior (3)		5.341	
Cotización 15/12/2023		4.719	
Potencial (%)	+19,3%	+13,6%	+7,9%
PER Equivalente (5)	23,3x	22,1x	21,0x

EUROSTOXX-50			
	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A (4)	2,62%	2,62%	2,62%
2.- Inc. BPA 2024e (1)	+7,6%	+2,4%	-2,7%
Precio Objetivo (2)	5.472	5.211	4.951
Precio Objetivo Anterior (3)		4.876	
Cotización 15/12/2023		4.549	
Potencial (%)	+20,3%	+14,5%	+8,8%
PER Equivalente (5)	15,0x	14,3x	13,6x

IBEX-35			
	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	3,20%	3,20%	3,20%
2.- Inc. BPA 2024e (1)	+5,2%	+0,2%	-4,8%
Precio Objetivo (2)	11.590	11.317	11.043
Precio Objetivo Anterior (3)		10.673	
Cotización 15/12/2023		10.096	
Potencial (%)	+14,8%	+12,1%	+9,4%
PER Equivalente (5)	12,2x	11,9x	11,6x

PSI-20			
	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	3,00%	3,00%	3,00%
2.- Inc. BPA 2024e (1)	+1,3%	-3,5%	-8,3%
Precio Objetivo (2)	8.068	7.684	7.300
Precio Objetivo Anterior (3)		6.918	
Cotización 15/12/2023		6.427	
Potencial (%)	+25,5%	+19,6%	+13,6%
PER Equivalente (5)	14,2x	13,5x	12,8x

(1) BPAs de consenso ajustados según estimaciones Bankinter.

(2) Cálculos con cierre 15 de diciembre de 2023. Precio objetivo a dic-2024. Calculado según método PER Objetivo.

(3) Cálculos a septiembre de 2023.

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

(5) PER de índices calculados tomando como referencia los BPAs 2024 esperados según consenso recopilado por Bloomberg y suponiendo se alcanzan los niveles Objetivo 2024 estimados para cada índice.

VALORACIONES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

Incluimos un análisis de sensibilidad sobre cada uno de los principales índices. Establecemos la zona sombreada como el rango más probable de valoración según distintas hipótesis para los BPAs y para la rentabilidad del bono soberano de referencia, siendo el dato central nuestro precio objetivo.

Tabla 2.1.5. Análisis de sensibilidad S&P 500

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		4,4%	4,2%	3,9%	3,7%	3,4%
BPA vs Consenso	-10%	4.231	4.508	4.825	5.189	5.613
	-5%	4.466	4.759	5.093	5.477	5.924
	0%	4.701	5.009	5.361	5.765	6.236
	5%	4.936	5.260	5.629	6.054	6.548
	10%	5.171	5.510	5.897	6.342	6.860

Tabla 2.1.6. Análisis de sensibilidad EuroStoxx-50

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,1%	2,9%	2,6%	2,4%	2,1%
BPA vs Consenso	-10%	4.301	4.487	4.690	4.912	5.157
	-5%	4.540	4.736	4.951	5.185	5.443
	0%	4.779	4.986	5.211	5.458	5.730
	5%	5.018	5.235	5.472	5.731	6.016
	10%	5.257	5.484	5.732	6.004	6.303

Tabla 2.1.7. Análisis de sensibilidad Ibex-35

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,7%	3,5%	3,2%	3,0%	2,7%
BPA vs Consenso	-10%	9.839	10.006	10.185	10.378	10.587
	-5%	10.386	10.562	10.751	10.955	11.175
	0%	10.932	11.117	11.317	11.531	11.763
	5%	11.479	11.673	11.882	12.108	12.352
	10%	12.026	12.229	12.448	12.684	12.940

Tabla 2.1.8. Análisis de sensibilidad PSI-20

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,5%	3,3%	3,0%	2,8%	2,5%
BPA vs Consenso	-10%	6.358	6.625	6.916	7.233	7.580
	-5%	6.712	6.993	7.300	7.634	8.001
	0%	7.065	7.361	7.684	8.036	8.422
	5%	7.418	7.730	8.068	8.438	8.843
	10%	7.771	8.098	8.452	8.840	9.264

Fuente tablas de sensibilidades: Análisis y Mercados Bankinter

2.2.- BONOS. El entorno macro/mercado es pro-bonos". Es el momento de aumentar Duración para alcanzar rentabilidades atractivas en 2024/2025.

Racional de inversión: Identificamos 3 factores clave que juegan a favor de los bonos en 2024/2025.

(1) **El binomio rentabilidad/riesgo es atractivo.** La rentabilidad/TIR actual es interesante en términos absolutos (vs TIR histórica) y relativos (vs rentabilidad por dividendo de las bolsas). Como referencia, la TIR del T-Note americano a 10 A se sitúa en 3,95% (vs 3,85% en dic. 2022), con el Bund alemán en 2,10% (vs 2,55% en 2022 vs -0,18% en 2021) y las primas de riesgo periféricas en niveles razonables (~100 pb España y ~170 pb Italia),

(2) **la Inflación sorprende positivamente**, salvo excepciones como Turquía (IPC en 62%) o Argentina (143%) donde la política monetaria se aleja demasiado de la ortodoxia financiera. El IPC de la UEM afloja hasta +2,4% en nov. (vs +2,9% ant. vs 10,7% en oct. 2022) con el indicador de precios favorito de la Fed - el Deflactor del Consumo Privado/PCE en EE.UU. de oct. - en +3,0% (+3,4% ant. vs +7,1% en jun.2022). La caída de la Inflación es la mejor noticia para los bonos, porque aumenta la **rentabilidad real** de la inversión e invita a pensar en un cambio a mejor en los tipos de interés (TIR a la baja/precio al alza) y (3) tras el mayor endurecimiento de la política monetaria vivido en décadas, la **macro** (precios y actividad) invita a pensar en **bajadas de tipos** para 2024/2025 porque: 3.1) la **economía global** pierde inercia (demanda de bienes/servicios y costes de producción a la baja), 3.2) los precios de la **energía** se alejan de niveles de estrés (petróleo Brent ~77,0\$/barril vs 96,5\$ en sept. 2023) y 3.3) las **perspectivas** de Inflación a largo plazo se acercan al objetivo de los bancos centrales. La excepción aquí es **Japón** donde el tipo de referencia está en negativo (-0,10%) con la Inflación de 3,3%.

La punta de lanza en los tipos está en algunos emergentes donde el cambio de ciclo es una realidad como **Brasil** (tasa Selic en 12,25% vs 13,75% en jun.), Chile (9,0% vs 11,0% en jul.), Polonia (5,75% vs 6,0% en oct) o Hungría (12,25% vs 13,0% desde sept. 2022). En definitiva, el **cambio en los tipos** es una magnífica noticia para los inversores en bonos, porque permite obtener una **rentabilidad adicional/plusvalía** (precio al alza) a la obtenida por el cobro de cupones.

Estrategia: La rentabilidad/TIR actual del tramo corto/medio de las curvas de tipos es interesante, porque alcanza niveles históricamente altos (Bund a 2A >2,50% y bono español >3,0%), supera la tasa Inflación y la TIR de los bonos a largo plazo (curvas 2/10 A invertidas). Aun así, aumentamos **Duración/riesgo** hasta 10 Años (vs 2/5 Años ant.) con el objetivo de alcanzar una rentabilidad atractiva y sostenible en 2024/2025 porque: En un entorno de tipos a la baja, aumenta el **riesgo de reinversión** (dificultad para obtener rentabilidades similares a las actuales al vencimiento) para los inversores que persisten en invertir en los tramos más cortos de la curva.

En corporativos, mantenemos nuestra preferencia por los bonos de **alta calidad crediticia/IG** porque: (1) los **fundamentales** son sólidos (cobertura de intereses elevada, deuda/ebitda baja y presión en **costes** a la baja) y (2) las **valoraciones** son atractivas. Reiteramos nuestra apuesta estratégica por la **banca** porque tiene exceso de liquidez, ratios de capital elevadas (>12,0%) y baja morosidad y (2) **telecomunicaciones** donde el margen para reducir deuda/costes es elevado.

El entorno macro/mercado es pro-bonos (TIR a la baja/precio al alza) ...

... la Inflación afloja y mejora la rentabilidad (real) de los bonos...





Las perspectivas de Inflación a largo plazo se aproximan al objetivo de los bancos centrales...

El cambio de ciclo es una realidad en algunos emergentes ...

Aumentamos duración hasta 10 Años para alcanzar una rentabilidad atractiva en 2024/2025 ...

En corporativos, la oportunidad está en bancos y telecomunicaciones.

2.3.- DIVISAS: Las expectativas de tipos estabilizan al dólar frente al euro en 2024.

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2024)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,10/1,15	Sequimos estimando que tras el depreciarse ligeramente contra el euro en 2023, el dólar fluctuará lateralmente o se depreciará moderadamente en 2024, pero lo hará con más intensidad en 2025. Estimamos que la Fed empezará a bajar tipos antes que el BCE. El potencial de recortes es superior para la Fed frente al BCE lo que acelerará la depreciación del dólar en 2025. Estimamos que el tipo de cambio cerrará el año 2023 en el entorno de 1,09, para 2024 estimamos 1,10/1,15 (ant. 1,08/1,12) y, para 2025 1,15/1,20.	Lateral / Depreciatoria 
Yen	153/157	Esperamos que en 2024 se produzca el fin de la política monetaria ultra-acomodaticia por parte del BoJ (tras casi 8 años de tipos negativos). Esto hará que la tendencia a futuro del Yen será ligeramente apreciatoria, especialmente después de las caídas vividas a lo largo de 2023 (-13% contra el Euro). Además, Fed y BCE deberían comenzar a bajar tipos en la segunda parte del año con lo que el diferencial de tipos se contraerá, lo cual servirá de apoyo al Yen. Por todo esto, nuestras estimaciones para el Yen son: 153/157 en 2024 y 148/153 en 2025.	Apreciatoria 
Franco Suizo	0,93/1,02	El franco ha estado soportado debido a una inflación significativamente menor en Suiza y a intervenciones del SNB vendiendo divisas para mantener un franco apreciado y frenar la inflación importada. En su última reunión de diciembre, el SNB elimina la referencia a ventas de divisas para mantener el CHF apreciado, especificando que las intervenciones pueden ser en ambas direcciones (venta o compra). Con previsiones de inflación oficiales <2% hasta 2026, la necesidad de mantener un CHF fuerte disminuye. Tras alcanzar recientemente máximos desde enero 2015, en los próximos trimestres esperamos que el franco mantenga una suave tendencia depreciatoria.	Lateral /Depreciatoria 
Libra	0,82/0,87	El Brexit y la escasez de mano de obra presionan al alza los salarios y llevan a unos niveles de inflación difíciles de controlar y por encima de otras economías occidentales. Este escenario dificulta la relajación de la política monetaria del Banco de Inglaterra. No vemos recortes de tipos -desde el nivel actual de 5,25%- hasta el último trimestre de 2024. Este contexto de tipos altos favorece a la libra, aunque el deterioro en la actividad económica limitará esta tendencia apreciatoria. Estimamos un rango EURGBP 0,82/0,87 en 2024 y 0,83/0,90 para 2025.	Lateral/Apreciatoria 

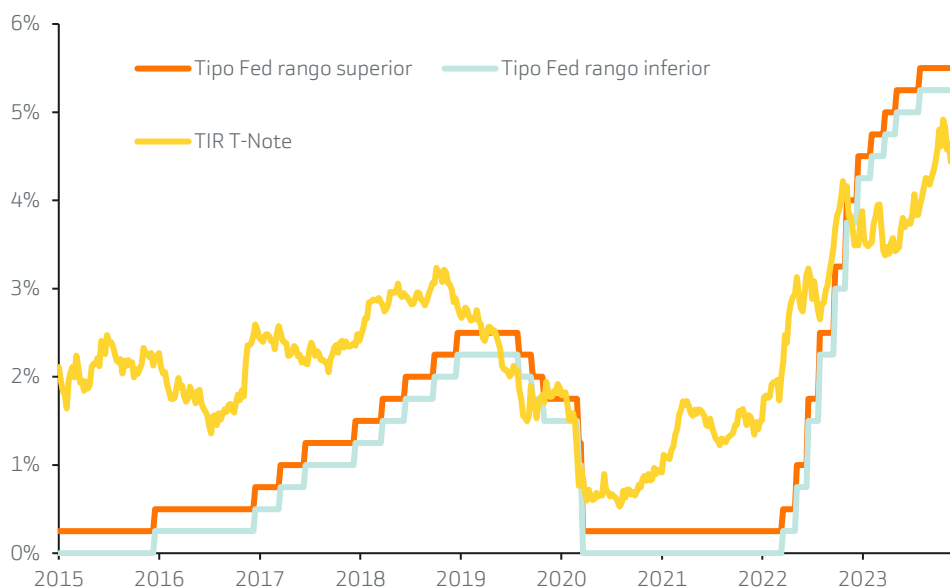
3.- Contexto Económico 2024

3.1.- EE.UU. ¿Cuándo empezará la Fed a bajar tipos?

El ciclo alcista de subidas de tipos de interés ha finalizado. Entre marzo de 2022 y julio de 2023, la Fed ha subido tipos hasta 5,25/5,50% (+525p.b.) buscando controlar la inflación. En las tres reuniones posteriores de 2023, los ha mantenido invariados. Además, en junio de 2022 empezó a reducir su balance, con un objetivo de no reinvertir al vencimiento bonos y otros activos financieros a un ritmo de 95.000M\$/mes. Este endurecimiento de la política monetaria ha tardado en traducirse en una desaceleración de la inflación que se sitúa en noviembre en +3,1% a/a, superando el objetivo de +2%. **La cuestión es cuándo empezará la Fed a bajar tipos y a qué ritmo lo hará. Creemos que bajará tipos en tres ocasiones en 2024 y en otras cinco en 2025.** Modificamos nuestro escenario central, estimamos que recortará -75 p.b. en 2024 (-25 p.b. en las reuniones de septiembre, noviembre y diciembre) y, otros -125 p.b. adicionales en el año 2025 a un ritmo de tres recortes de -25 p.b. en el primer semestre y dos en el segundo. Anteriormente estimábamos un recorte de -25 p.b. en 2024 y -150 p.b. adicionales en 2025. No compartimos el escenario del consenso que muestra que los recortes podrían empezar en marzo/mayo de 2024. Tras dejar el **Tipo de Referencia** en 2023 en 5,25/5,50%, estimamos que se situará en 4,50/4,75% en 2024 y, en 3,25/3,50% en 2025.

La Fed ha culminado el ciclo alcista para los tipos de interés e, iniciará las bajadas muy posiblemente en 3T 2024. Esperamos que recorte -200 p.b. en 2024/2025

Gráfico 3.1.1. Tipos de referencia de la Fed y TIR del T-Note



Fuente: Bloomberg

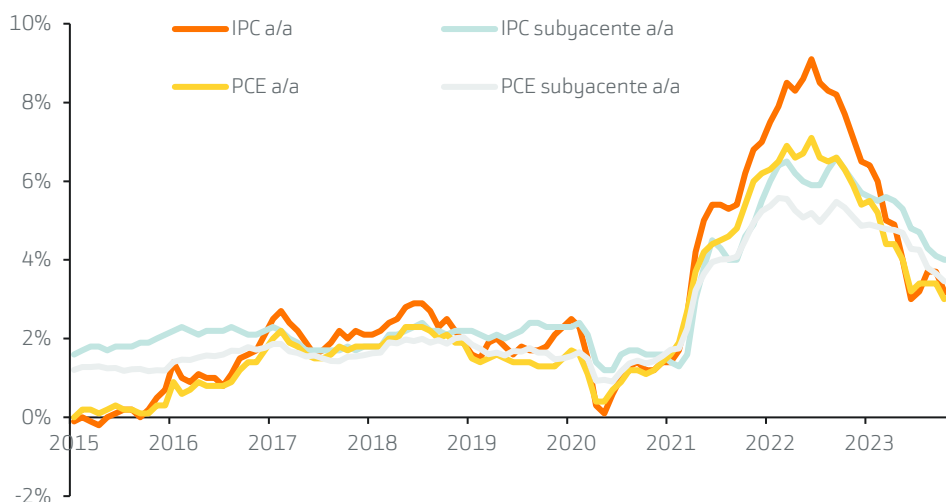
La **fortaleza de la economía estadounidense sigue sorprendiendo**. El PIB está impulsado principalmente por el Consumo privado y el Gasto Público y, acelera su expansión a +3,0% a/a en 3T. La fortaleza del **empleo**, con una Tasa de Paro de 3,7% y un aumento de Ganancias Medias Horarias de +4,1% a/a apoyan al Consumo. Un **mercado inmobiliario** pujante refuerza la percepción de riqueza. Los Precios de la Vivienda S&P CoreLogic Case-Shiller aumentan +3,9% a/a en las 20 principales ciudades a pesar de un contexto duro para la financiación hipotecaria, con el tipo medio en niveles del 7%.

El PIB sorprende positivamente y se recupera impulsado por el Consumo Privado, a su vez apoyada en la fortaleza del empleo

Revisamos al alza nuestras estimaciones para el PIB. Así, para 2023 esperamos que se expanda +2,2% a/a (ant. +2,0%), para 2024 +2,0% (ant. +1,8%) y mantenemos invariado +2,0% para 2025.

Las medidas para contener la **inflación** están dando resultados positivos, aunque más despacio de lo deseado. El IPC Subyacente modera su crecimiento a +4,0% a/a, el Deflactor del Consumo PCE a +3,0% y el Deflactor Subyacente a +3,5%. El **objetivo de la Fed es que el IPC regrese al +2% pero no creemos que lo logre hasta pasado al año 2025**. La evolución que estimamos para los precios nos hace ser cautos respecto al inicio de la reducción de tipos por parte de la Fed y al ritmo en que ejecutará este proceso. Nuestras **estimaciones consideran que el IPC se situará en +3,2% a/a en dic. 2023** (ant. +4,0%), mientras que mantenemos sin cambios nuestras estimaciones de +2,7% y +2,5% para diciembre de 2024 y 2025, respectivamente.

Gráfico 3.1.2. IPC y Deflactor del PCE. Evolución reciente



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Respecto a la evolución de la **TIR del T-Note**, tras el rally que ha seguido a la reunión de diciembre de la Fed, estimamos que cerrará 2023 en niveles de 3,95%. Nuestras previsiones para 2024 y 2025 son 3,90% y 3,70%, respectivamente (vs. 3,90% y 3,25% anterior).

El **dólar** mostrará una tendencia lateral o moderadamente depreciatoria frente al euro en 2024 pero, se depreciará con más rapidez en 2025. El potencial para recortar tipos es superior para la Fed que para el BCE y será la Fed quien baje tipos primero. Nuestras estimaciones para el **tipo de cambio EuroDólar** consideran un tipo en el entorno de 1,09 en diciembre de 2023, un rango entre 1,10/1,15 en 2024 (ant. 1,08/1,12) y; 1,15/1,20 en 2025 (sin cambios).

Nuestra **valoración de la bolsa** de EE.UU. se refuerza con la calidad de los beneficios empresariales, un nivel bajo de riesgo percibido y por el potencial de recortar tipos. Esperamos que el **Índice S&P 500** cierre el año 2024 a niveles de 5.361 puntos, supone un **potencial alcista** de +13,6%.

Revisamos al alza nuestras estimaciones para el PIB

La inflación se desacelera, aunque más despacio de lo deseado y prevemos que la Fed convivirá con inflaciones superiores a su objetivo del 2% por lo menos hasta finales de 2025

Estimamos que la TIR del T-Note: retrocederá al descontarse el cambio de ciclo en los tipos de interés

La tendencia del dólar es lateral o moderadamente depreciatoria frente al euro en 2024 y, se depreciará con más rapidez en 2025

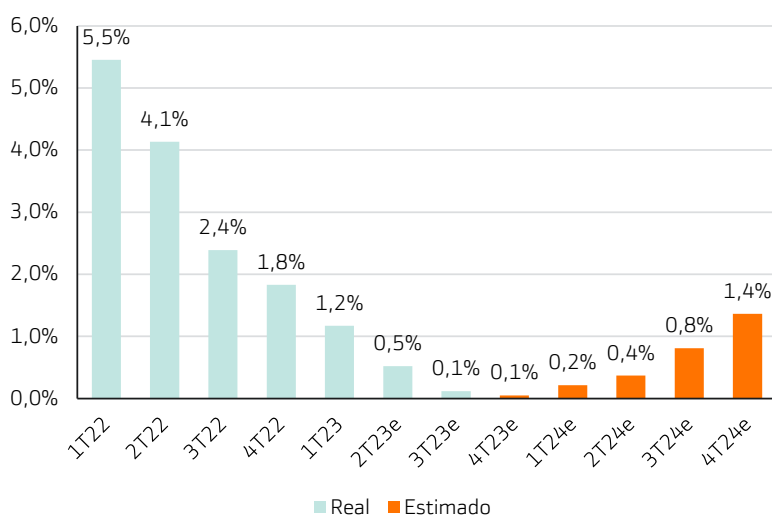
Nuestra valoración del S&P 500 supone un potencial alcista de +13,6% en 2024

3.2.- UEM: "Enfocamos un 2024 de suave crecimiento en el que podríamos ver las primeras bajadas de tipos."

Tras un final de 2023 marcado por la debilidad, entramos en una fase de suave crecimiento. Europa atraviesa sus dos peores trimestres (3T/4T 2023) en términos de crecimiento. A partir de este punto, entramos en una fase de suave crecimiento en la primera parte de 2024, acelerando progresivamente hacia 2025. Revisamos a la baja el crecimiento hasta +0,5% (vs +0,6% anterior) en 2023, lo que implicaría de forma teórica una "recesión técnica" (-0,1% m/m 3T23 y -0,1% 4T23e) ante la debilidad de Alemania y sus periféricos. Si bien, será cuestión de dos trimestres ya que en 2024 volveremos a ver crecimiento. Estimamos un crecimiento en 2024 de +0,7%. Es un crecimiento suave en el que confrontan varios factores. Por un lado, jugarán a favor el crecimiento real de los salarios y el Gasto Público. En el lado negativo, tendremos la inversión recuperándose progresivamente hacia 2025 a medida que las condiciones financieras aflojen y el comercio global, el cual seguirá el mismo patrón. Estimamos una recuperación más significativa de ambas partidas desde 2S 2024. En consecuencia, estimamos un crecimiento de +1,7% en 2025.

2024 irá de menos a más en términos de crecimiento.

Gráfico 3.2.1.- Eurozona: Variación PIB interanual.



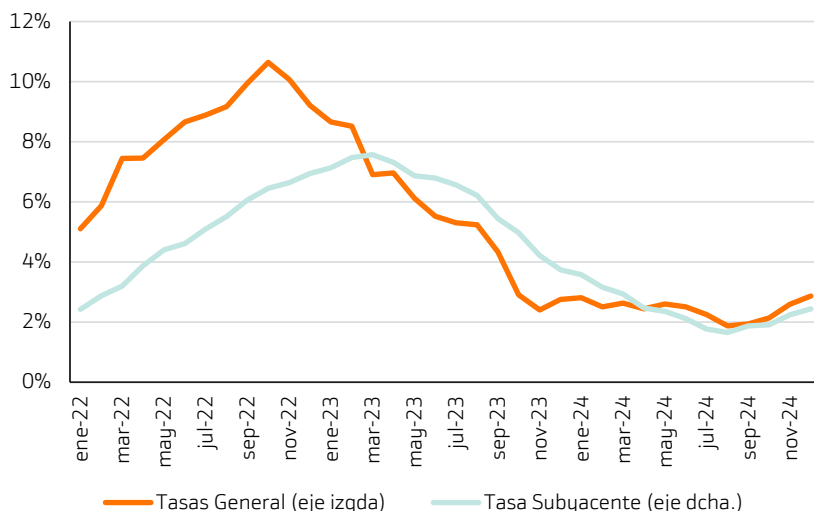
Fuente: Eurostat y estimaciones elaboradas por Análisis y Mercados Bankinter

Inflación: mejor de lo esperado, pero no hay que confiarse. La inflación evoluciona mejor de lo esperado en la segunda parte del año, alcanzando un registro de +2,4% en noviembre frente a +10,1% en noviembre de 2022. Esta desaceleración es consecuencia de la fuerte caída de los precios de la energía, principalmente gas y electricidad, de modo que la tasa Subyacente se sitúa en +3,6%. Estimamos un ligero repunte de la lectura general para cerrar el año en +2,8%. Por regla general, diciembre es un mes en el que los precios se suelen incrementar. Mantenemos nuestra previsión para 2024 en +2,9% y revisamos a la baja la previsión de 2025 en +2,2% desde +2,5%. Estimamos una inflación media para 2024 de +2,4%. En lo que se refiere a la inflación, los riesgos permanecen sesgados al alza por dos factores: **(i) la reversión de las medidas fiscales** (ej. reducción de IVA en electricidad/gas y diversos productos) implementadas por numerosos países de la zona euro que suavizaban el incremento de precios y **(ii) el incremento de salarios**. Esta última será una de las principales presiones inflacionistas, ya que el

La inflación evoluciona mejor de lo esperado, pero los riesgos permanecen al alza.

Sector Servicios, más intensivo en mano de obra, representa un 44% del IPC.

Gráfico 3.2.2.- Eurozona: IPC general y subyacente (a/a).



Fuente: Eurostat y estimaciones elaboradas por Análisis y Mercados Bankinter

Esto es consecuencia de un mercado laboral ajustado, prácticamente en mínimos históricos y donde el Sector Servicios abarca el 75% de los empleos. Estimamos un ligero repunte de la Tasa de Paro hasta cerrar el año en 6,6%. A pesar de que podría repuntar alguna décima adicional en la primera parte de 2024, supone niveles muy bajos en un entorno de desaceleración de la economía. Esta es la principal diferencia frente a otros periodos. Es decir, la Tasa de Desempleo permanecerá en niveles cercanos a máximos históricos. En este contexto, los Salarios se incrementaron un +4,6% en 2T 2023, avanzando un +4,8% en el Sector Servicios. Registrarán crecimiento en términos reales en 2024 y 2025.

La baja Tasa de Desempleo añade presiones inflacionistas por el lado de los salarios.

El ciclo de subidas de tipos ha terminado. El siguiente movimiento será a la baja, pero no tan rápido como el mercado descuenta. La subida de tipos de septiembre da por finalizado el ciclo de subidas dejando los tipos de referencia en **4,00% y 4,50% (depósito/director)**. Tras una inflación mejor de la esperada, el mercado se ha apresurado a descontar bajadas de tipos tan pronto como en la reunión de marzo. Consideramos que este movimiento es precipitado ya que no hay motivos suficientes que soporten una bajada de tipos tan rápido. Estimamos dos bajadas de tipos para 2024 (-50 p.b.), pero en las últimas reuniones del año (octubre/diciembre). Un error en este sentido podría acelerar de nuevo la inflación, lo que supone un riesgo que el BCE no debería asumir.

La clave es: ¿Cuándo será la primera bajada de tipos? No tan rápido como el mercado descuenta.

La reducción de balance continuará a lo largo del 2024. El BCE seguirá sin reinvertir los vencimientos del APP (programa de compras de activos), lo que supone una reducción media 25.000M€/30.000M€/mes. Además, comenzará a reducir el balance del PEPP (programa de compras de emergencia frente a la pandemia) a partir de julio a un ritmo de 7.500M€/mes. En 2025 dejará de reinvertir los vencimientos del mismo modo que hacen con el APP. El Bund ha avanzado en exceso debido a las expectativas de bajadas de tipos anteriormente mencionadas. De cara a final de 2024, estimamos una TIR de 2,10%, prácticamente en la zona en la que se encuentra en estos momentos tras el rally vivido durante los últimos meses del año.

3.3.- ESPAÑA. "2024 ejercicio de menos a más, marcado por la retirada de medidas antiinflacionistas".

Revisamos nuestras estimaciones de PIB para 2023 al alza +2,4% a/a (+0,2pp), que implica un 4T 2023 +1,5% a/a (+0,2% t/t). Sin embargo, la tendencia de moderación trimestral nos conduce a revisar 2024e a la baja +1,4% a/a (-0,2pp). Mantenemos la proyección para 2025e en +2,1% a/a.

El comportamiento en 2024 estará marcado por: (1) evolución trimestral de menos a más, al contrario que 2023, a medida que se consolide la contención de la inflación, la posibilidad de una política monetaria menos restrictiva, así como la recuperación de nuestros principales socios comerciales; y (2) el momento de la retirada de las medidas de apoyo contra la inflación, que será clave para la evolución tanto del nivel de precios, como para la contención del déficit público.

Los factores clave del 2024 serán:

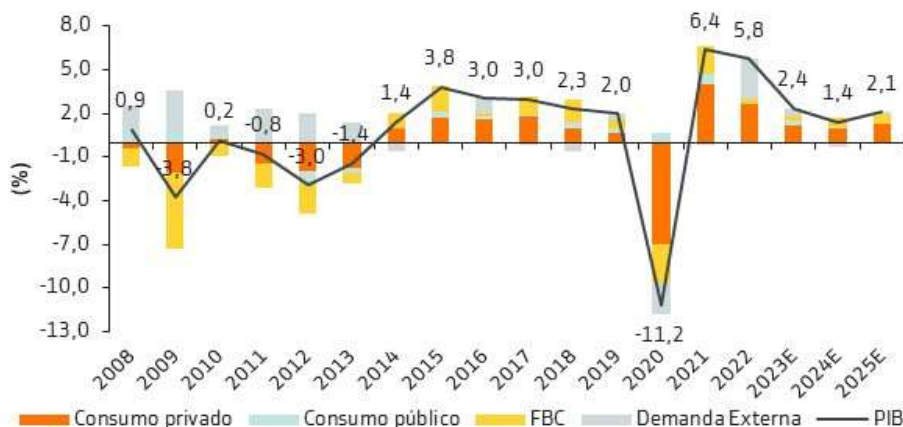
(1) **C. Privado resistente**, aunque a un ritmo algo inferior a 2023, ya que el menor ritmo de revisión de rentas debe verse compensado parcialmente por el descenso de los precios; y la Tasa de Ahorro se mantiene elevada (11,7% 2T 2023 sobre Renta Bruta Disponible vs media 9%).

(2) **Mejora del ritmo de Inversión**, ante la expectativa de que los tipos hayan tocado techo y la mayor actividad de los fondos europeos, tras el *impasse* electoral de 2023.

(3) **Por el contrario, el Gasto Público debe moderar su contribución**, ante la necesidad de volver a cumplir con las reglas de déficit de la UEM y la retirada de las medidas de apoyo contra la inflación.

(4) **El S. Exterior puede contribuir negativamente en el ejercicio 2024**, tras liderar el crecimiento en 2022 y contribución moderada en 2023 (+0,6pp). El menor crecimiento proyectado para la UEM (+0,7% a/a 2024e vs España), nos hace anticipar un mayor crecimiento de las Importaciones vs Exportaciones, a pesar del menor peso (negativo) de la balanza energética, con un precio del petróleo más moderado.

Gráfico 3.3.1. Evolución PIB por componentes, 2008r/25e



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

*Proyecciones PIB (revisión):
2023e +2,4% a/a (+0,2pp).
2024e +1,4% a/a (-0,2pp).
2025e +2,1% a/a.*

2024: de menos a más y bajo el impacto del momento de retirada de las medidas antiinflacionistas.

El Gasto Público, en 2024 vuelven las reglas fiscales de la UEM

La inflación del 2023e se situará en media en **+3,6% a/a (+3,1% a/a dic-23)** lo que muestra la moderación desde 8,4% a/a medio de 2022 (vs 5,7% dic-22). Esta evolución será mejor a la que anticipábamos anteriormente (+3,8% en media anual) ante: (1) contención de los precios de los carburantes y la electricidad; (2) desaceleración de la demanda.

IPC 2023 +3,6% a/a media (+3,1% dic-23) favorecido por carburantes y electricidad

Para 2024e proyectamos **+3,0% a/a medio (+3,4% a/a dic-24)**. Continuará favorecida por la moderación de la demanda, pero con la volatilidad del momento de retirada de las medidas antiinflacionistas (asumimos la mayoría en enero y el IVA de los alimentos en julio) y los efectos base de 2023 (mínimo de +1,9% a/a jun-23). **La relocalización, al menos parcial, de los proveedores y las subidas de costes laborales** son factores que prolongan el proceso de normalización de la inflación. **En 2025 esperamos un +2,3% a/a en media y a dic-25**, próximo a niveles objetivos del BCE.

IPC 2024 +3,0% a/a media (+3,3% dic-24). Dependiente de las retiradas de medias extraordinarias contra la inflación

El **mercado laboral** es uno de los principales soportes del Consumo y se mantiene **estable, aunque con signos de moderación**: (1) el número de afiliados a la S.S. desestacionalizados ha seguido aumentando, pero a menor ritmo (+7,7mil personas en media, últimos 2M vs media >55 mil hasta sept-23); (2) Los Costes Laborales Unitarios (CLU) al alza (+5,8% a/a 3T 2023); y (3) La Tasa de Paro repuntó ligeramente en el 3T 2023 (+0,20pp). Estimamos una Tasa de Paro en torno al 11,80% dic-2023, 12,1% 2024 y 11,6% en 2025e. La Tasa de Paro no incorpora los fijos discontinuos inactivos (~443 mil dic-22, en torno +1,9pp a la Tasa de Paro).

Mercado laboral, bastante estable, aunque con algunos signos de moderación. Estimamos Tasa de Paro 11,8% 2023e; 12,1% 2024e y 11,6% 2025e

2024 será el **ejercicio de recuperación de las normas fiscales en Europa**, tras cuatro años de suspensión. **La retirada de las medidas de apoyo fiscal** será el **principal factor de mejora** (por el lado de moderación del gasto y mejora de ingresos, aunque pueden verse parcialmente contrarrestados por el menor crecimiento). **Nuestras estimaciones parten de un Déficit Público del -4,1% en 2023; -3,3% en 2024e y -3,0% en 2025e**. Alcanzar este nivel supondría prácticamente superávit primario. La Deuda Pública/PIB se situaría en 107,7% en 2023e; cierto estancamiento en 2024e al 107,5% ante el menor crecimiento del PIB nominal y 106,7% en 2025e.

La contención del Déficit Público, clave para reducir vulnerabilidades a medio plazo

Los **Precios de Vivienda** aguantan mejor de lo previsto en 2023. Aunque deberían moderar con respecto al +4,5% a/a del 3T, cerrarán el año con subidas, soportados por un fuerte mercado laboral, con incrementos salariales superiores al +5%. En 2024 podría producirse alguna pequeña corrección (-2% BKT; sin cambios), coyuntural por el entorno de tipos elevados. Los fundamentales de la vivienda son buenos y no existe burbuja.

Los precios de vivienda aguantan en 2023 y si corrigen en 2024 será de forma coyuntural.

Escenarios alternativos. Las incertidumbres siguen siendo elevadas: riesgos geopolíticos; la necesidad de apoyos parlamentarios para la adopción de medidas durante esta legislatura; y una inflación todavía por encima del objetivo (2%) en 2024. Una rebaja de tipos más próxima o mayor uso de fondos NGEU, podrían dar lugar a un entorno más favorable.

Escenarios alternativos, los riesgos siguen siendo elevados.

Tabla 3.3.1: Resumen de estimaciones 2019r/25e y Escenarios Optimista y Pesimista 23e/25e

España, cifras clave (%) (Probabilidad Esc.: 30%/60%/10%)	2019	2020	2021	2022	2023e			2024e			2025e		
					Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,2	2,4	2,5	0,9	1,4	1,8	1,6	2,1	2,6
Consumo Privado	1,1	-12,3	4,6	4,7	1,9	2,0	2,2	1,5	1,8	2,0	1,9	2,2	2,4
Gasto Público	1,9	3,6	3,4	-0,2	1,7	1,7	1,8	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,4	0,5
Formación Bruta Capital	4,5	-9,0	4,3	2,4	1,1	1,3	1,4	2,9	3,4	3,9	2,9	3,0	4,0
Demanda interna (aportación)	1,6	-9,0	6,6	2,9	1,6	1,8	1,9	1,4	1,8	2,0	1,7	1,9	2,3
Sector Exterior (aportación)	0,4	-2,2	-0,2	2,9	0,5	0,6	0,7	-0,5	-0,4	-0,2	-0,1	0,2	0,3
Déficit Público/PIB*	-2,9	-11,0	-6,8	-4,7	-4,4	-4,1	-3,9	-3,8	-3,3	-2,8	-3,5	-3,0	-2,5
Deuda/PIB*	95,5	120,3	116,8	111,6	108,1	107,7	107,6	109,1	107,5	106,6	109,3	106,7	104,6
Tasa de paro (EPA)*	13,8	16,1	13,3	12,9	12,1	11,8	11,4	12,9	12,1	11,4	13,7	11,6	10,7
IPC*	0,8	-0,5	6,5	5,7	3,3	3,1	3,0	3,7	3,4	3,2	2,7	2,3	2,1
IPC (medio)	0,4	-0,7	5,8	8,4	3,6	3,6	3,6	3,4	3,0	2,7	2,6	2,3	2,1

* Datos a final de ejercicio

Fuente: datos INE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter

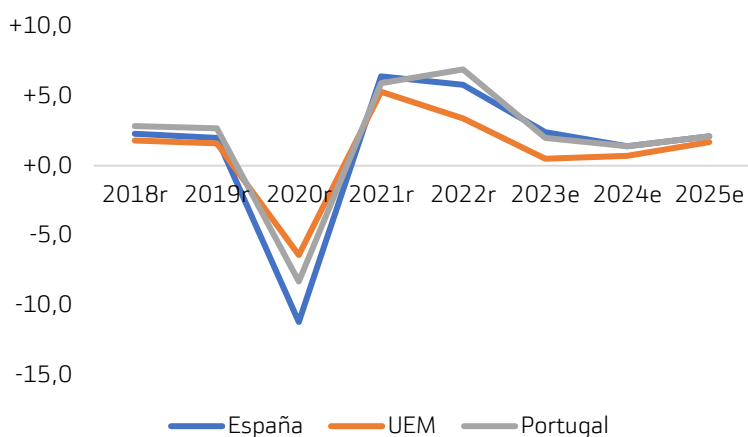
3.4.- PORTUGAL. La ralentización económica es inevitable. Pero la inflación apunta en la dirección correcta.

El desarrollo de la economía portuguesa en 2023 ofrece un **diagnóstico más positivo de lo esperado a inicios de año**. Aunque ya ofrece indicios de una cierta ralentización, el ciclo económico aguanta en niveles decentes, soportado por un mercado laboral que se mantiene fuerte. Y, esto, mientras la inflación mantiene su tendencia a desacelerar, iniciada tras su máximo registrado a finales de 2022 (+1,6% en noviembre vs +10,2% en octubre 2022). **El aterrizaje suave de la economía se vuelve cada vez más probable.**

La economía portuguesa resiste mejor de lo esperado, pero la ralentización es inevitable. El aterrizaje suave es nuestro escenario central.

En 2024 el foco estará centrado en dos preguntas-clave: (1) ¿Cuál será la magnitud de la desaceleración del ciclo económico? (2) ¿Como evolucionará la inflación? Respecto a la primera cuestión, será crucial **entender la evolución de los tres pilares de la economía portuguesa**, que presentaron ya señales de debilidad en los últimos trimestres de 2023 y, a los cuales, el contexto de tipos elevados y desglobalización pasará factura. Por su parte, la inflación es una fuente de incertidumbre por su evolución futura. **¿Tendremos una ralentización progresiva y constante o volátil y con posibles sustos?** Nuestro escenario central es de un *soft-landing* de la economía. De hecho, si por un lado revisamos a la baja nuestras estimaciones para la inflación en 2023, 2024 y 2025 (+1,9%/+2,8%/+2,2%, respectivamente), por el otro, revisamos también en el mismo sentido nuestras proyecciones de crecimiento de la economía (PIB'23/24/25 +2,0%/+1,4%/+2,1%). Por el lado del mercado laboral mantenemos nuestras últimas estimaciones prácticamente inalteradas (Paro 23/24/25 en 6,8%/6,8%/6,6%, respectivamente).

Gráfico 3.4.1. Estimaciones de PIB en Portugal, España y UEM



Fuente: datos *Instituto Nacional de Estadística*. Elaboración: Análisis Bankinter

La ralentización de la economía portuguesa es inevitable y deseable, ante la necesidad de controlar una inflación que tiene riesgos al alza. Es necesario mantener en el radar el Consumo Privado, la Formación Bruta de Capital (FBC) y la Demanda Exterior, ya que su evolución determinará el rumbo de la economía. Como la partida con mayor peso en el PIB que es, **el Consumo Privado es la mayor fuente de incertidumbre**. La tendencia de ralentización que empezó a mediados del año pasado se mantendrá en 2024, antes de recuperar en 2025, aunque la mayor volatilidad del Consumo Privado se pueda ver compensada, desafortunadamente, por un incremento del Gasto Público (como ya sucedió en el 3T 2023). Sin

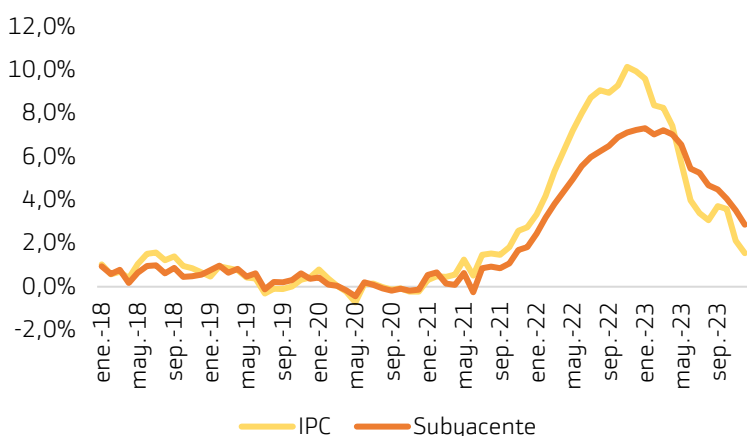
El foco estará en los tres pilares de la economía: Consumo, Inversión Empresarial y Demanda Exterior.

embargo, el escenario de tipos de interés elevados y los zigzags esperados en la ralentización de la inflación tendrán un impacto negativo sobre el Consumo Privado. Con respecto a la FBC, la duda que surge es la misma de los últimos trimestres: ¿Será el PRR (*Plano de Recuperação e Resiliência*) capaz de mitigar el impacto negativo del entorno actual? **En un año en el cual la incertidumbre política será más elevada**, por lo menos, hasta finales del 1T, el riesgo se incrementa. Finalmente, la Demanda Exterior seguirá, también, dando señales de debilidad, ante un fenómeno de **desglobalización y un enfriamiento de las economías de la UEM**, que representan un 72% de las Exportaciones portuguesas. De hecho, **revisamos a la baja nuestras estimaciones para el crecimiento del PIB**: PIB'23/24/25 +2,0%/+1,4%/+2,1%, respectivamente. La ralentización económica es inevitable, pero Portugal mantendrá un buen crecimiento soportado por dos pilares. Por el lado del Consumo Público, la sorprendente gestión de las cuentas públicas ofrece margen al Gobierno para estimular la economía. Por otro lado, la fuerza del mercado laboral, que mantiene una tasa de paro por debajo de la media histórica, y un crecimiento salarial robusto, sustentan el ciclo económico portugués. Por eso, **mantenemos prácticamente inalteradas nuestras estimaciones para el mercado laboral**.

Tras la rápida ralentización de la inflación en 2023, debemos estar especialmente atentos a la sensibilidad de los precios en los siguientes trimestres, ya que **en 2024 su evolución podrá ser más volátil**. Posibles subidas en los precios de la energía, el fin de los subsidios gubernamentales al precio de los alimentos (*IVA zero*), y un *efecto espejo* adverso, podrán dar como resultado repuntes ocasionales de la inflación. La tasa subyacente, que excluye sus componentes más volátiles, se mantiene ca. **+3% y esa puede ser una barrera difícil de batir** durante 2024. Así, tras la sorprendente ralentización de la inflación en 2023, pero teniendo en cuenta un aumento de la volatilidad en su desaceleración en los próximos trimestres, **revisamos a la baja nuestras estimaciones** hasta +1,9%, +2,8% y +2,2% en 2023, 2024 y 2025, respectivamente.

En 2024 veremos una inflación más volátil, fruto de un "efecto espejo" adverso y el fin de los subsidios gubernamentales.

Gráfico 3.4.2. IPC y Tasa Subyacente



Fuente: datos Instituto Nacional de Estatística. Elaboración: Análisis Bankinter

Finalmente, estimamos una suave y pasajera corrección de los precios inmobiliarios (ca.-2%, tanto en 2024 como en 2025) ante la pérdida de atractivo de esta clase de activo para el inversor, debido a la entrada en vigor de la nueva regulación sobre vivienda (*Mais Habitação*). Por eso, estimamos un crecimiento del Precio de las Viviendas de +5,5% en 2023, seguido de una corrección en 2024 y 2025 de -2,0% en ambos años.

El inmobiliario se mantiene fuerte, pero pierde atractivo. Estimamos una suave corrección en 2024/25.

3.5.- OTRAS ECONOMÍAS

REINO UNIDO. El Brexit y la escasez de mano de obra presionan los salarios y dificultan la relajación de la política monetaria.

El Brexit y las tensiones en el mercado laboral resultan en unos **niveles de inflación difíciles de controlar y superiores al de otras economías occidentales**. El IPC se encuentra actualmente en 4,6% (vs 11,1% en octubre 2022) con la Tasa Subyacente en 5,7% (vs 7,1% en mayo 2023). Pero estas mejoras son claramente insuficientes y la inflación subyacente en Reino Unido es todavía muy superior a la de Europa (3,6%) y a la de EEUU (4%).

La **inflación de servicios (6,6%) es la principal responsable de estos altos registros de IPC**, mientras que la inflación de bienes está más controlada (2,9%). Esto es el resultado de un mercado laboral muy tensionado debido a la escasez de oferta, que hace que los salarios crezcan a unas tasas elevadas (+7,2% incluyendo bonus).

Las **presiones inflacionistas** irán moderándose a medida que se ajuste el mercado laboral, pero **tardarán tiempo en desaparecer**. Esperamos que el IPC se situé en 3,1% a finales de 2024 y llegue a 2,4% para finales de 2025.

La **actividad económica se debilita como consecuencia de los altos tipos de interés y las presiones inflacionistas**. El PIB del 3T creció a una tasa de tan solo +0,6% (a/a) y las previsiones para el 4T apuntan a un crecimiento aún más moderado (+0,3%). Ante este escenario, y con la posibilidad de un adelanto de las elecciones a 2024, el Gobierno ha puesto en marcha un plan de estímulo de 20.000M€ (0,7% del PIB). Las medidas van encaminadas a aliviar la carga fiscal de empresas y trabajadores, incluyendo también una subida de las pensiones.

Esperamos que el PIB cierre 2023 con un crecimiento medio de +0,5%. **Para 2024 el crecimiento sería de +0,4%, mejorando hasta +1,3% para 2025**. La tasa de paro repuntará hasta 4,8% en 2024 vs 4,0% actual.

En este contexto de alta inflación, originada fundamentalmente por el lado de la oferta, la política monetaria deberá permanecer relativamente restrictiva a pesar del débil crecimiento económico. No vemos recortes en tipos hasta finales de 2024. Con la inflación cercana al 3,0%, **el Banco de Inglaterra podría empezar a relajar su política en el último trimestre de 2024**. Podríamos ver dos recortes de -25p.b. en las reuniones de noviembre y diciembre desde el 5,25% actual hasta 4,75% para final de año. En 2025 se producirían recortes adicionales, -125p.b en total hasta 3,50% para finales de año.

IRLANDA: PIB impactado por el efecto de las multinacionales. El empleo resiste.

Irlanda desacelera y cerrará el año en **contracción** por varios motivos: (i) peor evolución de las multinacionales, lo que ha tenido impacto directo en las Exportaciones. Se han visto afectadas por un **alza impositiva** en Sociedades, desde 12,5% hasta 15%. Esto favorece la salida de empresas y la reducción de ingresos fiscales. (ii) **Sector Farma**, muy presente en el país, afectado por el final de la pandemia. (iii) **Fuerte caída de las inversiones** (-20% a/a), impactadas por la caída de la demanda exterior y elevados tipos de interés. Además, el CSO (Central Statistics Office) realizó una revisión significativa contable este verano que afectó particularmente a la Inversión.

Inflación por encima de otras economías occidentales .

Fuertes subidas salariales que impulsan la inflación de servicios

Las presiones inflacionistas tardarán en desaparecer

Algunas medidas de estímulo fiscal ante el deterioro de la actividad

Débil crecimiento con repunte en la tasa de paro

Sin recortes en tipos de interés hasta el último trimestre de 2024

La peor evolución de las multinacionales ha tenido impacto directo en el PIB, que cerrará este año en contracción.

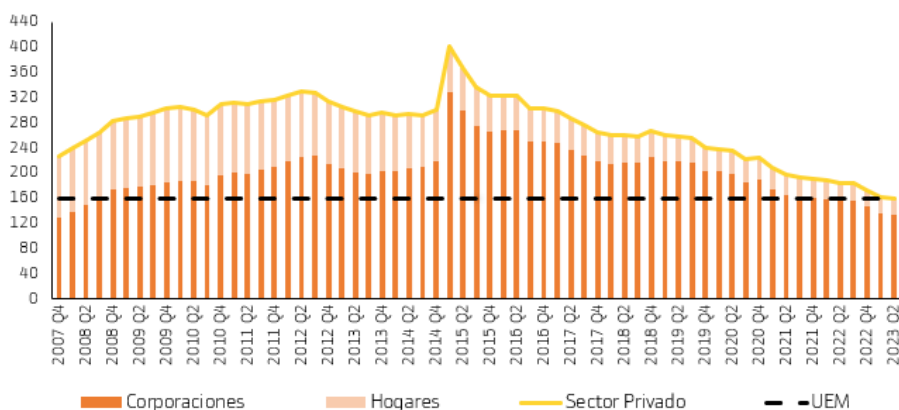
¿Qué podemos esperar en los próximos años? La economía estará soportada por unas condiciones financieras que se relajarán, un consumo resiliente y un mercado laboral sólido (Tasa de Paro 4,8%). También debería recuperar la Inversión una vez que se consoliden las reducciones en los tipos de interés. En este contexto, reducimos nuestra estimación de crecimiento de PIB hasta +2,5% a/a desde +3,1% anterior en 2024 y +3,5% desde +4,3% anterior. También esperamos una moderación de la **Inflación** (oct. +5,1% a/a), en línea con el resto de países europeos, por la caída en el precio de las materias primas, la moderación en el incremento salarial, la ralentización en el mercado inmobiliario y la propia desaceleración de la economía. Mantenemos estimación en +3,0% a/a en 2024 y +2,4% en 2025. El **precio de las viviendas** se moderará en un entorno de tipos de interés elevados. Sin embargo, el déficit de oferta estructural y el empleo sólido seguirán dando soporte. **Estimamos un crecimiento de +2,4% en 2024 y 2025.**

Estimamos que el PIB crecerá +2,5% en 2024 y +3,5% en 2025.

Foco en el endeudamiento empresarial. El Déficit aumentó en 2020 hasta -5,0%, pero han hecho un importante esfuerzo de reconducción de cuentas públicas y volvió a superávit en 2022 de +1,7%. No obstante, el principal riesgo es la evolución de la Deuda Privada, uno de los principales desequilibrios del país. Desde 2020, 225% sobre el PIB, se ha reducido considerablemente, pero sigue siendo elevado 160% (en línea con el promedio europeo). Este volumen se explica por la deuda de las empresas (134% s/PIB) y no por los hogares (25% s/PIB). Una menor actividad empresarial puede endurecer sus condiciones de financiación.

Irlanda ha realizado un importante esfuerzo en reconducción de sus finanzas públicas, pero es clave la reducción de su deuda empresarial.

Gráfico 3.5.1: Irlanda. Evolución endeudamiento del S. Privado



Fuente: Banco Central de Irlanda. Elaboración: Análisis y Mercados Bankinter

En conclusión, el crecimiento del PIB decepciona y sufre fuerte volatilidad motivado principalmente por su exposición a las multinacionales. Además, son varios los riesgos que identificamos: elevado endeudamiento empresarial, inflación persistente, condiciones financieras duras, menores ingresos fiscales de las multinacionales, cambios en la tributación internacional y debilitamiento de la demanda externa. No obstante, Irlanda presenta una economía sólida y acumula varios años continuados de fuerte crecimiento de PIB. La demanda interna, la solidez de su mercado laboral y la reducción de los tipos de interés, debería permitir que **continúe creciendo con cierta energía en los próximos años, eso sí probablemente con menor vigor que los años previos.**

Seguirá creciendo en los próximos años, pero con menor vigor que en años previos.

SUIZA: Crecimiento inferior al potencial e inflación contenida, aunque no exenta de riesgos. Franco soportado por mejores fundamentales.

La economía suiza volverá a crecer por debajo de su potencial en 2024. La desaceleración global será un freno para una economía orientada a la exportación, aunque el **consumo debería mantenerse estable, apoyado en un mercado laboral sólido y fuerte inmigración**. La estabilización de los salarios reales y un significativo aumento en las primas de los seguros de salud prevendrán un mayor repunte.

La mejora del efecto base en los precios de la energía ha llevado a la **inflación por debajo de la cota del 2% (+1,4% en noviembre)**. Pero los riesgos no han desaparecido. Efectos de segunda ronda, como el aumento de los alquileres, ocasionará **repuntes en los próximos meses**. La inflación se moderará suavemente, pero permanecerá en niveles relativamente elevados, presionada por un **aumento del IVA** (de 7,7% a 8,1% a partir de enero), **los precios de la electricidad y los alquileres**. Este último concepto contribuirá con 1 p.p. a la inflación de 2024. Por el contrario, la inflación importada, relevante en trimestres pasados, no tendrá un impacto significativo. A pesar de un crecimiento económico modesto, **el desempleo solo aumentará ligeramente** dado el déficit estructural de mano de obra en el país.

En este escenario, esperamos que **el Swiss National Bank (SNB) mantendrá sus tipos de interés oficiales**, actualmente en 1,75%, **sin cambios hasta la segunda mitad de 2024**. Los riesgos para el crecimiento económico desaconsejan un mayor endurecimiento de la política monetaria, mientras los riesgos para la inflación hacen lo propio con una relajación de ésta. Tras subidas de +250 pb desde la primavera de 2022, el SNB tiene margen para esperar y ver qué impacto tiene el endurecimiento monetario sobre la economía. Indicadores como el PMI Manufacturero han caído hasta niveles históricamente bajos y el consumo podría frenarse si la inflación repunta más de lo esperado. Por otro lado, el BCE parece haber alcanzado el fin del ciclo de subidas de tipos, con lo que subidas adicionales por parte del SNB ocasionaría una apreciación indeseada del franco suizo.

El franco suizo ha estado soportado en los recientes trimestres por una inflación significativamente menor en Suiza y a intervenciones del SNB vendiendo divisas para mantener un franco apreciado y frenar la inflación importada. En su última reunión de diciembre, **el SNB elimina la referencia a ventas de divisas para mantener el CHF apreciado**, especificando que las intervenciones pueden ser en ambas direcciones (venta o compra). Con previsiones de inflación oficiales <2% hasta 2026, **la necesidad de mantener un CHF fuerte disminuye**. Tras alcanzar recientemente máximos desde enero 2015, en los próximos trimestres **esperamos que el franco mantenga una suave tendencia depreciatoria**.

JAPÓN: El BoJ abandonará los tipos negativos en 2024 con el objetivo de doblar la inflación.

Crecimiento económico: El PIB de la economía japonesa ha mantenido el proceso de recuperación durante todo 2023 gracias al tirón de la demanda interna y la recuperación del turismo. En todo caso, la incertidumbre sobre el desarrollo de la economía global y el impacto de la inflación en el crecimiento continúan siendo fuente de preocupación en una economía como la japonesa donde los PIB han sido históricamente moderados comparados con el resto de grandes economías del mundo. **Esperamos que**

Crecimiento económico inferior al potencial de largo plazo.

Inflación actual en +1,4%, pero repuntes en los próximos meses por aumento del IVA, electricidad y alquileres.

El SNB mantendrá sus tipos sin cambios hasta 2024.

Previsiones de inflación <2% hasta 2026, reducen la presión sobre el SNB para mantener el franco apreciado.

Estimamos un crecimiento de PIB +1,7% en 2023 y +1,3% en 2024.

el PIB de Japón repunte este año hasta el +1,7%, si bien de cara a 2024 y 2025, las cifras se moderarán hasta +1,3% y +1,2% respectivamente.

Inflación: En cuanto a la **inflación**, la fuerte depreciación del Yen en lo que va de año (-13% vs euro y -12% vs dólar) unida al impacto de los aún elevados costes laborales, han provocado que ésta se sitúe todavía en un nivel de +3,3% en octubre (lejos de los máximos de +4,3% alcanzados en enero pero aún muy por encima de la media histórica de los últimos 10 años: +0,9%). En el actual contexto, **esperamos que la inflación se mantenga aún elevada (cerrando el año en +3,1%), para empezar a moderarse en 2024 (+2,1%) y 2025 (+1,6%).**

La inflación tenderá a moderarse a partir de 2024.

Política monetaria: El BoJ en su reunión del pasado mes de octubre reiteró los mensajes dados en anteriores ocasiones y mantuvo los tipos a corto plazo en el -0,1% y amplió el rango del YCC (control de la curva de tipos) hasta +/-1% (vs anterior: +/- 0,5% sin límites rígidos). Además, el BoJ reiteró su preocupación por los aún elevados niveles de inflación (aumentando sus anteriores previsiones de IPC 2023 en 30pb hasta el rango +2,7%/+3,0%), lo que nos hace pensar que en el futuro el gobernador Ueda irá normalizando gradualmente la política monetaria y **es probable que veamos un movimiento de subida del tipo de referencia hasta el 0% en el 2024.** De hecho, Ueda en el pasado ya ha dejado abierta esta posibilidad señalando que "El BoJ podría tener suficientes datos a finales de año para determinar si puede poner fin a las tasas negativas".

Esperamos una subida del tipo de referencia hasta el 0% en el 2024 y/o una mayor flexibilización del YCC.

Divisa: En este contexto de final de la política monetaria acomodaticia por parte del BoJ (tras 8 años de tipos negativos), **creemos que la tendencia del Yen será apreciatoria**, especialmente después de las caídas vividas a lo largo de 2023 (-13% contra el Euro). Teniendo en cuenta que la Fed y BCE se encuentra cerca de concluir su ciclo de subidas y que Japón es probable que los suba, el diferencial de tipos debería tender a estrecharse, lo cual también servirá de apoyo al Yen. Por todo esto, nuestras estimaciones para Yen vs euro son: 153/157 en 2024 y 148/153 en 2025.

Creemos que la tendencia del Yen será apreciatoria, con el rango 153/157 para 2024.

EMERGENTES: Más vulnerables en un entorno de "desglobalización" y menor crecimiento económico global.

Los riesgos se mueven al alza. Las mayores **tensiones geopolíticas**, sobre todo con Rusia, China y países de Oriente Próximo, han puesto de manifiesto la necesidad de ser autosuficiente, no sólo desde un punto de vista energético, sino también de suministros. Esto abre una nueva fase en las relaciones comerciales internacionales, que denominaríamos de "**desglobalización**", y que llevará a una progresiva **reducción del comercio** entre Oriente y Occidente. Europa tenderá a reducir el consumo de petróleo y gas, y EE.UU. fomentará la fabricación interna de productos electrónicos, reduciendo las importaciones desde China. Además, **China** se enfrenta a un proceso de cambio demográfico, que se está viendo reflejado ya en el mercado inmobiliario, y que lastrará el crecimiento económico. Dentro de los emergentes, **India** es el que ofrece mejores perspectivas, ya que recibirá parte de la capacidad industrial extranjera saliente de China. En lo que llevamos de año, la evolución de los mercados emergentes es más débil que en los desarrollados: **MSCI World +17% vs MSCI Emergentes +2%.**

Nos mantenemos fuera de mercados emergentes.

China se enfrenta a dos retos importantes en los próximos años: Uno interno, (demográfico) y otro externo (tensiones geopolíticas), que podrían frenar el crecimiento económico del país. Por el lado de la **demografía**, la natalidad está en el nivel más bajo de los últimos 70 años y en 2022 su

CHINA: Crecimiento económico lastrado por cambio demográfico y tensiones geopolíticas.

población se redujo (-850.000 habitantes) por primera vez en 6 décadas. Esto lleva a un progresivo envejecimiento de la población y a la consecuente reducción de la población en edad de trabajar, que actualmente se sitúa en un 62% del total y pierde aproximadamente -0,5% anual. En el frente **geopolítico**, además del proceso de "desglobalización", las tensiones entre EE.UU. y China por Taiwán, están agudizando la guerra comercial entre las dos principales potencias.

Ambos factores lastrarán el crecimiento de la economía China, que será muy inferior a la media histórica (c.9% de los últimos 30 años), por: (i) El **Sector Inmobiliario** presenta un importante exceso de oferta, que está generando problemas de liquidez e incluso la quiebra de algunos de los principales promotores, como Evergrande o Country Garden; y (ii) **Debilidad en el Sector Exterior**, con caída de las Exportaciones, como ya se está viendo en los últimos meses. Mantenemos nuestra previsión de crecimiento para **2023 en +5,0% (sin cambios)**, aunque **rebajamos las estimaciones para 2024 y 2025, hasta +4,1% y +4,4% (vs +4,5% estimado anteriormente para ambos años)**.

La **inflación** se encuentra en niveles sorprendentemente bajos (-0,5% a/a en noviembre). Estimamos que se mantenga en niveles próximos a cero de cara a final de año, para repuntar posteriormente por efecto base, hasta +1,3% 2024e y +2,0% 2025e. Mantenemos por tanto estimaciones sin cambios significativo frente a +0,3%, +1,5% y +2,0% anterior.

En este contexto de bajo crecimiento e inflación, estimamos que el **PBoC recorte sus tipos de interés** de crédito dos veces más en la primera mitad de 2024. Así, el tipo de referencia a 1 año se vería rebajado hasta 3,25% en 2T 2024 (vs 3,45% actual), nivel en el que prevemos que se mantenga el resto del año, para comenzar a subir en 2025, a medida que la inflación vaya remontando. Además, es altamente probable que se anuncien nuevas **medidas de estímulo**, no sólo monetario sino también fiscal, de apoyo sobre todo al Sector Inmobiliario.

Moody's ha rebajado recientemente la **perspectiva** de la calificación crediticia de China (A1) a **Negativa** desde Estable, porque es probable que el país tenga que prestar más apoyo a los gobiernos locales y las empresas estatales con problemas financieros.

India será el gran beneficiario de las desavenencias entre EE.UU. y China, ya que recibirá parte de la capacidad industrial extranjera que saldrá de China en los próximos años. El principal factor desestabilizador son las **elecciones generales**, que se celebrarán en abril/mayo de 2024, aunque parece altamente probable que Modi salga reelegido. **Revisamos al alza las estimaciones de crecimiento económico**, hasta +7,0% 2023e (vs +6,7% anterior) y +6,3 2024e (vs 6,1% anterior), impulsado sobre todo por mayor Inversión Extranjera y Exportaciones. La **inflación** se mantiene en la parte alta del del rango objetivo del RBI (2,0%/6,0%), aunque tenderá probablemente a aflojar en los próximos trimestres. Estimamos +5,5% 2023e, +5,0% 2024e y +4,0% 2025e. De esta forma, lo más probable es que el Banco Central mantenga el tipo de interés de referencia en el 6,50% actual hasta mediados de 2024, para comenzar a rebajarlo hasta 6,00% en la segunda mitad de año y 5,25% en 2025e.

En **Brasil**, el banco central ya ha dicho que seguirá bajando tipos a ritmo de -50p.b. en las próximas reuniones. Esto supondría bajar -100p.b. por trimestre y no vemos motivos para que esto cambie, al menos hasta mediados de año. **La inflación se ha moderado** de forma muy significativa desde máximos (+12,1% en abril de 2022) y podría cerrar 2023 en +4,5%,

Rebajamos estimaciones de crecimiento para 2024 y 2025.

Inflación en niveles sorprendentemente bajos, que debería tender a repuntar.

Estimamos nuevas rebajas de tipos en 2024 y posibles medidas de estímulos.

INDIA: Presenta mejores perspectivas que el resto de países emergentes.

BRASIL: Economía soportada por estímulos fiscales. En riesgo el equilibrio presupuestario.

dentro del rango objetivo del BCB (3,25%, +/-1,5%). Si bien, la política monetaria seguirá siendo restrictiva, para evitar posibles repuntes de inflación como consecuencia de las **medidas de estímulo fiscal** que previsiblemente seguirá aprobando el gobierno de Lula. Este ha conseguido acabar con el techo de gasto público impuesto desde 2016, y de cara a 2024 se prevén nuevas ayudas sociales y un ambicioso plan de infraestructuras. Estimamos desaceleración del crecimiento económico (hasta +1,8% en 2024e desde +3,2% en 2023e).

Turquía se encuentra inmersa en una crisis política, de hiperinflación y falta de confianza, que continuará lastrando su economía durante los próximos años. Erdogan seguirá en el poder, tras haber revalidado su mandato este año, y no preveo que se recupere la confianza en las instituciones, a pesar de los últimos intentos. La inversión extranjera seguirá saliendo del país y la divisa depreciándose (-35% vs USD en lo que va año). Con ello, la inflación seguirá probablemente descontrolada (+50% 2024e y +30% 2025e) y la deuda extranjera encareciéndose.

TURQUÍA: No es una alternativa de inversión.

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022r	2023e	2024e	2025e
1.- PIB (media anual)										
España	+3,0	+3,0	+2,3	+2,0	-11,2	+6,4	+5,8	+2,4	+1,4	+2,1
Eurozona	+1,9	+2,6	+1,8	+1,6	-6,4	+5,3	+3,4	+0,5	+0,7	+1,7
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>+110</i>	<i>+40</i>	<i>+50</i>	<i>+40</i>	<i>-480</i>	<i>+110</i>	<i>+240</i>	<i>+190</i>	<i>+70</i>	<i>+40</i>
Portugal	+2,0	+3,5	+2,8	+2,7	-8,3	+5,9	+6,9	+2,0	+1,4	+2,1
EE.UU.	+1,8	+2,5	+3,0	+2,5	-2,2	+5,9	+2,0	+2,2	+2,0	+2,0
R.Unido	+2,3	+2,1	+1,7	+1,7	-9,4	+8,3	+4,3	+0,5	+0,4	+1,3
Irlanda	+1,7	+9,4	+8,7	+5,3	+6,6	+15,3	+9,4	-0,6	+2,5	+3,5
Suiza	+1,7	+1,7	+2,5	+1,5	-2,3	+3,9	+2,1	+0,8	+1,2	+1,5
Japón	+0,8	+1,7	+0,7	-0,4	-4,3	+2,3	+1,1	+1,7	+1,3	+1,2
China	+6,8	+6,9	+6,7	+6,0	+2,2	+8,4	+3,0	+5,0	+4,1	+4,4
India	+8,0	+6,1	+7,3	+4,6	-6,1	+9,8	+7,1	+7,0	+6,3	+6,3
Brasil	-3,3	+1,3	+1,8	+1,2	-3,3	+5,2	+2,6	+3,2	+1,8	+2,0
Turquía	+3,3	+7,5	+3,1	+0,8	+1,7	+11,8	+5,6	+4,4	+3,3	+3,0
2.- IPC										
España	+1,6	+1,1	+1,2	+0,8	-0,5	+6,5	+5,7	+3,1	+3,4	+2,3
Eurozona	+1,1	+1,3	+1,5	+1,3	-0,3	+5,0	+9,2	+2,8	+2,9	+2,2
Portugal	+0,9	+1,5	+0,7	+0,4	-0,2	+2,7	+9,6	+1,9	+2,8	+2,2
EE.UU.	+2,1	+2,1	+1,9	+2,3	+1,4	+7,0	+6,5	+3,2	+2,7	+2,5
R.Unido	+1,6	+3,0	+2,1	+1,3	+0,6	+5,4	+10,5	+4,6	+3,1	+2,4
Irlanda	+0,0	+0,4	+0,7	+1,3	-1,0	+5,5	+8,2	+5,1	+3,0	+2,4
Suiza	+0,0	+0,8	+0,7	+0,2	-0,8	+1,5	+2,8	+2,2	+1,6	+1,5
Japón	+0,3	+1,0	+0,3	+0,8	-1,2	+0,8	+4,0	+3,1	+2,1	+1,6
China	+2,1	+1,8	+1,9	+4,5	+0,2	+1,5	+1,8	+0,0	+1,3	+2,0
India	+3,4	+5,2	+2,1	+7,4	+4,6	+5,7	+5,7	+5,5	+5,0	+4,0
Brasil	+6,3	+3,0	+3,8	+4,3	+4,5	+10,1	+5,8	+4,5	+4,0	+3,5
Turquía	+8,5	+11,9	+20,3	+11,8	+14,6	+36,1	+64,3	+61,0	+50,0	+30,0
3.- Paro										
España (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	13,3	12,9	11,8	12,1	11,6
Eurozona	9,6	8,7	7,9	7,5	8,2	7,0	6,7	6,6	6,6	6,5
Portugal	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	6,3	6,8	6,8	6,8	6,6
EE.UU.	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	3,9	3,5	3,8	4,2	4,0
R.Unido	4,7	4,4	4,0	3,8	5,2	4,0	3,7	4,2	4,8	4,7
Irlanda	7,5	6,3	5,5	4,8	6,2	5,0	4,4	4,8	4,2	4,0
Suiza	3,3	3,2	2,6	2,5	3,6	2,6	2,1	2,0	2,2	2,2
Japón	3,0	2,7	2,5	2,2	3,0	2,7	2,5	2,6	2,4	2,3
China	5,2	5,0	4,9	5,2	5,2	5,1	5,5	5,0	4,8	4,2
4.- Crédito S. Privado (Var.% a/a)										
España, empresarial Stock (%)	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	+8,3	+0,6	-0,1	-2,7	-1,0	+0,5
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-17,8	+5,1	+2,4	+0,4	+2,5	-16,2	+19,9	-4,5	+3,0	+2,0
España, hipotecario Stock(%)	-2,9	-2,4	-1,2	-0,6	-1,2	+1,3	-0,1	-3,4	-3,3	-3,0
España, hip. Nueva Produc.(%)	+5,0	+3,6	+10,8	+1,2	+0,9	+35,2	+9,7	-18,0	+3,0	+5,0
España, consumo Stock(%)	+3,1	+4,8	+4,4	+0,3	-0,7	-1,4	+0,3	+0,1	+0,6	+1,1
España, consumo Nueva Produc.(%)	+28,4	+15,9	+17,0	+5,4	-26,6	+6,8	+5,3	+6,0	+3,0	+3,0

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021 r	2022r	2023e	2024e	2025e
5.- Tipos oficiales (Dic.)**										
UEM. Tipo intervención	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	4,00	3,00
UEM. Tipo depósito	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,50	2,50
UEM. Compra activos ('000M€ / mes)***	80,00	60,00	15,00	20,00	120,00	70,00	0,00	-26,47	-34,50	-42,00
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	4,25/4,50	5,25/5,50	4,50/4,75	3,25/3,50
EEUU. Compra activos (MM\$/mes)	0,00	0,00	0,00	0,00	120,00	90,00	-95,00	-95,00	-95,00	-95,00
R.Unido	0,00	0,50	0,75	0,75	0,10	0,25	3,50	5,25	4,75	3,50
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	1,25	1,00
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,15	3,85	3,80	3,65	3,45	3,25	3,40
India	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	4,00	6,25	6,50	6,00	5,25
Brasil	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	9,25	9,00
6.- Euribor (Dic.)**										
Euribor 3M	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,57	2,13	3,92	3,50	3,00
Euribor 12M	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	3,29	3,64	3,25	2,75
7.- Bono 10A (Dic.)**										
España	1,36	1,56	1,41	0,47	0,02	0,56	3,24	2,99	3,20	3,15
Prima de riesgo España	115	114	117	66	59	74	67	98	110	115
Alemania	0,21	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	2,57	2,01	2,10	2,00
Portugal	3,76	1,94	1,71	0,43	0,03	0,46	3,16	2,64	3,00	2,75
EE.UU.	2,45	2,35	2,69	1,92	0,92	1,51	3,49	3,91	3,90	3,70
R.Unido	1,24	1,19	1,27	0,82	0,19	0,97	3,66	3,68	3,80	3,70
Irlanda	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	0,24	3,10	2,33	2,50	2,40
Suiza	-0,20	-0,07	-0,14	-0,53	-0,46	-0,15	1,57	0,56	0,70	0,50
Japón	0,05	0,04	-0,01	-0,02	0,01	0,07	0,50	0,69	0,90	1,00
8.- Divisas**										
Eurodólar	1,052	1,175	1,147	1,121	1,220	1,137	1,059	1,090	1,10/1,15	1,15/1,20
Euroyen	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	130,9	140,3	154,9	153,0/157,0	148,0/153,0
Eurolibra	0,853	0,888	0,899	0,845	0,894	0,841	0,885	0,859	0,82/0,87	0,83/0,90
Eurosuizo	1,070	1,170	1,130	1,090	1,080	1,038	0,985	0,948	0,93/1,02	1,00/1,05
EuroYuan (offshore)	7,334	7,822	7,879	7,806	7,944	7,227	7,410	7,774	7,50/8,10	7,50/8,10
9.- Materias primas (Dic.)**										
Petróleo (Brent, \$/b.)	56,8	66,9	53,8	66,0	51,8	77,8	85,9	76,6	75,0	75,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	53,7	60,4	45,4	61,1	48,5	75,2	80,3	71,4	70,0	70,0
Oro (\$/oz.)	1.147	1.302	1.282	1.517	1.896	1.828	1.824	2.020	1.900	1.800
10.- Precios de Vivienda (Dic.)										
España (%)	4,5	7,2	6,6	3,6	1,5	6,4	5,5	1,2	-2,0	1,0
Portugal (%)	7,1	9,2	10,3	9,6	8,4	8,1	12,7	5,5	-2,0	-2,0
Irlanda (%)	9,0	12,1	6,3	0,3	2,2	11,0	7,8	1,4	2,4	2,4
11.- Índices**										
S&P500	2.239	2.674	2.507	3.231	3.756	4.766	3.840	4.719	5.361	n.d.
EuroStoxx-50	3.291	3.504	3.001	3.745	3.553	4.298	3.794	4.549	5.211	n.d.
IBEX-35	9.352	10.044	8.540	9.549	8.074	8.714	8.229	10.096	11.317	n.d.
PSI20	4.679	5.388	4.731	5.214	4.898	5.569	5.726	6.427	7.684	n.d.

Fuente: Estimaciones Dic. '23 Análisis Bankinter

(*) China: 1 Year Benchmark Lending Rate hasta 2018. Después, Loan Prime Rate 1 Year

(**) En bonos, divisas, Euribor, Tipos oficiales, materias primas e índices: 2022 y anteriores con cierres de mercado a 31 dic. 2023 con cierre a 15 de diciembre.

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

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024	1T'25	2T'25	3T'25	4T'25	2025
EE.UU.	2,0	1,7	2,4	3,0	1,7	2,2	1,9	2,0	1,7	2,3	2,0	2,2	2,1	1,9	1,8	2,0
ESPAÑA	5,8	4,1	2,0	1,8	1,5	2,4	1,2	1,2	1,4	1,8	1,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
UEM	3,4	1,2	0,5	0,1	0,1	0,5	0,2	0,4	0,8	1,4	0,7	1,6	1,7	1,8	1,8	1,7
PORTUGAL	6,9	2,5	2,3	1,9	1,4	2,0	0,2	0,9	1,7	2,7	1,4	2,5	2,4	2,0	1,5	2,1
R. UNIDO	4,3	0,5	0,6	0,6	0,4	0,5	0,3	0,3	0,4	0,7	0,4	0,9	1,2	1,4	1,7	1,3
IRLANDA	9,4	2,6	-0,3	-5,8	1,0	-0,6	2,1	2,5	2,6	2,6	2,5	3,0	3,5	3,5	4,0	3,5
SUIZA	2,1	1,5	0,5	0,5	0,5	0,8	0,6	1,1	1,5	1,6	1,2	1,9	1,5	1,2	1,2	1,5
JAPÓN	1,1	2,0	1,7	1,2	1,7	1,7	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
CHINA	3,0	4,5	6,3	4,9	4,5	5,0	3,3	4,1	4,0	4,9	4,1	4,7	4,5	4,3	4,1	4,4
BRASIL	2,6	4,0	3,4	3,0	2,5	3,2	1,5	1,5	2,0	2,0	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
INDIA	7,1	6,1	7,8	7,6	6,5	7,0	6,5	6,5	6,0	6,0	6,3	6,5	6,5	6,0	6,0	6,3
TURQUÍA	5,6	4,0	3,8	5,9	4,0	4,4	4,0	3,0	3,0	3,0	3,3	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
IPC	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024	1T'25	2T'25	3T'25	4T'25	2025
EE.UU.	6,5	5,0	3,0	3,7	3,2	3,2	3,5	3,5	3,1	2,7	2,7	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5
ESPAÑA	5,7	3,3	1,9	3,5	3,1	3,1	2,9	3,3	2,4	3,4	3,4	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3
UEM	9,2	6,9	5,5	4,3	2,8	2,8	2,6	2,5	1,9	2,9	2,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
PORTUGAL	9,6	7,4	3,4	3,6	1,9	1,9	1,0	1,9	1,7	2,8	2,8	3,1	2,4	2,4	2,2	2,2
R. UNIDO	10,5	10,1	7,9	6,7	4,6	4,6	4,1	3,9	3,4	3,1	3,1	2,8	2,5	2,4	2,4	2,4
IRLANDA	8,2	7,7	6,1	6,4	5,1	5,1	5,0	4,0	3,5	3,0	3,0	3,0	2,8	2,6	2,4	2,4
SUIZA	2,8	2,9	1,7	1,7	2,2	2,2	2,2	2,0	1,9	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
JAPÓN	4,0	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	2,8	2,5	2,2	2,1	2,1	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6
CHINA	1,8	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,8	1,0	1,3	1,3	1,5	1,6	1,8	2,0	2,0
BRASIL	5,8	4,7	3,2	5,2	4,5	4,5	4,5	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,5	3,5	3,5
INDIA	5,7	5,7	4,8	5,0	5,5	5,5	5,5	5,5	5,0	5,0	5,0	4,5	4,5	4,0	4,0	4,0
TURQUÍA	64,3	50,5	38,2	61,5	61,0	61,0	63,0	65,0	57,0	50,0	50,0	45,0	40,0	35,0	30,0	30,0

País	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024	1T'25	2T'25	3T'25	4T'25	2025
EE.UU.	3,5	3,5	3,6	3,8	3,8	3,8	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,1	4,0	4,0	4,0
ESPAÑA	12,9	13,3	11,6	11,8	11,8	11,8	12,1	12,4	12,4	12,1	12,1	11,9	11,8	11,6	11,6	11,6
UEM	6,7	6,5	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7	6,7	6,6	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
PORTUGAL	6,8	7,8	6,4	6,5	6,8	6,8	7,1	7,0	6,8	6,8	6,8	7,1	7,0	6,8	6,6	6,6
R. UNIDO	3,7	3,9	3,9	4,0	4,2	4,2	4,3	4,5	4,6	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7
IRLANDA	4,4	4,3	3,8	4,7	4,8	4,8	4,6	4,4	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2	4,1	4,0	4,0
SUIZA	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
JAPÓN	2,5	2,8	2,6	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
CHINA	5,5	5,3	5,2	5,0	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	4,8	4,8	4,6	4,5	4,3	4,2	4,2
Tipo Director (banco central)	2022	1T'23	2T'23	3T'23	4T'23	2023	1T'24	2T'24	3T'24	4T'24	2024	1T'25	2T'25	3T'25	4T'25	2025
EE.UU.	4,25/4,50	4,75/5,00	5,00/5,25	5,25/5,50	5,25/5,50	5,25/5,50	5,25/5,50	5,25/5,50	5,00/5,25	4,50/4,75	4,50/4,75	4,00/4,25	3,75/4,00	3,50/3,75	3,25/3,50	3,25/3,50
UEM, Crédito	2,50	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,00	4,00	3,50	3,25	3,25	3,00	3,00
UEM, Depósito	2,00	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,50	3,50	3,00	2,75	2,75	2,50	2,50
UEM, Compra activos ('000M€ / mes)**	0,00	-5,80	-15,00	-23,70	-26,50	-26,50	-31,00	-21,60	-33,00	-34,50	-34,50	-42,00	-42,00	-42,00	-42,00	-42,00
R. UNIDO	3,50	4,25	4,75	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,75	4,25	3,75	3,50	3,50	3,50
SUIZA	1,00	1,50	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,50	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
JAPÓN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CHINA (*)	3,65	3,65	3,55	3,45	3,45	3,45	3,35	3,25	3,25	3,25	3,25	3,35	3,35	3,35	3,40	3,40
BRASIL	13,75	13,75	13,50	12,75	11,75	11,75	10,75	9,75	9,50	9,25	9,25	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
INDIA	6,25	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25

Fuente: Estimaciones Dic. '23 Análisis Bankinter

(*) China: *Loan Prime Rate 1 Year*

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

ANEXO I.- Carteras Modelo de Fondos, ETFs y Acciones de Análisis Bankinter. Bankinter Roboadvisor y Capital Advisor.

(Link directo al documento disponible pulsando sobre cada imagen)

Carteras Modelo de Fondos

ANÁLISIS Y MERCADOS
Carteras Modelo de Fondos
23 de septiembre de 2023

1. ¿Qué es el Modelo de Carteras?
El Modelo de Carteras es un modelo de inversión que busca maximizar el rendimiento de una cartera de inversión a largo plazo, minimizando el riesgo. Este modelo se basa en la teoría de la cartera eficiente de Markowitz, que establece que la combinación óptima de activos financieros es aquella que ofrece el mayor rendimiento para un nivel de riesgo determinado.

2. ¿Cómo se construye el Modelo de Carteras?
El Modelo de Carteras se construye a partir de los rendimientos históricos de los activos financieros que se quieren incluir en la cartera. Estos rendimientos se utilizan para calcular la volatilidad y la correlación de los activos, lo que permite determinar la combinación óptima de activos que maximice el rendimiento para un nivel de riesgo determinado.

3. ¿Qué ventajas ofrece el Modelo de Carteras?
El Modelo de Carteras ofrece varias ventajas, como la capacidad de diversificar la inversión, reducir el riesgo y maximizar el rendimiento. Además, este modelo puede ser utilizado para diseñar estrategias de inversión personalizadas que se adapten a las necesidades y objetivos de cada inversor.

4. ¿Qué limitaciones tiene el Modelo de Carteras?
El Modelo de Carteras tiene algunas limitaciones, como la necesidad de datos históricos de calidad y la posibilidad de que los rendimientos futuros no se comporten de la misma manera que los históricos.

TOP Selección Fondos

ANÁLISIS Y MERCADOS
TOP Selección Fondos. Lista de Características de Análisis
23 de septiembre de 2023

1. ¿Qué es el TOP Selección Fondos?
El TOP Selección Fondos es una lista de los mejores fondos de inversión seleccionados por el equipo de análisis de Bankinter. Esta lista se basa en los rendimientos históricos de los fondos, su volatilidad y su correlación con el índice de referencia.

2. ¿Cómo se seleccionan los fondos para el TOP Selección Fondos?
Los fondos para el TOP Selección Fondos se seleccionan basándose en los siguientes criterios:
- Rendimiento histórico superior al índice de referencia.
- Volatilidad inferior al índice de referencia.
- Correlación positiva con el índice de referencia.

3. ¿Qué ventajas ofrece el TOP Selección Fondos?
El TOP Selección Fondos ofrece a los inversores una lista de los mejores fondos de inversión disponibles en el mercado, lo que les permite tomar decisiones de inversión más informadas y reducir el riesgo de elegir un fondo de baja calidad.

Carteras Modelo Inversión Sostenible

ANÁLISIS Y MERCADOS
Carteras Modelo de Inversión Sostenible
23 de septiembre de 2023

1. ¿Qué es el Modelo de Carteras Inversión Sostenible?
El Modelo de Carteras Inversión Sostenible es un modelo de inversión que busca maximizar el rendimiento de una cartera de inversión a largo plazo, minimizando el riesgo y evitando la inversión en sectores considerados no sostenibles, como el tabaco, el alcohol y el juego.

2. ¿Cómo se construye el Modelo de Carteras Inversión Sostenible?
El Modelo de Carteras Inversión Sostenible se construye a partir de los rendimientos históricos de los activos financieros que se quieren incluir en la cartera, excluyendo los sectores considerados no sostenibles. Este modelo se basa en la teoría de la cartera eficiente de Markowitz, que establece que la combinación óptima de activos financieros es aquella que ofrece el mayor rendimiento para un nivel de riesgo determinado.

3. ¿Qué ventajas ofrece el Modelo de Carteras Inversión Sostenible?
El Modelo de Carteras Inversión Sostenible ofrece a los inversores una cartera de inversión que es tanto rentable como sostenible, lo que les permite tomar decisiones de inversión más informadas y reducir el riesgo de elegir un fondo de baja calidad.

Selección Fondos de Autor

ANÁLISIS Y MERCADOS
Fondos de Autor
23 de septiembre de 2023

1. ¿Qué es el Fondo de Autor?
El Fondo de Autor es un fondo de inversión que busca maximizar el rendimiento de una cartera de inversión a largo plazo, minimizando el riesgo y evitando la inversión en sectores considerados no sostenibles, como el tabaco, el alcohol y el juego.

2. ¿Cómo se construye el Fondo de Autor?
El Fondo de Autor se construye a partir de los rendimientos históricos de los activos financieros que se quieren incluir en la cartera, excluyendo los sectores considerados no sostenibles. Este fondo se basa en la teoría de la cartera eficiente de Markowitz, que establece que la combinación óptima de activos financieros es aquella que ofrece el mayor rendimiento para un nivel de riesgo determinado.

3. ¿Qué ventajas ofrece el Fondo de Autor?
El Fondo de Autor ofrece a los inversores una cartera de inversión que es tanto rentable como sostenible, lo que les permite tomar decisiones de inversión más informadas y reducir el riesgo de elegir un fondo de baja calidad.

Selección Estabilidad

ANÁLISIS Y MERCADOS
Cartera de Fondos: Selección Estabilidad
23 de septiembre de 2023

1. ¿Qué es la Selección Estabilidad?
La Selección Estabilidad es una cartera de fondos de inversión que busca maximizar el rendimiento de una cartera de inversión a largo plazo, minimizando el riesgo y evitando la inversión en sectores considerados no sostenibles, como el tabaco, el alcohol y el juego.

2. ¿Cómo se construye la Selección Estabilidad?
La Selección Estabilidad se construye a partir de los rendimientos históricos de los activos financieros que se quieren incluir en la cartera, excluyendo los sectores considerados no sostenibles. Esta cartera se basa en la teoría de la cartera eficiente de Markowitz, que establece que la combinación óptima de activos financieros es aquella que ofrece el mayor rendimiento para un nivel de riesgo determinado.

3. ¿Qué ventajas ofrece la Selección Estabilidad?
La Selección Estabilidad ofrece a los inversores una cartera de inversión que es tanto rentable como sostenible, lo que les permite tomar decisiones de inversión más informadas y reducir el riesgo de elegir un fondo de baja calidad.

Carteras Bankinter Roboadvisor



Carteras Capital Advisor



Carteras Modelo de Acciones Españolas

Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo y Top Selección de ETFs



Carteras Modelo de Acciones Americanas

Acción	Rendimiento	Clasificación
Microsoft	11,3%	1
Apple	10,8%	2
Amazon	10,7%	3
Alphabet	10,6%	4
Facebook	10,5%	5
Netflix	10,4%	6
Google	10,3%	7
Twitter	10,2%	8
LinkedIn	10,1%	9
Uber	10,0%	10

Carteras Modelo de Acciones Dividendo



ANEXO II.- Carteras de Inversión Temática

Medtech / Tecnología de la salud

Ciberseguridad

Semiconductores

TABLA DE RATIOS

Compañía	Divisa	Tipo	Capitalización (M\$) (*)	PER '24e	EV/ EBITDA '24e	EV/ Ventas '23e	Revalorización (%)					
							2018	2019	2020	2021	2022	2023*
Abbott	USD	(V)	86.283	23,2	7,8	4,7	+27%	+2%	+25%	+25%	+22%	+2%
AstraZeneca	USD	(V)	219.389	16,6	12,9	4,9	+5%	+21%	+4%	+17%	+13%	+5%
Beigton Sol.	USD	(V)	76.895	24,2	9,4	5,7	+23%	+28%	+20%	+18%	+1%	+15%
Deacom	USD	(V)	49.625	66,8	43,7	10,7	+109%	+83%	+65%	+65%	+1%	+2%
Edwards Lifesc.	USD	(V)	55.323	31,7	25,0	8,4	+38%	+22%	+1%	+23%	+2%	+2%
El Lilly	USD	(V)	440.216	38,3	31,5	12,2	+17%	+1%	+22%	+61%	+22%	+22%
Intuitive Surgical	USD	(V)	17.667	53,8	35,0	14,5	+81%	+23%	+85%	+23%	+2%	+25%
Siemens Health	EUR	(V)	62.028	21,3	14,8	3,1	+6%	+7%	+2%	+17%	+29%	+4%
Novo Nordisk	DKK	(V)	351.506	26,2	16,7	9,3	+1%	+20%	+10%	+12%	+25%	+4%
Stryker	USD	(V)	10.943	26,8	21,7	5,9	+4%	+24%	+7%	+9%	+9%	+23%
Cartera							+29%	+25%	+21%	+28%	+1%	+1%
MSCI World							+1%	+2%	+1%	+2%	+1%	+2%

Fuente: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter
*A día 20.06.2023

INFORMACIÓN

Compañía	Divisa	Market Cap (M)	PER '24e	PER '20e	DNA '24e (M)	EV/Ventas '24e	Revalorización (%)			
							2020	2021	2022	2023*
Microsoft	USD	2.441.235	29,8	26,1	82.177	10,2	+41%	+61%	+20%	+26%
Palo Alto Networks	USD	79.048	47,7	39,8	1.821	9,3	+54%	+57%	+25%	+81%
Fortinet	USD	46.837	34,0	28,1	1.206	7,0	+39%	+132%	+32%	+22%
CrowdStrike	USD	43.655	64,6	52,1	687	10,7	+325%	+3%	+40%	+73%
Datadog	USD	29.858	56,3	41,5	578	11,4	+181%	+81%	+50%	+23%
Zscaler	USD	25.117	76,2	60,8	362	11,8	+329%	+61%	+65%	+61%
Cloudflare	USD	21.529	89,0	102,4	160	10,0	+340%	+73%	+66%	+41%
Okta	USD	13.743	71,0	55,1	218	6,1	+120%	+2%	+70%	+22%
Cyberark	USD	9.994	16,6	54,6	73	7,0	+39%	+7%	+25%	+10%
SentinelOne	USD	5.047	n/r	176,5	+12	7,3	-	+44%	+7%	+1%
Cartera							+181%	+50%	+40%	+40%
MSCI World							+11%	+20%	+9%	+10%

Fuente: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter
*A día 09.10.2023

INFORMACIÓN

Compañía	Divisa	Market Cap (M)	PER '24e	EW EBITDA '24e	EW Ventas '24e	Revalorización (%)					
						2018	2019	2020	2021	2022	2023*
Nvidia	USD	1.128.271	41,9	36,1	19,9	+31%	+76%	+122%	+177%	+51%	+232%
ASML	EUR	253.332	28,1	21,8	8,6	+6%	+92%	+52%	+78%	+29%	+25%
Infineon	EUR	48.770	14,2	9,2	3,0	+24%	+17%	+55%	+90%	+30%	+31%
AMD	USD	181.971	26,7	23,0	6,5	+80%	+148%	+100%	+58%	+5%	+74%
Broadcom	USD	378.841	20,2	16,8	10,6	+1%	+23%	+15%	+13%	+14%	+64%
ON Semi	USD	43.205	18,5	12,8	5,1	+21%	+48%	+34%	+108%	+8%	+50%
ASMI	EUR	18.874	26,6	19,6	6,2	+36%	+177%	+80%	+116%	+39%	+62%
TSMC	USD	520.301	16,8	8,8	6,1	+7%	+57%	+68%	+10%	+38%	+35%
LAM	USD	87.354	25,2	19,9	6,1	+26%	+115%	+62%	+52%	+2%	+55%
Applied Mat.	USD	117.615	19,7	15,5	4,8	+36%	+86%	+41%	+82%	+38%	+44%
Cartera						+11%	+84%	+57%	+71%	+35%	+65%
MSCI World						+10%	+25%	+14%	+20%	+8%	+17%

Fuente: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter
*A día 25.07.2023

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

Compañías del Ibx-35

ANÁLISIS Y MERCADOS

18 de diciembre de 2023

Ibx-35: Principales Cifras y Ratios

Cierres de 15-dic-23

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.	PER			BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div23e	Media 2018/22	ROE 2023e	ROE 2024e	EV/EBITDA 2023e	DFN/FFPP (Último)	Media 2018/22	P/VC 2023e	P/VC 2024e	Recomend.	P. Objetivo
						2022	2023e	2024e	2022	2023e	Var.%	2024e	Var.%											
Ibx-35	10.095,6	-1,3	+0,4	+22,7	648.620	Negativo	10,7 x	10,5 x	56.753	60.455	n/r	62.002	n/r	4,1%	12,6%	15,7%	15,2%	10,9x	1,3 x	3,3 x	2,2 x	2,1 x		
Acciona Energía	28,68	+1,6	+5,3	-20,6	9.443	15,7 x	19,5 x	17,3 x	759	485	-36%	545	12%	1,7%	8,8%	7,8%	8,4%	9,7x	0,3 x	36,1 x	1,5 x	1,4 x	Neutral	35,20
ACS	39,78	+6,2	+8,5	+48,6	11.065	11,4 x	18,5 x	17,4 x	668	599	-10%	637	6%	5,1%	15,5%	11,5%	12,1%	6,3x	-0,1 x	1,8 x	2,2 x	2,1 x	Comprar	37,00
Acerinox	10,43	+1,8	+3,6	+12,9	2.601	4,3 x	6,9 x	8,7 x	556	378	-32%	298	-21%	5,8%	12,1%	14,0%	10,5%	3,9x	0,3 x	1,3 x	1,0 x	0,9 x	Comprar	11,40
AENA	164,05	+0,3	+3,9	+39,9	24.608	19,5 x	17,2 x	15,6 x	902	1.434	59%	1.577	10%	4,0%	22,3%	19,3%	19,6%	11,4x	0,9 x	3,4 x	3,3 x	3,1 x	Vender	155,10
Amadeus	65,30	-0,4	+3,9	+34,5	29.418	Negativo	28,5 x	21,9 x	664	1.032	55%	1.345	30%	1,1%	25,5%	19,5%	22,3%	14,7x	0,5 x	7,2 x	5,6 x	4,9 x	Comprar	73,20
Acciona	135,15	-0,5	+4,4	-21,4	7.414	21,4 x	19,3 x	15,1 x	441	385	-13%	491	28%	3,7%	9,4%	7,7%	9,4%	8,2x	1,1 x	1,7 x	1,5 x	1,4 x	Neutral	170,00
BBVA	8,28	-2,6	-2,6	+47,0	49.418	5,3 x	6,2 x	6,2 x	6.420	7.911	23%	7.923	0%	4,2%	10,6%	18,4%	18,2%	n.a.	n.a.	0,7 x	1,1 x	1,1 x	Comprar	9,90
Bankinter	5,81	-4,9	-9,9	-7,3	5.221	10,1 x	6,0 x	6,4 x	560	865	54%	820	-5%	6,9%	14,4%	17,3%	15,9%	n.a.	n.a.	0,9 x	1,0 x	1,0 x	Restringido	
CaixaBank	3,72	-5,0	-10,0	+1,2	27.878	9,5 x	5,8 x	5,9 x	3.129	4.833	54%	4.757	-2%	8,1%	11,3%	18,9%	17,6%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,8 x	0,7 x	Comprar	5,45
Cellnex	36,30	+1,5	+3,6	+17,6	25.645	Negativo	Negativo	Negativo	-297	-377	n/r	-222	n/r	0,2%	-1,7%	Negativo	Negativo	14,0x	1,2 x	3,7 x	1,9 x	1,9 x	Comprar	44,09
Colonial	6,55	+3,1	+8,4	+10,0	3.534	19,8 x	21,8 x	21,0 x	164	162	-1%	168	4%	3,6%	2,3%	2,8%	2,9%	28,7x	0,9 x	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	6,72
Endesa	19,53	-1,1	+1,8	+10,7	20.672	7,3 x	18,6 x	12,7 x	2.541	1.113	-56%	1.623	46%	5,1%	21,3%	18,4%	25,7%	7,8x	1,9 x	3,2 x	3,6 x	3,5 x	Comprar	22,20
Enagas	16,73	-0,8	-0,4	+7,8	4.383	10,8 x	13,7 x	19,1 x	376	320	-15%	230	-28%	10,4%	13,9%	10,7%	8,3%	10,5x	1,1 x	1,7 x	1,5 x	1,6 x	Neutral	17,40
Ferrovial	32,84	+1,1	+3,4	+34,2	24.324	78,4 x	102,5 x	60,9 x	227	237	4%	399	68%	2,2%	3,4%	4,5%	7,8%	31,7x	1,1 x	3,3 x	4,6 x	4,7 x	Comprar	33,50
Fluidra	19,08	+3,5	+0,7	+31,4	3.666	17,8 x	38,2 x	26,0 x	160	96	-40%	141	47%	2,6%	6,5%	5,7%	8,1%	12,7x	0,7 x	2,2 x	2,2 x	2,1 x	Vender	19,50
Grifols	13,98	-1,5	+7,8	+29,8	16.885	31,9 x	169,5 x	73,3 x	208	100	-52%	230	131%	0,0%	9,2%	1,6%	3,6%	21,5x	1,7 x	2,9 x	1,5 x	1,5 x	Neutral	13,40
IAG	1,85	+0,3	+4,4	+33,4	9.113	Negativo	3,4 x	3,7 x	431	2.719	n/r	2.491	-8%	0,0%	33,6%	57,4%	34,4%	2,8x	5,1 x	1,9 x	2,8 x	2,2 x	Comprar	2,20
Iberdrola	11,76	-0,3	+3,7	+7,6	74.679	16,0 x	15,5 x	14,9 x	4.339	4.818	11%	5.020	4%	4,5%	9,4%	11,3%	11,4%	8,1x	1,1 x	1,6 x	1,8 x	1,7 x	Comprar	13,90
Indra	13,94	-2,0	-1,5	+30,9	2.463	11,0 x	11,8 x	10,7 x	171	208	22%	230	11%	2,1%	16,7%	18,1%	17,6%	5,8x	0,0 x	2,0 x	2,1 x	1,9 x	Comprar	15,40
Inditex (5)	38,41	+1,4	+1,5	+56,5	119.711	18,8 x	23,4 x	21,8 x	4.130	5.110	24%	5.495	8%	3,6%	20,1%	28,6%	29,2%	11,5x	Caja Neta	5,4 x	6,7 x	6,4 x	Comprar	37,00
Logista (4)	24,00	-0,4	+0,9	+1,7	3.186	15,8 x	11,7 x	11,1 x	199	272	37%	287	6%	7,7%	32,3%	46,1%	46,4%	1,9x	Caja Neta	5,0 x	5,4 x	5,1 x	Comprar	29,05
Mapfre	1,96	-2,8	-3,0	+8,3	6.039	8,7 x	8,9 x	7,8 x	642	676	5%	775	15%	7,4%	7,5%	8,8%	9,3%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,8 x	0,7 x	Comprar	2,30
Meliá	6,35	+3,3	+13,1	+38,7	1.400	9,1 x	10,8 x	8,9 x	111	129	17%	157	21%	0,0%	15,5%	23,8%	22,4%	5,3x	2,9 x	2,5 x	2,6 x	2,0 x	Comprar	6,99
Merlin Properties	9,89	+2,8	+6,8	+12,7	4.646	16,5 x	17,4 x	16,4 x	249	267	7%	283	6%	4,3%	3,1%	4,0%	4,2%	24,9x	0,6 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	9,20
ArcelorMittal(3)	24,98	+5,3	+8,1	+1,6	21.299	2,3 x	4,4 x	5,1 x	9.302	4.861	n/r	4.526	-7%	1,6%	10,4%	8,6%	7,7%	3,5x	0,1 x	0,5 x	0,4 x	0,3 x	Comprar	32,50
Naturgy	27,76	-1,3	+1,2	+14,2	26.916	14,3 x	14,0 x	14,5 x	1.649	1.922	17%	1.857	-3%	5,0%	12,3%	23,0%	21,0%	7,9x	1,6 x	2,8 x	3,2 x	3,0 x	Neutral	30,40
Redeia/Red Eléctrica	15,31	-1,6	-0,5	-5,8	8.284	13,2 x	12,5 x	16,5 x	665	661	-1%	502	-24%	6,5%	19,4%	12,3%	8,5%	8,8x	1,0 x	2,6 x	1,5 x	1,4 x	Neutral	17,30
Repsol	13,35	-4,3	-5,0	-10,1	17.047	4,8 x	4,3 x	4,6 x	4.251	3.947	-7%	3.669	-7%	6,0%	11,6%	13,0%	11,1%	2,3x	0,3 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	Comprar	16,60
Rovi	56,75	-0,4	+1,1	+57,4	3.065	9,8 x	19,8 x	18,1 x	200	155	-22%	169	9%	1,8%	21,1%	26,9%	28,7%	13,7x	Caja Neta	5,2 x	5,3 x	5,2 x	Comprar	58,30
Sabadell	1,12	-8,9	-16,2	+27,5	6.319	5,8 x	4,8 x	4,8 x	859	1.308	52%	1.310	0%	8,0%	5,4%	9,7%	9,4%	n.a.	n.a.	0,3 x	0,5 x	0,5 x	Comprar	1,75
SACYR	3,14	-0,8	+2,1	+20,8	2.146	Negativo	11,0 x	10,2 x	111	195	76%	211	8%	3,2%	-4,3%	13,1%	12,9%	7,3x	5,2 x	1,2 x	1,6 x	1,4 x	Comprar	3,92
Santander	3,80	-3,6	-0,0	+35,6	61.492	4,9 x	5,7 x	5,5 x	9.605	10.831	13%	11.127	3%	5,1%	7,3%	14,7%	15,1%	n.a.	n.a.	0,5 x	0,5 x	0,5 x	Comprar	5,00
Solaria	18,29	+4,5	+6,5	+6,8	2.285	23,8 x	19,3 x	32,4 x	90	118	32%	71	-40%	0,0%	16,8%	25,6%	13,3%	17,4x	1,6 x	7,1 x	4,9 x	4,3 x	Neutral	16,75
Telefónica	3,63	-9,4	-8,3	+7,1	20.845	9,7 x	8,9 x	8,6 x	2.011	2.336	16%	2.430	4%	8,3%	13,3%	6,9%	7,0%	3,5x	2,5 x	1,1 x	0,8 x	0,6 x	Comprar	4,20
Unicaja	0,92	-6,3	-9,9	-10,9	2.438	10,5 x	7,0 x	5,7 x	260	350	35%	430	23%	5,4%	3,9%	5,1%	6,2%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,4 x	0,3 x	Comprar	n/d

Compañías del EuroStoxx-50

ANÁLISIS Y MERCADOS

EuroStoxx-50: Principales Cifras y Ratios

bankinter

18 de diciembre de 2023

Cierres de 15-dic-23

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2022r	PER 2023e	2024e	2022r	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE 2023e	Var.%	2024e	Var. %	Rentab. Div23e	Media 2018/22	ROE 2023e	2024e	EV/EBITDA 2023e	DFN/FFPP (Último)	Media 2018/22	P/V 2023e	2024e	Recomend
EuroStoxx-50	4.549,4	+0,6	+3,8	+19,9	4.180.914	14,2 x	14,3 x	13,3 x	294.244	292.678	-1%	314.258	7%	3,8%	13,8%	16,6%	16,0%	11,67	0,7 x	3,7 x	3,5 x	3,2 x	
Adidas	191,66	-1,2	-0,2	+50,4	34.546	37,5 x	-87,2 x	62,8 x	612	-396	-165%	550	-239%	2,3%	18,7%	Negativo	15,7%	34,42	1,3 x	6,3 x	3,6 x	10,6 x	Neutral
Adgen	1.196,00	+0,8	+11,7	-7,2	37.100	70,8 x	64,4 x	51,3 x	564	576	2%	723	26%	0,0%	28,1%	19,3%	19,5%	44,80	Caja Neta	31,7 x	12,4 x	10,0 x	Vender
Ahold Delhaize	26,19	-4,0	-1,4	-2,4	25.157	10,5 x	10,3 x	9,8 x	2.546	2.438	-4%	2.557	5%	4,2%	14,0%	12,6%	12,3%	2,03	0,9 x	1,9 x	1,6 x	1,4 x	Vender
Air Liquide	175,98	+0,4	+1,3	+32,9	92.171	25,1 x	31,2 x	29,5 x	2.759	2.951	7%	3.126	6%	1,9%	12,1%	12,1%	12,1%	14,07	0,5 x	2,7 x	3,3 x	3,1 x	Comprar
Airbus	139,52	-1,6	+2,4	+25,7	110.285	20,6 x	24,5 x	19,7 x	4.247	4.509	6%	5.608	24%	1,4%	13,7%	28,1%	28,0%	16,67	Caja Neta	10,1 x	6,8 x	5,5 x	Neutral
Allianz	240,20	-1,5	+4,2	+19,6	94.091	12,2 x	11,3 x	9,4 x	6.738	8.304	23%	10.045	21%	5,0%	10,1%	14,3%	16,0%	n.a.	n.a.	1,2 x	1,7 x	1,5 x	Comprar
AB InBev	57,53	-2,0	-0,1	+2,2	116.167	19,0 x	17,6 x	15,5 x	5.969	6.591	10%	7.511	14%	1,9%	7,3%	28,0%	25,3%	3,05	0,8 x	1,7 x	1,5 x	1,4 x	Vender
ASML	694,70	+6,9	+11,5	+37,9	280.060	36,1 x	38,3 x	32,9 x	5.624	7.316	30%	8.507	16%	1,0%	36,5%	63,6%	57,7%	29,70	Caja Neta	15,5 x	23,7 x	18,3 x	Comprar
AXA	29,17	-2,8	+2,0	+12,0	66.195	9,2 x	8,4 x	8,0 x	6.675	7.910	18%	8.324	5%	6,9%	7,0%	15,9%	15,4%	n.a.	n.a.	0,9 x	1,3 x	1,2 x	Comprar
B. Santander	3,80	-3,6	-0,0	+35,6	61.492	Negativo	5,7 x	5,5 x	9.605	10.831	13%	11.127	3%	5,3%	4,7%	14,7%	15,1%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
BASF	48,18	+6,6	+12,9	+3,8	42.997	7,2 x	10,6 x	9,3 x	5.833	4.039	-31%	4.674	15%	4,2%	12,1%	10,1%	11,2%	6,68	0,4 x	1,4 x	1,1 x	1,0 x	Neutral
Bayer	32,11	+0,7	+2,4	-33,6	31.541	11,7 x	-7,9 x	7,6 x	4.150	-3.978	-196%	4.171	-205%	7,6%	6,5%	Negativo	12,2%	3,71	1,0 x	1,4 x	1,0 x	0,9 x	Vender
BBVA	8,28	-2,6	-2,6	+47,0	49.418	5,4 x	6,2 x	6,2 x	6.420	7.911	23%	7.923	0%	4,2%	9,0%	18,6%	18,4%	n.a.	n.a.	0,7 x	1,1 x	1,1 x	Comprar
BMW	103,06	+2,1	+7,8	+23,6	65.186	3,1 x	4,9 x	5,1 x	17.941	13.195	-26%	12.760	-3%	6,2%	12,6%	13,6%	12,0%	1,72	Caja Neta	0,8 x	0,7 x	0,6 x	Comprar
BNP Paribas	63,09	+2,0	+9,2	+18,5	72.394	6,4 x	7,2 x	6,9 x	10.196	10.050	-1%	10.500	4%	7,0%	8,4%	10,5%	10,9%	n.a.	n.a.	0,6 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
Danone	57,98	-2,1	-1,7	+17,8	39.297	34,7 x	23,6 x	23,3 x	959	1.667	74%	1.689	1%	3,5%	10,8%	9,1%	9,1%	1,83	0,5 x	2,2 x	2,0 x	2,0 x	Comprar
Deutsche Boerse	177,70	-1,6	+2,0	+10,1	33.763	21,0 x	19,4 x	18,6 x	1.482	1.743	18%	1.817	4%	2,2%	18,3%	16,7%	15,9%	1,15	0,4 x	4,0 x	3,5 x	3,2 x	Neutral
DHL	46,17	+0,6	+7,3	+31,2	57.207	8,2 x	14,6 x	14,2 x	5.359	3.922	-27%	4.034	3%	3,8%	21,0%	15,7%	15,1%	6,87	0,7 x	2,9 x	2,3 x	2,1 x	Comprar
Deutsche Telekom	21,59	-4,5	-1,8	+15,8	107.658	7,3 x	13,0 x	11,5 x	12.973	8.284	-36%	9.329	13%	3,5%	12,0%	9,5%	9,7%	6,23	3,1 x	2,0 x	2,1 x	1,9 x	Comprar
Enel	6,67	+1,6	+2,8	+32,6	67.812	9,6 x	10,3 x	10,1 x	5.391	6.560	22%	6.695	2%	6,4%	13,6%	22,3%	22,4%	5,59	2,1 x	2,2 x	2,2 x	2,2 x	Comprar
Eni	14,81	-1,3	-2,3	+11,5	50.011	3,8 x	7,7 x	8,5 x	12.786	6.468	-49%	5.867	-9%	6,3%	11,2%	11,1%	9,6%	3,20	0,4 x	0,9 x	0,9 x	0,8 x	Neutral
EssilorLuxottica	185,24	+1,4	+5,8	+9,5	84.029	35,2 x	29,4 x	27,3 x	2.153	2.855	33%	3.078	8%	1,9%	4,8%	7,2%	7,5%	14,54	1,7 x	1,8 x	2,1 x	2,0 x	Comprar
Ferrari	327,50	-3,9	-0,9	+63,6	58.672	39,1 x	48,4 x	42,0 x	933	1.213	30%	1.398	15%	0,7%	42,1%	35,8%	32,5%	26,04	Caja Neta	16,3 x	17,4 x	13,7 x	Comprar
Flutter Entertainment	155,30	+1,0	+8,4	+21,5	27.463	Negativo	40,0 x	26,4 x	404	687	70%	1.040	51%	0,1%	3,0%	6,3%	8,9%	19,33	0,5 x	2,2 x	2,6 x	2,5 x	Neutral
Hermes	2.023,50	+2,1	+6,3	+40,0	213.620	45,3 x	52,7 x	49,4 x	3.367	4.051	20%	4.320	7%	0,7%	26,4%	27,6%	25,2%	33,59	Caja Neta	12,3 x	14,5 x	12,4 x	Comprar
Iberdrola	11,76	-0,3	+3,7	+7,6	74.679	16,2 x	15,5 x	14,9 x	4.339	4.818	12%	5.020	4%	4,5%	9,6%	11,6%	11,8%	8,06	1,1 x	1,6 x	1,8 x	1,7 x	Comprar
Inditex	38,41	+1,4	+1,5	+56,5	119.711	19,0 x	23,4 x	21,8 x	4.130	5.110	24%	5.495	8%	3,6%	20,1%	28,6%	29,2%	11,48	Caja Neta	5,4 x	6,7 x	6,4 x	Comprar
Infinion	38,92	+4,7	+9,5	+36,9	50.820	17,2 x	16,4 x	15,7 x	2.178	3.094	42%	3.233	4%	1,0%	12,9%	17,6%	16,0%	11,20	0,1 x	3,5 x	3,0 x	2,5 x	Comprar
ING	13,74	+1,7	+6,7	+21,5	49.732	11,3 x	8,3 x	8,1 x	3.769	6.010	59%	6.150	2%	6,6%	7,7%	10,5%	10,7%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,9 x	0,9 x	Neutral
Intesa	2,64	-2,4	-0,2	+26,8	48.175	9,2 x	7,1 x	7,0 x	4.354	6.759	55%	6.925	2%	9,5%	8,0%	13,3%	13,5%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
Kering	417,85	+1,0	+6,1	-12,1	51.571	16,3 x	12,3 x	11,4 x	3.614	4.198	16%	4.515	8%	3,6%	22,9%	24,3%	22,8%	6,70	0,3 x	5,8 x	3,0 x	2,6 x	Neutral
L'Oreal	446,55	+1,0	+3,6	+33,9	238.782	29,6 x	36,8 x	33,3 x	6.054	6.496	7%	7.176	10%	1,5%	16,4%	21,3%	21,1%	23,43	0,3 x	6,4 x	7,9 x	7,0 x	Neutral
LVMH	748,40	+1,3	+6,5	+10,1	375.733	24,3 x	23,4 x	20,5 x	14.084	16.062	14%	18.298	14%	1,9%	21,2%	24,4%	24,0%	12,43	0,3 x	5,9 x	5,7 x	4,9 x	Neutral
Mercedes Benz Group	64,37	+2,4	+8,0	+4,8	68.052	4,6 x	5,4 x	5,9 x	14.501	12.641	-13%	11.599	-8%	7,3%	13,7%	13,3%	11,4%	1,12	Caja Neta	0,8 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
Munich RE	376,10	-3,9	-3,8	+23,7	51.326	12,5 x	12,3 x	12,4 x	3.432	4.175	22%	4.513	8%	3,3%	10,1%	16,4%	16,2%	n.a.	n.a.	1,3 x	2,0 x	1,8 x	Neutral
Nokia	3,01	+0,8	-6,5	-30,4	16.897	58,1 x	7,7 x	0,0 x	2.222	2.208	-1%	2.421	10%	4,7%	11,0%	9,7%	10,0%	1,27	Caja Neta	1,5 x	0,8 x	0,7 x	Neutral
Nordea	11,17	+3,6	+8,3	+11,3	39.483	10,3 x	8,2 x	8,2 x	3.576	4.820	35%	4.835	0%	7,2%	7,3%	6,6%	6,5%	n.a.	n.a.	1,2 x	1,5 x	1,4 x	Neutral
Pernord Ricard	163,05	+2,4	+2,8	-11,3	41.681	23,7 x	17,2 x	16,6 x	1.996	2.428	22%	2.513	4%	2,9%	9,0%	13,7%	13,0%	12,83	0,5 x	3,0 x	2,6 x	2,4 x	Neutral
Prosus	30,41	+1,1	+0,0	+3,1	80.916	29,0 x	27,8 x	16,7 x	4.458	2.915	-35%	4.838	66%	0,3%	30,6%	5,5%	8,4%	n.a.	0,0 x	1,6 x	0,9 x	0,9 x	Neutral
Safran	160,16	-2,7	-0,5	+37,0	68.430	31,6 x	Negativo	24,8 x	1.579	2.167	37%	2.757	27%	1,2%	8,8%	17,8%	19,9%	15,37	n.a.	4,2 x	6,1 x	5,3 x	Neutral
Saint Gobain	66,61	+7,7	+11,4	+45,9	33.733	7,9 x	11,2 x	10,1 x	3.003	3.022	1%	3.329	10%	3,2%	7,8%	13,1%	14,4%	5,83	1,2 x	1,1 x	1,4 x	1,3 x	En Revisión
Sanofi	87,70	+1,8	+2,6	-2,4	110.922	13,6 x	14,0 x	15,6 x	8.371	7.933	-5%	7.127	-10%	4,1%	10,4%	10,1%	8,8%	8,31	0,1 x	1,6 x	1,4 x	1,4 x	Neutral
SAP	141,48	-4,5	-2,7	+46,8	173.809	52,4 x	25,6 x	35,4 x	2.290	6.794	197%	4.904	-28%	1,4%	11,3%	15,2%	10,4%	21,68	0,0 x	3,7 x	3,7 x	3,5 x	Comprar
Schneider Electric	181,14	+3,5	+7,4	+38,6	103.763	21,5 x	25,1 x	22,8 x	3.477	4.127	19%	4.547	10%	2,0%	11,9%	14,8%	14,9%	15,11	0,4 x	2,5 x	3,5 x	3,2 x	Neutral
Siemens	166,78	+2,7	+8,3	+28,6	133.424	29,8 x	16,8 x	18,0 x	3.723	7.950	114%	7.432	-7%	2,8%	11,2%	16,6%	14,5%	10,85	0,1 x	2,0 x	2,5 x	2,3 x	Neutral
Stellantis	21,55	+2,5	+8,3	+62,4	67.919	2,5 x	4,6 x	4,3 x	16.779	14.700	-12%	15.650	6%	6,2%	21,9%	18,7%	19,0%	2,49	Caja Neta	0,8 x	0,9 x	0,8 x	Neutral
TotalEnergies	61,63	-0,4	-1,0	+5,1	148.667	7,3 x	7,7 x	8,1 x	21.044	19.256	-8%	18.338	-5%	4,7%	13,0%	15,3%	13,4%	3,11	0,3 x	1,0 x	1,2 x	1,1 x	Neutral
Unicredit	23,69	-6,4	-5,2	+78,5	42.270	Negativo	6,5 x	6,7 x	6.458	6.550	1%	6.325	-3%	2,2%	5,5%	12,2%	11,8%	n.a.	n.a.	0,5 x	0,9 x	0,9 x	Comprar
Vinci	115,58	-0,2	+2,9	+23,9	69.088	13,1 x	15,7 x	14,8 x	4.260	4.407	3%	4.677	6%	4,0%	13,0%	15,8%	15,7%	8,01	0,7 x	2,4 x	2,4 x	2,3 x	Comprar
Volkswagen	115,96	+1,0	+9,0	-0,4	60.532	4,5 x	4,2 x	4,2 x	14.867	14.342	-4%	14.294	0%	7,4%	9,2%	7,6%	7,1%	0,51	Caja Neta	0,6 x	0,3 x	0,3 x	Comprar

Compañías Europeas No EuroStoxx-50

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.	PER			BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div23e	Media 2018/22	ROE			EV/EBITDA 2023e	DFN/FFPP (Último)	P/V			Recomend
						2022r	2023e	2024e	2022r	2023e	Var.%	2024e	Var. %			2023e	2024e	2023e			2024e	2023e	2024e	
No EuroStoxx 50:																								
Carrefour	16,29	-5,3	-6,4	+4,1	11.543	8,6 x	10,4 x	8,5 x	1.348	1.108	-18%	1.364	23%	22,8%	7,1%	9,2%	12,6%	3,44	0,9 x	1,2 x	1,0 x	1,0 x	Vender	
RWE	41,43	+2,4	+5,2	-0,4	30.817	10,4 x	10,6 x	14,6 x	2.717	2.904	7%	2.104	-28%	2,3%	15,4%	10,4%	7,3%	5,91	0,0 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x	Comprar	
Deutsche Bank	12,10	+2,3	+5,9	+14,3	24.687	4,7 x	5,8 x	5,4 x	4.746	4.250	-10%	4.575	8%	2,5%	0,6%	8,2%	8,6%	n.a.	n.a.	0,3 x	0,4 x	0,4 x	Neutral	
H&M	179,01	+2,7	+6,5	+58,6	289.367	53,1 x	33,1 x	22,2 x	3.566	8.739	145%	13.022	49%	3,6%	14,5%	17,9%	25,4%	8,16	Caja Neta	4,6 x	6,0 x	5,7 x	Vender	
Hellofresh	14,85	-7,3	+5,9	-27,7	2.572	28,3 x	46,8 x	32,6 x	128	55	-57%	79	44%	0,0%	12,3%	5,4%	7,2%	7,17	0,1 x	10,5 x	2,5 x	2,4 x	Vender	
E.ON	12,52	+0,3	+4,9	+34,1	33.069	13,5 x	13,7 x	13,5 x	1.831	2.410	32%	2.455	2%	4,2%	15,7%	14,6%	14,3%	8,34	1,3 x	2,2 x	2,0 x	1,8 x	Comprar	
Kone	41,96	+2,5	+2,9	-13,1	22.213	25,5 x	21,5 x	20,1 x	775	1.032	33%	1.103	7%	4,6%	29,6%	33,3%	33,8%	13,19	Caja Neta	9,2 x	6,9 x	6,6 x	Vender	
Nestlé	98,11	-0,9	-1,2	-8,4	261.954	39,0 x	24,4 x	25,1 x	9.270	10.734	16%	10.431	-3%	3,1%	24,5%	24,0%	22,3%	16,78	1,1 x	6,0 x	5,7 x	5,5 x	Vender	
Ryanair	18,84	+2,1	+7,2	+54,3	21.463	Negativo	Negativo	6,0 x	-241	1.314	n/r	3.549	n/r	1,9%	20,7%	23,0%	40,4%	8,21	-0,8 x	4,0 x	5,3 x	8,3 x	Comprar	
Soc. Generale	24,43	+1,6	+5,9	+4,0	19.613	Negativo	5,9 x	4,9 x	1.425	3.300	132%	3.975	20%	7,0%	3,9%	3,0%	7,7%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,4 x	0,3 x	Vender	
Unilever	43,76	-0,9	+0,1	-6,6	109.094	15,7 x	17,6 x	16,0 x	7.642	6.210	-19%	6.817	10%	4,0%	47,9%	26,4%	26,4%	11,41	1,1 x	8,6 x	5,7 x	5,3 x	Vender	
Lufthansa	8,14	-2,7	+2,0	+4,8	9.737	Negativo	10,4 x	6,4 x	854	938	10%	1.521	62%	0,0%	17,0%	16,0%	15,0%	4,50	3,5 x	1,7 x	0,8 x	0,6 x	Comprar	
Porsche	81,00	-3,1	-3,6	-14,5	73.791	17,6 x	13,8 x	12,7 x	4.950	5.355	8%	5.795	8%	2,2%	19,4%	25,8%	23,9%	7,50	Caja Neta	n.a.	3,6 x	3,0 x	Comprar	
Siemens Energy	11,38	+0,1	+4,5	-35,3	9.092	Negativo	Negativo	Negativo	-470	-4.532	-	-125	-	0,0%	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo	0,1 x	n.a.	1,1 x	1,1 x	Vender	

ANÁLISIS Y MERCADOS

Estrategia de Inversión 1T 2024

lunes, 18 de diciembre de 2023 11:58h

ANEXO IV.- Estadística de recomendaciones emitidas sobre compañías cotizadas en los últimos 12 meses

	% Comprar	% Neutral	% Vender
El 19.12.2022	46,8%	43,5%	9,7%
El 24.03.2023	51,2%	39,8%	8,9%
El 28.06.2023	50,8%	41,7%	7,5%
El 28.09.2023	51,7%	42,5%	5,8%
El 18.12.2023	52,9%	34,5%	12,6%