

# Estrategia de Inversión 2T 2024

Mercado sólido, sin burbujas. Bajadas de tipos enseguida. Casi todo bien. La geopolítica como factor determinante e imprevisible.



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	11
2.1.- Bolsas	11
2.2.- Bonos	16
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-Trapiella  
Aránzazu Bueno  
Pedro Echeguren  
Carlos Pellicer

Pilar Aranda  
Esther Gutiérrez de la Torre  
Juan Moreno  
Jorge Pradilla

### ▪ Mesa de Ejecución y Ventas

Lorena Pinedo  
Félix Montero  
Daniel Pérez

Carlos Martínez Monedero  
David Francia

Nicolás Angulo  
Raúl Moreno

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

### ▪ Advertencias legales e identificación de fuentes de información relevantes

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

[https://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf](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](https://www.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf)

## Resumen

- **Las bajadas de tipos están cerca y su *timing* es menos impreciso que antes.**- Pero lo realmente determinante no es tanto su *timing*, sino su idoneidad y profundidad. Desde 2023 defendemos que los tipos bajarán más tarde y menos de lo esperado y viene sucediendo. No es importante acertar con el momento exacto en que tendrá lugar la primera bajada, que será entre junio y septiembre, pero sí el hecho que **se materializarán sin sensación de urgencia** porque el ciclo económico es expansivo y, además, se caracteriza por pleno empleo en términos prácticos en todas las economías desarrolladas. Lo más razonable es que la primera bajada la ejecute la **Fed el 31 julio** (probabilidad estimada del 70%) y, enseguida, el **BCE el 12 septiembre** (ídem 45%). Estimamos que el **BoE** actuará entre ambas fechas, probablemente en su reunión del 1 de agosto, mientras que el **SNB** suizo ya se adelantó el 21 de marzo al recortar por sorpresa -25 p.b., hasta 1,50%... pero su inflación es diferencialmente inferior (+1,2%).
- **La economía americana es más sólida de lo que parece y la europea se encuentra en su punto de inflexión a mejor.**- El ciclo expansivo está apoyado en las economías desarrolladas, con las emergentes en segundo plano y sin visibilidad. Sobre todo, China. India podría llegar a ser la excepción positiva, pero aún es pronto para afirmarlo. **Europa** sigue siendo el eslabón más débil de este ciclo expansivo, pero mejora después de 2 trimestres consecutivos sin crecimiento (3T'23 +0,1% y 4T'23 0%). Probablemente cerrará 2024 creciendo por encima de +0,5% (equivalente a +1,3% en Tasa Interanual). En paralelo, la **economía americana** se expandirá este año y el próximo por encima de +2%, con pleno empleo. Las bajadas de tipos redinamizarán el crecimiento en ambas orillas del Atlántico. **La economía española continuará sorprendiendo positivamente** a pesar de presentar unos problemas estructurales no despreciables (calidad institucional, cuestionamiento de la integridad territorial, etc) que, sin embargo, afectan más al ámbito interno que al posicionamiento de la economía. Estimamos PIB 2024/25 en el rango +1,8%/+2,1%, muy similar a **Portugal** (+1,7%/+1,9%).
- **Consideramos altamente improbable una reversión negativa del ciclo económico y/o mercados (bolsas y bonos), a pesar de los avances acumulados y salvo un desenlace destructivo e inesperado en el frente geoestratégico.**- Revisamos ligeramente al alza nuestras valoraciones de bolsas con respecto a diciembre, gracias a unos resultados corporativos mejores de lo esperado, a la menor incertidumbre sobre las bajadas de tipos (momento de inicio menos indefinido que antes) y a una ligera disminución de la Prima de Riesgo aplicable (en Europa, no en Estados Unidos) por 3 razones: las materias primas se han abaratado, es menos probable que el BCE cometa errores graves y la desaceleración de China no llegará a ser una recesión. Las elecciones americanas del 5 nov. siguen siendo un potencial factor desestabilizador, pero afectarán más bien a nuestra Estrategia de Inversión del 3T 2024, no tanto a ésta del 2T 2024. En consecuencia, nuestras **valoraciones de bolsas actualizadas** (algo al alza) **ofrecen potenciales de revalorización superiores a +10% de manera casi homogénea en Europa y Estados Unidos**, consideramos probable que el **ajuste de los bonos** (TIR al alza) ya se haya completado o esté a punto de completarse y que el **dólar** se mantendrá ligeramente apreciado (1,05/1,10/€). La abundante **liquidez** generada por los bancos centrales en el pasado y ahora por las rentas personales y empresariales derivadas del pleno empleo y de los buenos resultados corporativos, continúa respaldando los precios de los activos, inmobiliario incluido. Nuestras prioridades son: [Semiconductores](#), [Ciberseguridad](#), Defensa, [MedTech](#), Lujo e [Inmobiliario](#). También, aunque electivamente, *Utilities*, Infraestructuras y Seguros. No identificamos preocupaciones relevantes, salvo un inesperado giro en el **escenario geoestratégico**... que no descartamos presente alguna complicación en verano.

## 1.- Visión Global.

*"Nunca entendí por qué es egoísta querer quedarte con el dinero que ganaste, pero no lo es querer quedarte con el que ganaron otros".*

*Thomas Sowell. Economista estadounidense, n. 1930 -. Harvard, Columbia, Chicago, Stanford...*

La propensión al pesimismo puede ser útil como mecanismo de autoprotección en determinadas circunstancias, pero lleva a la parálisis y a la pérdida de oportunidades cuando no está respaldada por argumentos objetivos. Desde ese punto de vista, **en el actual contexto de economía y mercados sigue sin tener sentido ser pesimista** (léase defensivo). El crecimiento económico es dinámico (Estados Unidos, Japón) o suficiente pero con perspectivas de mejora rápida (Europa), con pleno empleo en términos prácticos, la inflación empieza a dejar de ser un problema, es inminente que los tipos de interés se muevan a la baja, los beneficios empresariales se aceleran, la liquidez es abundante (tanto la generada por los bancos centrales en el pasado reciente, como por familias y empresas ahora) y proporciona un valioso soporte a los precios de los activos y, finalmente, los desenlaces políticos ocasionalmente atípicos en las democracias liberales influyen cada vez menos sobre la adecuada evolución de sus propias economías. Sólo debemos mantener una **precaución sana y racional, pero no excesiva, con respecto al dragón dormido: la geoestrategia.**

Desde una **perspectiva geoestratégica, dos son los riesgos principales.** El **primero**, la conformación de un **mundo bipolar en el cual se consolidan regímenes autocráticos** o, directamente, dictatoriales, bajo los cuales vive ca. de 2/3 de la población mundial y que pueden llegar a amenazar a las democracias liberales en las que vivimos la otra tercera parte. El **segundo**, directamente relacionado y condicionado por el primero, que son los conflictos armados abiertos y aquellos otros susceptibles de iniciarse si se dieran las desgraciadas circunstancias que los propiciarán. Es decir, los ya abiertos son la invasión de Ucrania por Rusia y el ataque a Israel. Ambos **conflictos** serán **de desgaste**, de largo plazo, y serán empleados por quienes los iniciaron como test para determinar la viabilidad de éxito posterior en otros de alcance superior: el cuestionamiento de la solidez de la OTAN por parte de Rusia para tratar de rediseñar las fronteras de Europa, la preparación de China para invadir Taiwán y el control de las materias primas del Ártico (allí está el 13% del petróleo mundial, 30% del gas natural, además de estaño, níquel y plomo), donde Rusia ya ha comenzado a trasladar estructuras de extracción y regasificación (cerca de Múrmansk) adquiridas a China.

En nuestra opinión y de forma muy resumida, **la guerra en Ucrania ha reducido su riesgo nuclear, pero incrementado su riesgo de conflicto convencional extensible** a otros países limítrofes, algunos de la OTAN incluidos. Aunque no lo consideramos como el escenario más probable, no resulta en absoluto descartable que, ante el estancamiento del frente de guerra, Rusia ponga a prueba este verano la determinación de la OTAN en la defensa de algunos de sus miembros vecinos del área de conflicto. Eso, indudablemente, afectaría al mercado. No es más que una hipótesis que creemos merece la pena considerar, pero no diseñar la estrategia de inversión, ni decidir nada relevante, como si eso efectivamente fuera a suceder. Por eso decimos que la geoestrategia es el *dragón dormido*. Debemos trabajar al margen de éste mientras no haya evidencias creíbles diferentes al respecto.

*El crecimiento económico es dinámico o suficiente, pero con perspectivas de mejora rápida...*

*...la inflación empieza a dejar de ser un problema...*

*...es inminente que los tipos de interés se muevan a la baja...*

*...los beneficios empresariales se aceleran...*

*...y la liquidez es abundante, proporcionando un valioso soporte a los precios de los activos.*

En el frente más convencional, lo más importante es que, finalmente, se ha puesto en evidencia que las **bajadas de tipos** llegarán más tarde de lo que el mercado esperaba a finales de 2023. Exactamente como defendimos que ocurriría. Pero ahora su momento de ejecución parece más o menos identificado. **El primer movimiento tendrá lugar entre junio y septiembre** y esa diferencia de tiempos resulta prácticamente irrelevante tanto para el ciclo económico, como para nuestra estrategia de inversión. Sin embargo, introducimos un cambio en nuestras estimaciones de tiempos, aunque se trata sólo de un *afinado suave*. **Adelantamos en una reunión nuestra estimación para el primer movimiento de tipos por parte de la Fed** - desde 18 de septiembre hasta el 31 de julio (en agosto no hay reunión) -, debido al calendario electoral americano: el 16 de septiembre arrancarán los debates de los candidatos presidenciales y eso hace difícil que la Fed baje tipos sólo 2 días después del primero de ellos, ya que hacerlo podría interpretarse en clave política.

Algunos consejeros del BCE llevan semanas transmitiendo la idea de que podrían bajar tipos tan pronto como en su reunión del 6 de junio, pero consideramos que eso es improbable por **2 razones**. La **primera**, porque **la inflación repuntará transitoriamente entre mayo y julio**. Eso debería retraer al BCE de actuar durante ese periodo, hasta comprobar que, efectivamente, se trata de un efecto sólo transitorio. De hecho, las presiones sobre la inflación por las subidas salariales son actualmente compartidas por la economía europea y americana (la inflación americana repuntó en febrero desde +3,1% hasta +3,2%, contra el consenso del mercado, pero coincidiendo con nuestras estimaciones), las cuales no desaparecerán hasta junio... mes en el que empezará a trasladarse a precios finales el **encarecimiento del transporte** por el bloqueo casi total del **Canal de Suez**, por cierto, lo que extenderá las tensiones inflacionistas, aunque ya mucho más suaves, tal vez hasta septiembre. Hemos insistido en nuestros informes anteriores en que los procesos inflacionistas suelen ser *pegajosos*, particularmente el actual porque se compone de **3 oleadas de inflación**: una primera de materias primas a causa de la invasión de Ucrania (ya superada), una segunda de salarios (la actual, que debería terminar hacia mayo/junio) y una tercera como consecuencia del encarecimiento del transporte marítimo al bloquearse el Canal de Suez (entre junio y septiembre).

La **segunda razón** que nos lleva a pensar que es precipitado pensar que el BCE bajará tipos en junio es porque eso muy probablemente implicaría anticiparse a la Fed (puesto que pensamos moverá el 31 de julio), lo cual depreciaría el euro de manera incierta y eso, a su vez, generaría inflación importada (sobre todo por las compras de petróleo y gas, denominadas en dólares). O, al menos, el riesgo de que eso suceda no es despreciable. No significa que el BCE no vaya a adelantarse a pesar de todo, sino que es improbable que lo haga por el riesgo de equivocación que conllevaría.

Por tato, consideramos como desenlace más probable que la **Fed baje tipos el 31 de julio y el BCE el 12 de septiembre**, en la que será su primera reunión posterior a la de la Fed. Eso parece lo más razonable. Sobre todo, considerando que ninguno de los dos bancos centrales siente ninguna urgencia para hacerlo, puesto que el ciclo sigue siendo expansivo (rotundamente el americano y muy modestamente el europeo), con pleno empleo y buena salud de los resultados corporativos. La presión que reciben ahora los bancos centrales para bajar tipos es próxima a cero por estos motivos. Por eso pueden tomarse su tiempo y entretener al mercado con la dialéctica, sin necesidad de materializar nada. En ese sentido, pensamos que el reciente enfoque de De Guindos (Vicegobernador del BCE) resulta el más acertado cuando indicó el 18 marzo que es en la reunión de junio

*Se ha puesto en evidencia que las bajadas de tipos llegarán más tarde de lo que el mercado esperaba a finales de 2023, exactamente como defendimos que ocurriría.*

*Sufrimos 3 oleadas de inflación: una primera de materias primas, una segunda de salarios y una tercera como consecuencia del encarecimiento del transporte marítimo al bloquearse el Canal de Suez.*

cuando el BCE estará en condiciones de debatir sobre bajadas de tipos. Debatir no es necesariamente ejecutar. Esa ambigüedad es la más acertada en este contexto.

Tabla 1.1.- Movimientos de tipos de interés en UEM, EE.UU. y R. Unido, reunión por reunión. Situación actual y estimaciones 24/25.

	2024								2025																			
	Real 25-ene	Real 07-mar	Estimado 11-abr	Estimado 06-jun	Estimado 18-jul	Estimado 12-sep	Estimado 17-oct	Estimado 12-dic	Estimado enero	Estimado marzo	Estimado abril	Estimado junio	Estimado julio	Estimado sept	Estimado oct	Estimado dic												
<b>BCE</b>	4,00	4,50	4,00	4,50	4,00	4,50	3,75	4,25	3,50	4,00	3,50	4,00	3,25	3,75	3,00	3,50	3,00	3,50	2,75	3,25	2,75	3,25	2,75	3,25	2,50	3,00	2,50	3,00
	+0	+0	+0	+0	+0	+0	-25	-25	+0	-25	-25	+0	-25	-25	+0	+0	+0	+0	-25	-25	+0	+0	-25	-25	+0	+0	+0	+0
<b>FOMC</b>	5,25	5,50	5,25	5,50	5,25	5,50	5,00	5,25	5,00	5,25	4,75	5,00	4,50	4,75	4,50	4,75	4,25	4,50	4,25	4,50	4,00	4,25	4,00	4,25	3,75	4,00	3,75	4,00
	+0	+0	+0	+0	+0	+0	-25	+0	-25	-25	+0	+0	-25	-25	+0	+0	-25	-25	+0	+0	-25	-25	+0	+0	-25	-25	+0	+0
<b>BoE</b>	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,25	3,25	3,00	3,00	2,75	2,75	2,50	2,50
	+0	+0	+0	+0	-25	-25	+0	+0	+0	+0	-25	-25	+0	-25	-25	+0	+0	-25	-25	+0	+0	-25	-25	+0	+0	-25	-25	-25

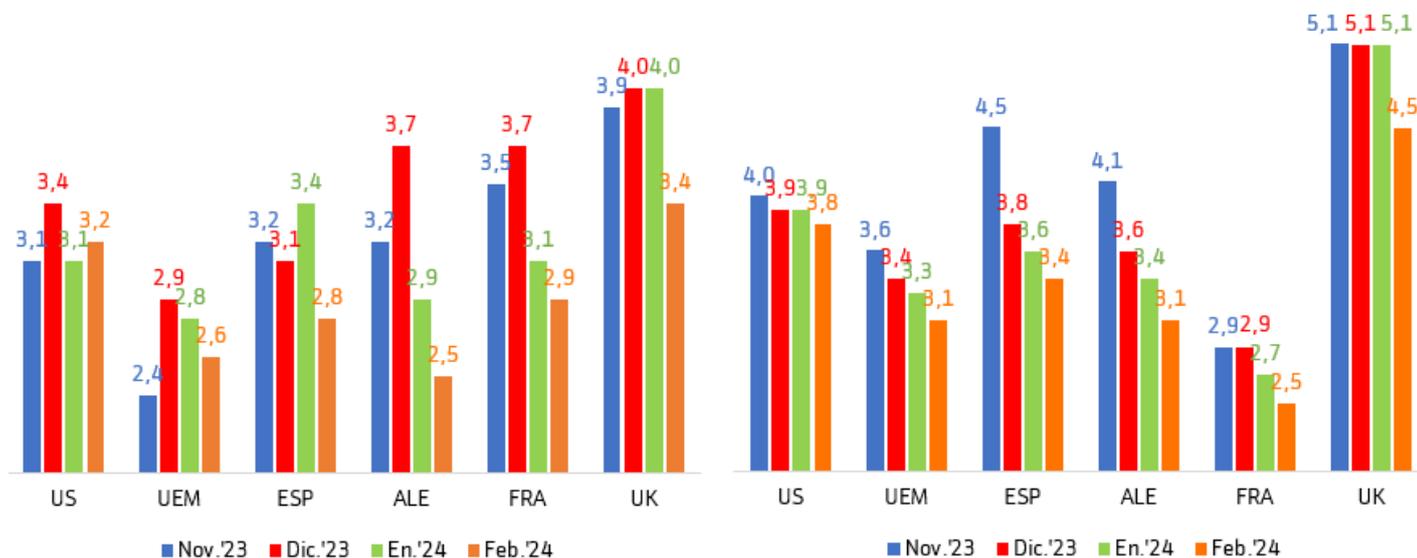
(\*) Reuniones con actualización de perspectivas macroeconómicas.

Más adelante, tal vez en su reunión del 1 de agosto, podría aplicar el BoE su primer recorte, pero para que eso sea posible la inflación en Reino Unido debería retroceder sustancialmente por debajo del 4% (y la Subyacente por debajo del 5%), algo que ya empezó a suceder en el registro de febrero (3,5%). Por su parte, el BoJ ya hizo todo lo que se esperaba de él cuando, en su reunión del 18/19 de marzo, subió su Tipo Director desde -0,10% hasta 0,0%/+0,10%, abandonando el YCC (Yield Curve Control o control de la curva de tipos largos en +/-1%) y dejando de comprar activos (bolsa mediante ETFs, etc). Fue una excelente noticia para la normalización de su política monetaria porque lo hizo con gran habilidad al contrarrestar el impacto de esas medidas con un mensaje *dovish*/suave que impidió que el yen se apreciara, lo que hubiera comprometido la competitividad de sus exportaciones a corto plazo. Todo bien, por tanto, en la evolución y perspectivas sobre tipos de interés. Incluso el SNB suizo pudo adelantarse al resto el 21 de marzo bajando su tipo director -25 p.b., hasta 1,50%... pero su situación es absolutamente excepcional porque enfrenta una inflación de tan sólo 1,2%, que permanece por debajo del 2% desde junio 2023.

Según nuestro escenario central, la Fed bajará tipo director el 31 de julio, el BoE el 1 de agosto y el BCE el 12 de septiembre.

Gráfico 1.1.- Inflación. Nov.'23/Feb.'24 (a/a)

Gráfico 1.2.- Inflación Subyacente. Nov.'23/Feb.'24 (a/a)



Como se ha dicho al principio, el **crecimiento económico** es dinámico en **Estados Unidos** (+3,1% en el 4T 2023 y estimamos la misma cifra para el 1T 2024) y **Japón** (+1,2%, aunque desacelerando hasta +0,2%) o suficiente pero con perspectivas inmediatas de mejora en Europa (+0,1% y +0,3%), donde destacan favorablemente **España** (+2% y +1,9%) y **Portugal** (+2,2% y +1,2%). Seguimos pensando que los emergentes pasarán a segundo plano en este ciclo expansivo. Sobre todo **China**, cuyo objetivo formal de crecimiento es +5,0%/+5,5%, pero que realmente apenas alcanzará +4%. **Brasil** decepcionará porque rondará +2% y en combinación con un nivel de tipos de interés desorbitado (tipo de intervención Selic >10%), aunque en proceso de lento descenso. La excepción positiva podría llegar a ser **India**, con una expansión muy superior al resto (+6%/+7%) y aparentemente sostenible, pero aún es pronto para afirmarlo con confianza suficiente.

El caso es que **el binomio crecimiento/inflación mejora su aspecto** en todo el mundo en términos de estimaciones y con respecto a diciembre, como se muestra en la Tabla 1.2 siguiente, y eso sólo puede dar más solidez a las expectativas sobre el ciclo, así como también sobre las bolsas y la mayoría del resto de los activos invertibles.

*El crecimiento económico es dinámico en Estados Unidos y Japón, suficiente, pero con perspectivas inmediatas de mejora, en Europa y los emergentes permanecen en segundo plano con un crecimiento insuficiente para lo que su contexto social necesita.*

Tabla 1.2: Crecimiento e Inflación.

	PIB					Inflación				
	2023p	2024e		2025e		2023p	2024e		2025e	
		Anterior <sup>(1)</sup>	Actual	Anterior <sup>(1)</sup>	Actual		Anterior <sup>(1)</sup>	Actual	Anterior <sup>(1)</sup>	Actual
UEM	+0,5%	+0,7%	<b>+0,7%</b>	+1,7%	<b>+1,7%</b>	+2,9%	+2,9%	<b>+2,7%</b>	+2,2%	<b>+2,1%</b>
España <sup>(2)</sup>	+2,5%	+1,4%	<b>+1,8%</b>	+2,1%	<b>+2,1%</b>	+3,1%	+3,4%	<b>+3,3%</b>	+2,3%	<b>+2,3%</b>
Portugal	+2,3%	+1,4%	<b>+1,7%</b>	+2,1%	<b>+1,8%</b>	+1,4%	+2,8%	<b>+2,7%</b>	+2,2%	<b>+2,2%</b>
EE.UU.	+2,5%	+2,0%	<b>+2,3%</b>	+2,0%	<b>+2,0%</b>	+3,4%	+2,7%	<b>+3,0%</b>	+2,5%	<b>+2,6%</b>
R.Unido	+0,1%	+0,4%	<b>+0,4%</b>	+1,3%	<b>+1,3%</b>	+4,0%	+3,1%	<b>+3,0%</b>	+2,4%	<b>+3,0%</b>
Irlanda	-3,0%	+2,5%	<b>+2,5%</b>	+3,5%	<b>+4,2%</b>	+4,6%	+3,0%	<b>+2,5%</b>	+2,4%	<b>+2,1%</b>
Suiza	+0,7%	+1,2%	<b>+1,3%</b>	+1,5%	<b>+1,5%</b>	+1,7%	+1,6%	<b>+1,8%</b>	+1,5%	<b>+1,4%</b>
Japón <sup>(3)</sup>	+1,9%	+1,3%	<b>+0,8%</b>	+1,2%	<b>+1,1%</b>	+2,6%	+2,1%	<b>+2,2%</b>	+1,6%	<b>+1,6%</b>
China	+5,2%	+4,1%	<b>+4,2%</b>	+4,4%	<b>+4,5%</b>	-0,3%	+1,3%	<b>+1,3%</b>	+2,0%	<b>+2,0%</b>
India <sup>(3)</sup>	+7,5%	+6,3%	<b>+6,5%</b>	+6,3%	<b>+6,3%</b>	+5,7%	+5,0%	<b>+5,0%</b>	+4,0%	<b>+4,0%</b>
Brasil	+2,9%	+1,8%	<b>+2,0%</b>	+2,0%	<b>+2,4%</b>	+4,6%	+4,0%	<b>+4,1%</b>	+3,5%	<b>+3,5%</b>
Turquía	+4,4%	+3,3%	<b>+3,3%</b>	+3,0%	<b>+3,0%</b>	+64,8%	+50,0%	<b>+50,0%</b>	+30,0%	<b>+30,0%</b>

e = Estimación (1) Informe de Estrategia de Inversión 1T 2024 publicado en Dic. 2023. (2) Escenario central. (3) Año natural.

Como hemos recordado en múltiples ocasiones, en el largo y medio plazo las bolsas *hacen* lo que *hagan* los **beneficios empresariales**. Beneficios saludables y en aumento dan como resultado bolsas alcistas. Y viceversa. El ruido de otros factores puede retrasar o bloquear su avance, pero sólo temporalmente. **Si los beneficios funcionan, las bolsas funcionan**. Y eso es precisamente lo que está ocurriendo y lo que seguirá ocurriendo, si la geoestrategia no se complica, por supuesto. Los resultados empresariales americanos ya superaron su **punto de inflexión a mejor** en el segundo semestre de 2023, mientras que los europeos harán lo propio durante este primer semestre de 2024 (ver Gráficos 1.4 y 1.5). Las bolsas vienen reaccionando positivamente porque son las cifras corporativas americanas las que dirigen Wall Street, y Wall Street dirige el mundo. Esta afirmación suele generar sentimientos encontrados, pero es absolutamente realista. Y las bolsas no viven de sentimientos, sino de realidades tangibles. Tras un año 2023 de beneficios más o menos planos, en 2024 y 2025 acelerarán hacia +10%/+14% en Estados Unidos y hacia +3%/+8% en Europa, tomando en este caso como referencia la "Europa ampliada" que representa el Stoxx-600 (ver Gráfico 1.3).

*Los resultados empresariales americanos ya superaron su punto de inflexión a mejor en el segundo semestre de 2023, mientras que los europeos harán lo propio durante este primer semestre de 2024*

Gráfico 1.3.- S&P500 vs STOXX600, BPA anual (var.%)



Fuente: Consensos de estimaciones elaborados por Refinitiv y Bloomberg, actualizados el 19 Marzo, 2024.

Gráfico 1.4.- S&P500, BPA trimestral (Var.%)



Gráfico 1.5.- STOXX600, BPA trimestral (Var.%)

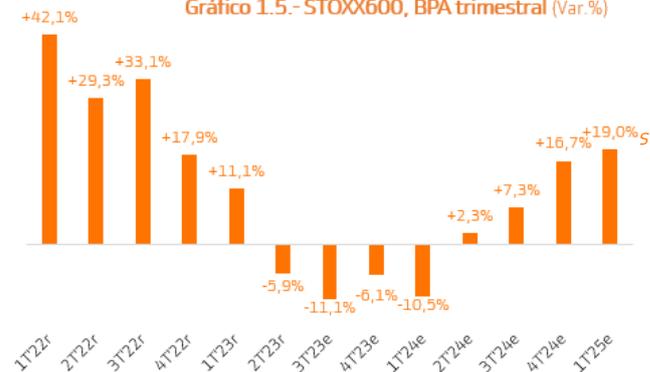
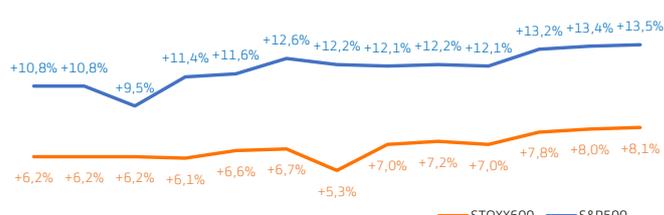


Gráfico 1.6.- S&P500 vs STOXX600, BPA 2024e  
Tendencia de las revisiones



23 Mar. 18 Abr. 09 May 09 Jun 27 Jun 07 Jul 25 Ago 15 Sep 17 Oct 24 Nov 14 Dic 13 Feb 12 Mar 19 Mar

Gráfico 1.7.- S&P500 vs STOXX600, BPA 2025e  
Tendencia de las revisiones



18 Abr. 09 May 09 Jun 27 Jun 07 Jul 25 Ago 15 Sep 17 Oct 24 Nov 14 Dic 13 Feb 12 Mar 19 Mar

Fuente: Consensos de estimaciones elaborados por Refinitiv y Bloomberg, actualizados el 19 Marzo, 2024.

No es un ritmo brillante, pero sí suficientemente bueno. Sobre todo, con inflaciones a la baja, tipos de interés estables o con perspectivas de moverse también a la baja y crecimientos económicos entre generosos y suficientes. Además, **los resultados empresariales del 4T 2023**, que terminaron de publicarse hacia mediados de marzo 2024, **han sorprendido positivamente**, tanto americanos como europeos. Como referencia del orden de magnitud de la mejora real relativa con respecto a lo esperado, en el caso del S&P500 el consenso estimaba un BPA<sup>1</sup> 4T2024 de +1,5% y el registro real fue +8%. En términos de mejora relativa significa que el aumento de los beneficios americanos fue 5,3 veces superior a lo esperado. Es decir, su capacidad para

<sup>1</sup> Beneficio Por Acción

sorprender fue elevada. Y eso significa que, por sentido común, a lo largo de abril y mayo se revisarán al alza las actuales estimaciones sobre los BPAs de los siguientes trimestres de 2024, lo que muy probablemente llevará a una revisión también al alza del BPA estimado 2024 (año completo) y tal vez también, aunque en menor medida del BPA 2025. De manera que los incrementos que se muestran en los Gráficos 1.3, 1.4 y 1.5 serán revisados al alza, algo que enseguida empezará a reflejarse en los siguientes registros de los Gráficos 1.6 y 1.7 que aparecen a continuación y que indican la tendencia de las revisiones, que ya ha empezado a ser al alza. Sólo hay que esperar unas semanas para comprobarlo. Si así sucediera, cuando podamos incorporar esos consensos de estimaciones de BPAs revisados al alza a nuestras valoraciones de bolsas actualizadas que se muestran en la Tabla 1.3, que ya con las estimaciones actuales ofrecen potenciales de revalorización suficientes, de doble dígito bajo, pasarán a ofrecer potenciales algo superiores.

*Las estimaciones de resultados para 2024/25 serán revisadas el alza durante mayo y abril, lo que se trasladará positivamente a nuestras valoraciones de las bolsas, que pasarán a ofrecer potenciales algo más atractivos que los actuales.*

**Tabla 1.3.- Bolsas. Valoraciones y otras referencias.**

	Var. %	Valoración			Cotización		Potencial(3)	Máximo	Fecha del
	2024 (1)	Anterior(2)	Actual (3)	% Revisión	22/03/24	Dic. '24e	Histórico	máximo	
S&P 500	+9,9%	5.361	<b>5.802</b>	+8,2%	5.242	<b>+10,7%</b>	5.242	21.03.2024	
EuroStoxx-50	+11,7%	5.211	<b>5.663</b>	+8,7%	5.052	<b>+12,1%</b>	5.464	06.03.2000	
Ibex-35	+7,6%	11.317	<b>11.969</b>	+5,8%	10.868	<b>+10,1%</b>	15.946	08.11.2007	
PSI-20	-3,4%	7.684	<b>7.032</b>	-8,5%	6.179	<b>+13,8%</b>	13.702	17.07.2007	

Notas: (1) Acumulado 2024 hasta 21.03.2024. (2) Calculado en Dic.2023 para la Estrategia de Inversión 1T 2024.

(3) Valoración y potencial de revalorización estimados desde el 21.03.2024 hasta 31.12.2024.

**Tabla 1.4.- Evolución trimestral de las principales bolsas en 2021/24**

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	2023	1T 2024 <sup>(1)</sup>
S&P 500	+26,9%	-19,4%	+7,0%	+8,3%	-3,6%	+11,2%	+24,2%	+10,2%
Nasdaq-100	+26,6%	-33,0%	+20,5%	+15,2%	-3,1%	+14,3%	+34,5%	+9,5%
EuroStoxx-50	+21,0%	-11,7%	+13,7%	+1,9%	-5,1%	+8,3%	+19,2%	+11,7%
Ibex-35	+7,9%	-5,6%	+12,2%	+3,9%	-1,7%	+7,1%	+22,8%	+7,6%
PSI20	+13,7%	+2,8%	+5,6%	-2,1%	+2,9%	+5,0%	+11,7%	-3,4%
Nikkei 225	+4,9%	-9,4%	+7,5%	+18,4%	-4,0%	+5,0%	+28,2%	+22,0%

(1) Hasta el 21.03.2024

Por todo lo descrito anteriormente, si la geoestrategia lo permite, **las bolsas ofrecen más de lo que parece** y una hipotética cautela más visceral que racional no debería paralizarnos.

En consecuencia, **nuestra Estrategia de Inversión sigue siendo pro-riesgos y pro-bolsas**, como en trimestres anteriores y a pesar de los avances acumulados. Eso sí, nunca olvidemos que invertir no es especular. No tiene nada que ver.

## 2.- Mercados y Estrategia de Inversión

### 2.1.- Bolsas. Buen inicio de año. Mejoramos los Precios Objetivos. 2024 seguirá siendo un año "pro-riesgos".

El ejercicio 2024 comienza con buen pie. Los acumulados anuales oscilan entre +10% y +12% para EE.UU. y Europa, respectivamente, tomando como referencia los índices más representativos de ambas zonas. El ciclo económico es bueno. El crecimiento de los beneficios empresariales (BPAs) servirá de catalizador (más en EE.UU. que en Europa). Y la inflación convergerá a su objetivo (o al menos se aproximará a él) permitiendo así que los bancos centrales comiencen con el proceso de bajadas de tipos. Todo ello afianza nuestra tesis de que este año seguirá siendo "pro-riesgos" y, por tanto, "pro-bolsas".

Revisamos así todos (menos el PSI) los Precios Objetivos al alza de los índices que valoramos en el presente informe.

En EE.UU. (i) **la economía aguanta mejor de lo esperado**, apoyada en un mercado laboral con una Tasa de Paro prácticamente friccional (3,9%). (ii) **Los BPAs se expandirán +12% aprox.** Y (iii) Las TIR de los bonos podrían haber tocado techo en los niveles actuales (4,27% en el momento de redactar este informe vs 3,80% estimado para final de año).

En Europa, a pesar de que, tanto economía como BPAs, crecen a un ritmo más modesto que EE.UU., **el riesgo de un error en política monetaria del BCE es más reducido**. Rebajamos así -50pb la prima de riesgo respecto a la última Estrategia y mejoramos el Precio Objetivo del EuroStoxx-50. En España y Portugal los riesgos idiosincráticos de cada región determinan la valoración como se explica más adelante en este epígrafe.

#### 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 revaloración que ofrecen las bolsas se sitúan entre +10% y +14%. Las principales variables de nuestro modelo son:

- (i) **Bono a 10 años como activo libre de riesgo** en las diferentes zonas geográficas. Rebajamos nuestra estimación para el T-Note hasta 3,80% (vs 3,90% anterior) mientras que mantenemos la previsión para el Bund en 2,10%. Tras el reciente repunte de TIRes fruto del

*2024 seguirá siendo un año pro-bolsas. Ciclo fuerte, crecimiento en BPAs y bancos centrales bajando tipos.*

*Nuestras valoraciones ofrecen potenciales atractivos (+10%/+14%) a diciembre de 2024.*

reajuste de expectativas de bajadas de tipos, esperamos que progresivamente vayan suavizándose a medida que comiencen los recortes de tipos.

- (ii) **Rebajamos la prima de riesgo en Europa y España, pero la mantenemos en EE.UU. y Portugal.** Las diversas tensiones geopolíticas (Rusia/Ucrania, Israel/Palestina y Taiwán) siguen afectando a ambas zonas geográficas, aunque con mayor intensidad a la UEM, y los riesgos políticos permanecen por las futuras elecciones americanas y europeas. Rebajamos la prima de riesgo en Europa y España (hasta 100pb desde 150pb) al vislumbrar un aterrizaje suave de la economía gracias a un menor impacto de los precios de las materias primas y pese al endurecimiento de la política monetaria del BCE. En Portugal seguimos penalizando al índice (150pb) por su elevada concentración en unas pocas compañías. Por último, no implementamos cambios en EE.UU. (50pb).

*Variables tomadas:*

*(i) T-Note 3,80% y Bund 2,10%.*

*(ii) Prima de riesgo: 50pb EE.UU.; 100pb UEM y España, 150pb Portugal.*

*(iii) Crecimiento BPAs: +11,8% S&P 500 y +0,5% EuroStoxx-50*

**Tabla 2.1.2. Desglose primas de riesgo por región.**

ESPAÑA		PORTUGAL		EE.UU.		UEM		Clases de riesgos
2T 2024	1T 2024	2T 2024	1T 2024	2T 2024	1T 2024	2T 2024	1T 2024	
50	50	50	50	25	25	50	50	Geoestrategia
50	25	50	25	25	25	25	25	Elecciones/Política
0	25	0	25	0	0	0	25	Materias Primas
0	25	0	25	0	0	0	25	BCE/Fed
0	25	0	25	0	0	25	25	China
0	0	50	0	0	0	0	0	Otros (Índice...)
<b>100</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>100</b>	<b>150</b>	<b>Prima de riesgo</b>

- (iii) **Crecimientos en BPAs de doble dígito en el S&P500 (+11,8%), pero planos (+0,5%) 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. Ya en 2025 los BPAs muestran una evolución favorable en ambas zonas: S&P500 +12,8%; EuroStoxx-50 +7,9%.

**Tabla 2.1.3. Potenciales de bolsas a diciembre 2024**

Índice	Cotización 21/03/2024	Objetivo 2024	Potencial 2024	PER'24 (1)	PER (2) histórico	BPA'24e (3)	Bono 10A (4)	WACC
S&P-500	5.242	<b>5.802</b>	<b>+10,7%</b>	24,1x	20,8x	+11,8%	3,8%	7,1%
EuroStoxx-50	5.052	<b>5.663</b>	<b>+12,1%</b>	16,0x	15,8x	+0,5%	2,6%	8,3%
Ibex-35	10.868	<b>11.969</b>	<b>+10,1%</b>	12,2x	17,2x	+3,0%	3,1%	9,4%
PSI	6.179	<b>7.032</b>	<b>+13,8%</b>	13,2x	14,7x	-8,9%	3,0%	9,1%

(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 la valoración del S&P500 hasta 5.802 puntos vs 5.361 anterior. Este nivel se traduce en un PER de 24,1x vs 22,1x anterior, superior a la media histórica de los últimos 10 años (20,8x). Sin embargo, cabe destacar que la composición del índice ha virado hacia un sesgo más *growth* desde uno más *value* (con PER inferiores). Por ello, la media histórica es claramente inferior a la actual del índice. En Europa, también elevamos con fuerza el precio objetivo del EuroStoxx-50 hasta 5.663 puntos desde 5.211 como consecuencia de una menor tasa de descuento. El múltiplo PER avanza hasta 16,0x desde 14,3x anterior, superando ligeramente la media histórica de los últimos 10 años (15,8x).

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](#)), **Inmobiliario** y **Defensa**. También mantenemos, aunque de forma **selectiva**, **Transición Energética/Utilities, Infraestructuras y Seguros**. Como principal novedad respecto a nuestra última Estrategia Trimestral, volvemos a incorporar:

**Lujo:** Los resultados 4T 2023 reflejan resiliencia de la demanda y capacidad de elevar precios y mantener/elevar márgenes. Éstos en algunos casos alcanzan niveles máximos. Mejora el sentimiento sobre las perspectivas económicas; en Europa disminuye el riesgo de recesión y en EE.UU. se afianza el escenario de aterrizaje suave o, incluso, no aterrizaje. China también da muestras de estabilización. La prima de valoración del sector se sitúa en línea con su media de largo plazo. Con un nivel de 26x, el PER estimado medio del sector en 2025 es 1,5x superior al del MSCI World (17x).

*Elevamos con fuerza el precio objetivo tanto del S&P500 (5.802 puntos desde 5.361 anterior) como del EuroStoxx-50 (5.663 puntos desde 5.211 ant.)*

*Seguimos con nuestra estrategia de inversión sectorial. Recomendamos Tecnología, Semiconductores, Ciberseguridad, Medtech, Inmobiliario y Defensa. De forma selectiva: Transición Energética / Utilities, Infraestructuras y Seguros. Incorporamos Lujo.*

Tabla 2.1.4. Sectores recomendados

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

Tabla 2.1.5. Tabla detallada de nuestras valoraciones para bolsas de cara a diciembre 2024.

S&P 500	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	3,80%	3,80%	3,80%
2.- Inc. BPA 2024e (1)	+17,3%	+11,8%	+6,2%
Precio Objetivo (2)	6.092	<b>5.802</b>	5.512
Precio Objetivo Anterior (3)		5.361	
Cotización 21/03/2024		5.242	
Potencial (%)	+16,2%	<b>+10,7%</b>	+5,2%
PER Equivalente (5)	25,3x	24,1x	22,9x

EUROSTOXX-50	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A (4)	2,56%	2,56%	2,56%
2.- Inc. BPA 2024e (1)	+5,5%	+0,5%	-4,6%
Precio Objetivo (2)	5.947	<b>5.663</b>	5.380
Precio Objetivo Anterior (3)		5.211	
Cotización 21/03/2024		5.052	
Potencial (%)	+17,7%	<b>+12,1%</b>	+6,5%
PER Equivalente (5)	16,8x	16,0x	15,2x

IBEX-35	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	3,10%	3,10%	3,10%
2.- Inc. BPA 2024e (1)	+8,1%	+3,0%	-2,2%
Precio Objetivo (2)	12.275	<b>11.969</b>	11.662
Precio Objetivo Anterior (3)		11.317	
Cotización 21/03/2024		10.868	
Potencial (%)	+13,0%	<b>+10,1%</b>	+7,3%
PER Equivalente (5)	12,5x	12,2x	11,9x

PSI-20	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	3,00%	3,00%	3,00%
2.- Inc. BPA 2024e (1)	-4,4%	-8,9%	-13,5%
Precio Objetivo (2)	7.384	<b>7.032</b>	6.681
Precio Objetivo Anterior (3)		7.684	
Cotización 21/03/2024		6.179	
Potencial (%)	+19,5%	<b>+13,8%</b>	+8,1%
PER Equivalente (5)	13,8x	13,2x	12,5x

(1) BPAs de consenso ajustados según estimaciones Bankinter.

(2) Cálculos con cierre 21 de marzo de 2024. Precio objetivo a dic-2024. Calculado según método PER Objetivo.

(3) Cálculos a diciembre 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 2.1.6. Análisis de sensibilidad S&amp;P 500

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		4,3%	4,1%	3,8%	3,6%	3,3%
BPA vs Consenso	-10%	4.529	4.851	5.222	5.654	6.164
	-5%	4.781	5.120	5.512	5.968	6.507
	0%	5.032	5.390	<b>5.802</b>	6.282	6.849
	5%	5.284	5.659	6.092	6.596	7.191
	10%	5.536	5.929	6.382	6.910	7.534

Tabla 2.1.7. Análisis de sensibilidad EuroStoxx-50

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,1%	2,8%	2,6%	2,3%	2,1%
BPA vs Consenso	-10%	4.631	4.853	5.097	5.367	5.667
	-5%	4.889	5.123	5.380	5.665	5.982
	0%	5.146	5.392	<b>5.663</b>	5.963	6.297
	5%	5.403	5.662	5.947	6.261	6.611
	10%	5.661	5.932	6.230	6.560	6.926

Tabla 2.1.8. Análisis de sensibilidad Ibex-35

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,6%	3,4%	3,1%	2,9%	2,6%
BPA vs Consenso	-10%	10.354	10.554	10.772	11.007	11.264
	-5%	10.929	11.141	11.370	11.619	11.890
	0%	11.504	11.727	<b>11.969</b>	12.230	12.516
	5%	12.079	12.314	12.567	12.842	13.142
	10%	12.655	12.900	13.165	13.453	13.767

Tabla 2.1.9. Análisis de sensibilidad PSI-20

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,5%	3,3%	3,0%	2,8%	2,5%
BPA vs Consenso	-10%	5.830	6.069	6.329	6.612	6.921
	-5%	6.154	6.407	6.681	6.979	7.306
	0%	6.478	6.744	<b>7.032</b>	7.347	7.691
	5%	6.802	7.081	7.384	7.714	8.075
	10%	7.126	7.418	7.736	8.081	8.460

Fuente tablas de sensibilidades: Análisis y Mercados Bankinter

## 2.2.- BONOS. Rentabilidad/riesgo todavía favorable a los plazos cortos. Favorecemos bonos corporativos y, para perfiles dinámicos, también *High Yield*.

Las economías muestran más fortaleza de lo esperado y arrojan dudas sobre el ritmo de moderación de la inflación. Mejora el sentimiento sobre las perspectivas económicas; en Europa disminuye el riesgo de recesión y en EE.UU. se afianza el escenario de aterrizaje suave o, incluso, no aterrizaje. Los bancos centrales mantienen la cautela e, insisten, necesitan ganar más confianza para empezar a relajar sus políticas monetarias. Las tasas de inflación se mueven en la buena senda, pero se mantienen todavía lejos del +2% perseguido y con las partidas ligadas a Servicios todavía excesivas.

Esta situación "anómala" de crecimiento económico, pero con moderación de la inflación mantiene la expectativa de recortes de tipos en 2024, aunque más tarde y lento de lo esperado a comienzos de año. Las perspectivas de recortes de tipos tanto en EE.UU. como en Europa se ajustan desde 6/7 bajadas en el año a partir de marzo hasta 3/4 desde junio. Consecuentemente, las curvas de tipos se ajustan con repuntes de TIR de >+40 pb en el año tanto en el Bund a 10 años como el T-Note hasta 2,46% y 4,33% respectivamente. En Europa, mayores perspectivas de crecimiento en los países periféricos frente a la debilidad de Alemania, así como la reinstauración de las normas fiscales (cumplimiento de los objetivos de déficit público) permiten un fuerte estrechamiento de las primas de riesgo. La de España se reduce en el año -18 pb hasta 79 pb, Italia -45 pb hasta 122 pb, Portugal permanece en 60 pb.

*Mayor fortaleza económica y dificultades en la última milla contra la inflación ...*

*... reduce las expectativas de recortes de tipos por parte de los bancos centrales y las TIRs a largo plazo corrigen excesiva euforia anterior.*

*Un entorno favorable al riesgo propicia un estrechamiento de los "spreads" de los bonos corporativos, especialmente High Yield.*



En el frente de los bonos corporativos, un entorno favorable al riesgo (crecimiento con moderación de inflación y recortes de tipos), sigue propiciando un estrechamiento de spreads (diferenciales vs los bonos soberanos), especialmente en el segmento *High Yield*. En Europa, el diferencial de los bonos corporativos de elevada calidad (*Investment Grade /IG*) se reduce -6pb en el año hasta 75,6pb y el de los bonos con peor calidad crediticia (*High Yield /HY*) -39pb hasta 292,1pb. En EE.UU. los movimientos son similares, IG -13 pb hasta 120,6pb y HY -36pb hasta 349,2pb.

En este entorno esperamos que prosiga el proceso de aplanamiento de las curvas de tipos (mayor reducción de los tipos cortos). Aunque prevemos una consolidación de las rentabilidades en los tramos largos de la curva tras los repuntes vistos desde comienzos de año, de momento mantenemos nuestra preferencia por los plazos cortos de la curva de tipos (riesgo de duración bajo) porque el diferencial de tipos es todavía atractivo a favor de éstos y las primas de riesgo por plazo en los vencimientos largos todavía no

*Mantenemos nuestra preferencia por los tramos cortos de la curva de tipos. Diferencial todavía atractivo a favor de éstos...*

son suficientes en un entorno de volatilidad elevada. El índice de volatilidad MOVE disminuye en el año -17 pb hasta 97,82, pero sigue por encima de su media de 10 años (75,98).

Aunque prevemos que el proceso de **moderación de la inflación** seguirá avanzando en un entorno de políticas monetarias restrictivas, **los avances serán más lentos y no descartamos repuntes de inflación en los próximos meses** que sesgan el riesgo hacia una postura menos complaciente de los bancos centrales. Nuestro escenario central apunta a que la Fed implementará 3 bajadas de -25pb en el año a partir de julio y el BCE, 2 a partir de septiembre. Mientras, **en el tramo largo de las curvas, las perspectivas de inflación a medio/largo plazo parece bien ancladas, aunque podríamos ver episodios de volatilidad y nuevos repuntes de TIRes si se producen esos rebrotes de inflación.**

Mantenemos nuestra preferencia por las duraciones reducidas (<5 años). donde percibimos todavía mayor atractivo binomio de rentabilidad/riesgo. En EE.UU. la TIR a 2 años se sitúa alrededor de 4,75% vs 4,33% a 10 años. En Europa el 2 años alemán cotiza en torno a 2,95% vs 2,46% el Bund. **Creemos que el momento de alargar duración llegará en el 3T 2024** cuando haya mayor visibilidad sobre el control de la inflación y la hoja de ruta de los recortes de tipos por parte de los bancos centrales.

En términos de tipo de activo, en un entorno favorable al riesgo **nuestra estrategia sigue centrada en bonos corporativos de calidad (Investment Grade / IG), pero también reconocemos atractivo en los bonos con menor calificación crediticia (High Yield /HY), para los perfiles más dinámicos.** En los meses recientes los diferenciales de crédito IG se han reducido entre -6pb en Europa y -10 pb en EE.UU., pero se mantienen próximos a sus medias históricas, y los fundamentales de las compañías son sólidos y tenderán a mejorar en un entorno de recuperación económica y reducción de los tipos de interés. Los ratios de endeudamiento permanecen en niveles reducidos (deuda neta sobre EBITDA del S&P 500 1,3x y del Stoxx 600 1,9x) y los beneficios por acción ganan tracción (+12,0% estimado en 2024 y 2025 para S&P 500; +0,3% y +7,4% respectivamente para EuroStoxx-50).

**Los diferenciales sobre los bonos soberanos todavía son suficientes y aportan cierto "margen de error".** En caso de deterioro económico y, por tanto, de ampliación de esos diferenciales, los bancos centrales actuarían recortando tipos, compensando esa pérdida por mayor diferencial o *spread*; es decir la pérdida por ampliación de *spread* se compensaría con la ganancia por reducción de la rentabilidad de los bonos soberanos de referencia. En Europa, el *spread* IG se sitúa en 75,6 pb vs una media de los últimos 10 años de 63,3 pb; en EE.UU. 120,6 pb vs 128,8 pb. En HY, los diferenciales se han reducido casi -40 pb en el año, hasta niveles inferiores a sus medias de largo plazo: 292,1 vs 347,2 en Europa y 349,2 vs 456,6 en EE.UU. **Pero son atractivos en un entorno favorable al riesgo.** En términos de rentabilidad, en Europa el 2 años AAA cotiza alrededor del 3,4% vs. 3,8% el BBB y 4,5% el BB. En EE.UU. el 2 años AAA cotiza alrededor del 4,8% vs. 5,3% el BBB y 6,0% el BB.

Nuestros **sectores favoritos** siguen siendo: **bancos** (exceso de liquidez, ratios de capital elevados y baja morosidad), sectores defensivos con flujos de caja estables como la **salud** y las **infraestructuras** y compañías con potencial para reducir endeudamiento (**telecos/utilities**).

*... y riesgo de que los tramos largos ajusten puntualmente si la inflación repunta en los próximos meses.*

*El momento de alargar duración llegará en el 3T 2024 (o final del 2T 2024).*

*Preferencia por bonos corporativos Investment Grade, pero también High Yield para los perfiles más agresivos.*

*Los spreads han disminuido, pero todavía son atractivos en un entorno favorable al riesgo (crecimiento económico positivo y moderación de la inflación).*

*Favorecemos financieras y sectores con flujos de caja estables.*

## 2.3.- DIVISAS: El retraso del recorte de tipos en EE.UU. favorece al dólar.

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic.2024)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,05/1,10	Esperamos que el dólar en 2024 mantenga una tendencia lateral-apreciatoria contra el euro, debido al progresivo retraso en el escenario de recorte de tipos en EE.UU. para este año y con un PIB24 que va a ser claramente más sólido en EE.UU. que en Europa (+2,3% en EE.UU. vs +0,7% en Europa). A lo largo del 2T'24 esperamos algo de apreciación (que podría llegar hasta los entornos de 1,05/1,07) dado que es cuando vamos a ver los crecimientos trimestrales de PIB más sólidos en EE.UU. En 2025, nuestro escenario es de rango lateral en la divisa, ya con diferenciales de crecimiento mucho menores entre las dos economías y con escenarios de bajadas de tipos también similares. Con esto, nuestras estimaciones para el tipo de cambio EuroDólar consideran un rango entre 1,05/1,10 para 2024 y 2025.	Lateral/Apreciatoria 
Yen	159/165	Pensamos que la tendencia del yen será ligeramente apreciatoria en los próximos meses. El BOJ abandona el periodo (últimos 8 años) de tipos negativos. Mientras que el BCE y La Fed entran en un nuevo ciclo de recortes de tipos. El diferencial de tipos se estrecha, lo cual servirá de apoyo al yen. Además, las subidas salariales también ayudarán a generar presiones inflacionistas internas. Estimamos un cruce EURJPY de 159/165 para 2024 y 158/163 para 2025	Lateral/Apreciatoria 
Franco Suizo	0,94/1,02	El PIB ganará inercia en próximos trimestres, pero su crecimiento seguirá por debajo del potencial. Por su parte, la inflación permanecerá anclada por debajo del umbral objetivo del SNB (0/+2%). Con ello, el banco central sorprendió y bajo tipos el 21 de marzo (-25 p.b. hasta 1,50%). Tras este recorte, estimamos que el SNB bajará su tipo director de nuevo en junio (hasta 1,25%) y en septiembre (hasta 1,0%). El franco suizo responderá a estos movimientos con una depreciación ligeramente superior a la que estimábamos previamente.	Depreciatoria 
Libra	0,82/0,87	La persistencia de una inflación elevada impulsada por unos salarios que aumentan por encima del IPC y, que se resiste a frenar su crecimiento a pesar de una política monetaria restrictiva, pone al Reino Unido en una posición de desventaja relativa a los países de la UEM. Creemos que el BoE recortará tipos en dos ocasiones en 3T 2024 hasta 4,75% aprovechando una reducción puntual del IPC en 2T pero se verá obligada a seguir la estela de recortes de los principales bancos centrales para evitar una apreciación de la libra que minaría su competitividad exterior. En este contexto, estimamos que la libra se apreciará en 2T hasta 0,82 EUR, un rango EURGBP de 0,82/0,87 para diciembre de 2024 y 0,83/0,90 para 2025.	Lateral/Apreciatoria 

### 3.- Contexto Económico 2024

#### 3.1.- EE.UU.: El sólido entorno económico retrasa las expectativas de recorte de tipos de la Fed

El actual entorno económico en EE.UU. sigue siendo claramente favorable. En el frente macroeconómico, el crecimiento de PIB de EE.UU. sigue sorprendiendo positivamente (PIB 4T '23: +3,2% a/a) y aleja totalmente la posibilidad de que la economía del país entre en recesión. Por el lado de la **Inflación**, la política monetaria va poco a poco dando sus frutos y la moderación de las presiones inflacionistas, aunque se está produciendo de forma algo más lenta de lo esperado, ha llevado la tasa general a niveles del 3,2% y la subyacente al 3,8% en el mes de febrero.

*El entorno económico en EE.UU. sigue siendo claramente favorable.*

Por el lado **empresarial**, la situación es también positiva, dado que la **evolución de los resultados de las compañías del S&P-500** están sorprendiendo al alza, con el BPA del 4T '23 creciendo +7,9% (a/a) vs +1,5% esperado (antes de la publicación de la primera compañía). De cara al futuro, la perspectiva es también positiva y el consenso de mercado descuenta **crecimientos de los beneficios empresariales por encima de doble dígito para los próximos dos años (+11,8% en 2024 y +12,8% en 2025)**, lo cual supone un importante respaldo para la evolución de los mercados.

*Los crecimientos esperados de los beneficios empresariales suponen un importante respaldo para los mercados.*

Ante esta situación económica favorable, la Fed no se encuentra presionada para acelerar los movimientos de tipos y por tanto no esperamos que se empiecen a **recortar las tasas de interés** hasta el comienzo de la **segunda mitad del año 2024**. En la última reunión del FOMC, celebrada esta semana, los miembros del comité apuntan en su diagrama de puntos (*dot plot*) a un recorte de 75pb en 2024 y otros 75pb adicionales en 2025.

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



*La Fed no se encuentra presionada para acelerar los movimientos de tipos.*

Fuente: Bloomberg

En este contexto, **revisamos al alza nuestras previsiones de PIB para el 2024**. Tras los crecimientos del último trimestre del año y ante las perspectivas del GDP Now de la Fed de Atlanta (que para el 1T24 apunta a un crecimiento por encima del 2%), estimamos que el año 2024 el PIB se eleve al +2,3% (vs ant. +2,0%) y para 2025 mantenemos inalterada nuestra previsión de +2,0%. El motivo de los crecimientos más suaves vs 2023 vienen de la mano de una demanda interna algo más moderada y cierto recorte en el gasto público.

En cuanto a los **precios, mantenemos un enfoque cauto** y creemos que tras cerrar el año 2023 en +3,4%, **el movimiento a la baja será algo más lento de lo que esperábamos**. Nuestras estimaciones consideran que el IPC se situará en +3,0% a cierre de 2024 (vs +2,7% anterior) y +2,6% para 2025 (vs +2,5% anterior estimación). En todo caso, la caída de los precios de la energía y el contexto económico mundial, juegan a favor del progresivo movimiento a la baja de la tasa general (que debería ir moderándose más rápido que la subyacente).

Por otro lado, el **empleo** empieza a perder relevancia en un contexto donde la Tasa de Paro se mantiene estable en los entornos del 3,7%-3,9% desde hace dos años. Los **niveles salariales** deben seguir monitorizándose dado que los actuales niveles (Salarios Medios/Hora: +4,3% a/a) podrían llegar a tener impacto negativo en la tasa de Inflación. En todo caso, nuestra estimación para el empleo es que la tasa de paro se sitúe en 3,9% para 2024 y 2025 (vs anterior de 4,2% y 4,0% respectivamente) y en este entorno de tasa de paro relativamente estable no contemplamos que la presión salarial vaya en aumento.

**Tipos de Interés:** Respecto a los **tipos de referencia de la Fed**, no modificamos nuestra visión anterior y esperamos que en 2024 podrían producirse tres recortes de 25pb hasta cerrar el año en 4,50%/4,75% (si bien ahora consideramos que el primero de ellos se realizaría en la reunión de 31-jul, adelantándose así al periodo de debates pre-electorales que comienza en septiembre). Para 2025, estimamos otros 75pb de recorte hasta cerrar el año en 3,75%/4,00%. Respecto a la evolución de la **TIR del T-Note**, seguimos pensando que a medida que se vayan materializando las bajadas de tipos, el T-Note lo irá reflejando también en su TIR. Nuestra previsión para cierre de 2024 es de 3,80% (recortando c.45pb desde el nivel actual) y 3,60% para cierre de 2025, (vs anterior estimación de 3,90% en 2024 y 3,70% en 2025).

Esperamos que el **dólar en 2024 mantenga una tendencia lateral-apreciatoria** contra el euro, debido al progresivo retraso en el escenario de recorte de tipos en EE.UU. para este año y con un PIB24 que va a ser claramente más sólido en EE.UU. que en Europa (+2,3% en EE.UU. vs +0,7% en Europa). **A lo largo del 2T'24 esperamos algo de apreciación (que podría llegar hasta los entornos de 1,05/1,07)** dado que es cuando vamos a ver los crecimientos trimestrales de PIB más fuertes en EE.UU. En 2025, nuestro escenario es de un rango lateral en la divisa, ya con diferenciales de crecimiento mucho menores entre las dos economías y con escenarios de bajadas de tipos también similares. Con todo esto, **nuestras estimaciones para el tipo de cambio EuroDólar consideran un rango entre 1,05/1,10 para 2024 y 2025** (vs anterior 1,10/1,15 y 1,15/1,20 para 2024 y 2025 respectivamente).

*Revisamos al alza nuestras estimaciones para el PIB24 hasta 2,3%.*

*El movimiento a la baja de la Inflación será algo más lento de lo que esperábamos.*

*Creemos que en 2024 podrían producirse tres recortes de 25pb hasta cerrar el año en 4,50%/4,75%.*

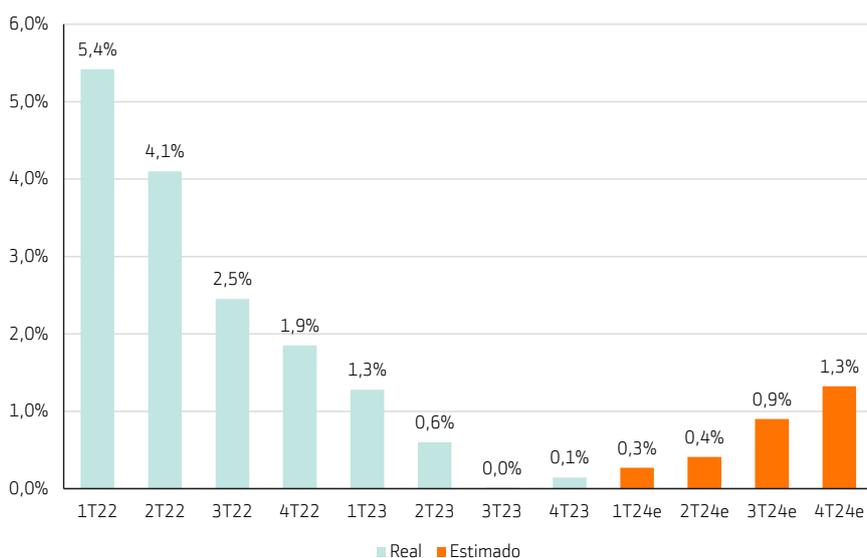
*La tendencia del dólar es lateral-apreciatoria frente al euro en 2024 y 2025.*

### 3.2.- UEM: "Crecimiento suave e inflación en la buena dirección. Primera bajada de tipos a la vista."

Evita la recesión técnica en 2023 y afronta un 2024 de suave crecimiento. Europa deja atrás 2023 tras un último semestre marcado por el nulo crecimiento, pero en el cual consigue evitar la recesión técnica (-0,1% t/t 3T 2023 y 0,0% 4T 2024). De cara a 2024, mantenemos nuestra estimación de crecimiento en +0,7%. En este sentido, afecta negativamente la ralentización de la economía alemana, la cual representa en torno al 27% del PIB de la UEM y crecerá en 2024 por debajo de la media europea. En términos generales, implica una fase de crecimiento suave en el primer semestre y una aceleración progresiva hacia la parte final del año a medida que se vaya recuperando el Consumo y, en segundo lugar, la Inversión. Esto será más patente en 2025 ya que las condiciones de financiación serán más favorables. En consecuencia, anticipamos un 2025 más positivo en términos de crecimiento. Nuestra estimación permanece sin cambios y apunta a un crecimiento de +1,7%.

*Iniciamos una fase de suave crecimiento. Acelerando desde 2S 2024.*

Gráfico 3.2.1.- Eurozona: Variación PIB interanual.



Fuente: Eurostat u estimaciones elaboradas por Análisis y Mercados Bankinter

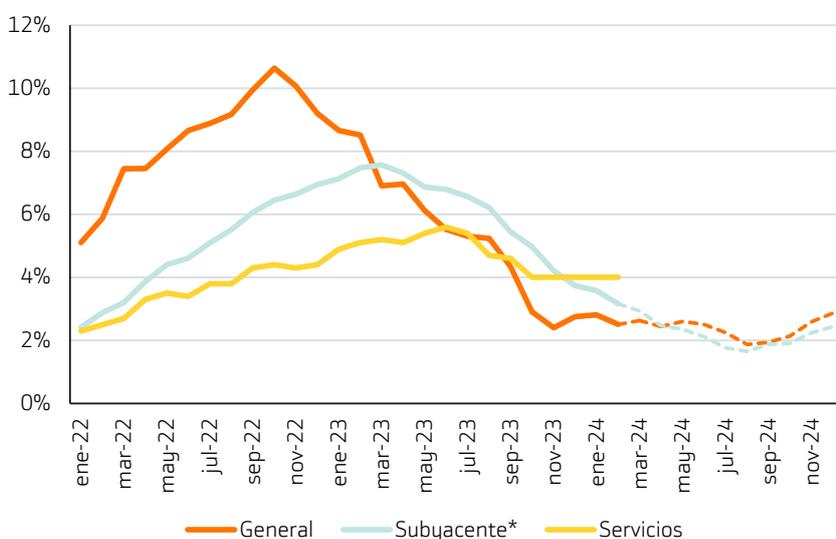
**Inflación: continúa en la buena dirección, aunque los riesgos de que sea más "pegajosa" de lo previsto persisten.** La inflación mantiene su tendencia a la baja en los primeros meses de 2024. Se sitúa en +2,6% en febrero, muy alejada de los máximos vistos en 2022 (+10,1%). La Subyacente se estanca por encima del 3% (+3,1% febrero), aunque esperamos que rompa este nivel en los próximos meses. Revisamos a la baja nuestra estimación para el conjunto del año hasta +2,7% desde +2,9%, lo que implica una inflación media de +2,4% (sin cambios). Estimamos un repunte en los últimos meses del año debido al efecto base. De cara a 2025, revisamos nuestra estimación una décima a la baja hasta +2,1%. En definitiva, la inflación avanza en la buena dirección, pero los riesgos persisten. Entre estos destacan: (i) el **incremento de salarios junto a los márgenes empresariales** y (ii) el **impacto de 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 suavizaron el incremento de precios.

*Inflación en la buena dirección. Riesgos permanecen al alza.*

La atención se centra, principalmente, en el crecimiento de los salarios y si estos son absorbidos por los márgenes empresariales o no. Esta es la clave a seguir en los próximos meses ya que una desaceleración de los salarios es un requerimiento imprescindible para que el BCE lleve a cabo su primera bajada de tipos. En este sentido, la inflación en el **Sector Servicios** (44% del IPC), el más intensivo en mano de obra (75% de los empleos), se mantiene en niveles elevados (+4,0% en feb.). Por tanto, el foco estará puesto sobre los indicadores de salarios en un contexto en el que la tasa de paro se sitúa en mínimos históricos (6,4%). En este sentido, la primera referencia sobre 1T 2024 la tendremos a finales de mayo, cuando se publicará el indicador de Salarios Negociados elaborado por el BCE. Este dato es una de las claves de cara a las próximas decisiones sobre política monetaria.

*Los indicadores de salarios serán clave.*

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



Fuente: Eurostat y estimaciones Análisis Bankinter. \*Subyacente: Excluye energía y alimentos sin procesar.

**Política Monetaria: Nos acercamos a la primera bajada de tipos.** En nuestro escenario central (45% probabilidad) situamos la primera bajada de tipos (-25 p.b.) en septiembre, una reunión antes de nuestra anterior estimación. En esta fecha, el BCE dispondrá de mayor cantidad de datos (ej. Salarios 2T 2024, más registros de IPC) y ya conocería la decisión de julio de la Fed. Si bien, asignamos una probabilidad no despreciable (35%) de que adelanten este movimiento a la reunión del 18 de julio haciendo un alarde de independencia respecto a la Fed cuya reunión tendrá lugar el 31 de julio y tras haber debatido ya sobre bajadas de tipos en la reunión de junio. A esta última le asignamos una menor probabilidad (20%). Para que esto suceda deberíamos ver unos datos de salarios en mayo alentadores y unas proyecciones macro que reafirmen la buena tendencia que mantienen los registros de inflación junto a un menor grado de incertidumbre. El ala más *dovish*/suave del BCE apunta a esta reunión y el mercado ha ido reajustando su primera bajada desde marzo hasta junio, pero adelantarse a la Fed implica el riesgo de depreciar el euro e importar inflación si la Fed no bajase los tipos a continuación. Estimamos dos bajadas de tipos (-50 p.b.) en 2024, una pausa y una reanudación de las bajadas (-100 p.b.) en 2025. **En cuanto a la reducción de balance, no habrá cambios.** Reinvertirán los vencimientos del PEPP en 1S 2024 y reducirán este programa a un ritmo de 7.500M€/mes en 2S. En 2025 pondrán fin a las reinversiones. En cuanto al APP, seguirán sin reinvertir los vencimientos, los que supone una reducción media de balance de ~27.000M€/mes en 2024.

*Nuestro escenario central sitúa la primera bajada de tipos en septiembre. No es despreciable la probabilidad de que se adelante a julio.*

### 3.3.- ESPAÑA. "2024 Progresiva moderación, tras un final de año más fuerte del esperado".

Revisamos al alza nuestra estimación para 2024 al +1,8% a/a (+0,4pp) y mantenemos sin cambios la de 2025 +2,1% a/a; tras un cierre de 2023 más fuerte del esperado. 2024 será un año marcado por la progresiva moderación respecto a ejercicios anteriores (+5,8% a/a y +2,5% a/a, 2022 y 2023 respectivamente). Será un ejercicio impulsado por la Demanda Interna +2,1pp vs -0,3pp del S. Exterior; mientras que en 2025 esperamos una ligera aportación positiva del S. Exterior, ante un entorno de tipos más bajo y la recuperación del crecimiento de nuestros socios comerciales. En concreto, para el 1T 2024 esperamos +0,4% t/t desde +0,6% del 4T 2023.

La revisión al alza de 2024 se debe fundamentalmente a: (1) efecto positivo de un final de 2024 más fuerte de lo esperado (+0,6pp t/t 4T 2023 vs nuestro +0,2pp t/t esp.) y que mostró una aceleración respecto al 3T 2023 (+0,4pp, revisado una décima al alza) aunque con una composición en la que sorprendió el crecimiento del gasto de las AA.PP. en el trimestre y la débil Inversión; (2) el Consumo Privado que se verá favorecido por un Empleo más sólido del esperado; la mejora de los salarios y la contención de la inflación (+2,9% a/a medio 2024, que hemos revisado una décima a la baja, especialmente por la bajada de los precios energéticos); que mejoran la Renta Bruta Disponible de los Hogares y la reducción de los costes de financiación. (3) Los indicadores adelantados de actividad PMIs de Servicios y Manufacturas han seguido mejorando hasta febrero, ambos en zona de expansión (54,7 y 51,5 respectivamente), al igual que la afiliación a la Seguridad Social.

*PIB est. (revisión): 2024e +1,8% a/a (+0,4pp). 2025e +2,1% a/a (sin cambios)*

*2024 será un año de progresiva moderación*

*... la revisión al alza se debe al fuerte final de 2023 y un Consumo Privado soportado por la mejora en el Renta Bruta Disponible*

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



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter

Una de las claves estará en la Inversión. **Mantenemos las expectativas de recuperación** de la Inversión, principalmente por la **mejora en los costes de financiación**. La ausencia de Presupuestos Generales del Estado para 2024 (y la prórroga de los de 2023) eleva la incertidumbre sobre la ejecución de reformas y de los fondos europeos (desembolsados ya 37.036M€, solicitado en dic-23 el cuarto desembolso de 10.021M€).

El S. Exterior **minorará su contribución en 2024**, tras una mayor de la esperada 2023 (+0,9pp). El diferencial de crecimiento de España vs UEM (+1,8% a/a vs +0,7% 2024e) anticipa un mayor crecimiento de las Importaciones, a pesar del menor peso (negativo) de la balanza energética, ante menores precios de la energía.

*Recuperación de la Inversión, ante el descenso de los costes de financiación. Más incertidumbre sobre la ejecución de los fondos europeos*

Revisamos nuestra estimación de IPC 2024 una décima a la baja; +2,9% a/a medio (+3,3% a/a dic-24) y mantenemos la de 2025 en +2,3% a/a medio y final de año. La moderación en 2024 proviene del menor crecimiento económico y la bajada de precios del gas y de la electricidad. El camino no estará exento de altibajos: (1) las retiradas de las medidas antiinflacionistas (parcialmente en enero o en julio el de alimentos). (2) Efectos base (posibles repuntes en 2T y 4T). **Las principales incertidumbres:** la evolución de los costes laborales y el riesgo a un incremento de los cuellos de botella logísticos (mar Rojo-canal de Suez).

*IPC 2024 +2,9% a/a media (+3,3% a/a dic-24) y +2,3% medio y final en 2025.*

*Tendencia de normalización, no exenta de altibajos, en las tensiones inflacionistas, ante: (1) menor crecimiento y (2) bajada del gas.*

*Mercado laboral, más sólido de lo esperado al cierre de 2023 (Tasa Paro 11,7% a/a)*

*Proyectamos moderación en la creación de empleo: Tasa de Paro 11,8% 2024e; 11,2% 2025e*

El **mercado laboral** ha seguido más sólido de lo esperado (Tasa de Paro 11,7% en 2023). Sin entrar en el debate de los fijos discontinuos inactivos, el número de afiliados a la S.S. desestacionalizados se ha mantenido positivo en los primeros meses (+2,8% a/a a feb-24); aunque, por otra parte en el último año sigue creciendo más la Ocupación que el número de horas trabajadas. Nuestras proyecciones siguen anticipando un **comportamiento más moderado en la creación de empleo futura: (1) ralentización del crecimiento del PIB; y (2) el aumento de Costes Laborales Unitarios +6,2% a/a 4T 2023**, con aumento de la remuneración a los asalariados (+4,4% por puesto de trabajo equivalente) vs debilidad en Productividad (-1,8% a/a por puesto de trabajo equivalente y -0,8% por hora efect. trabajada). **Proyectamos una Tasa de Paro prácticamente estable en 2024e 11,8% a/a y ligera mejora en 2025e 11,2% a/a.**

*2024 año de la recuperación de las reglas fiscales, en un entorno de prórroga de los PGE*

2024 es el año en el que se recuperan las normas fiscales en Europa. La ausencia de nuevos Presupuestos Generales del Estado para 2024 genera mayor incertidumbre sobre la ejecución de medidas de ingreso o gasto. La extensión de algunas medidas contra la inflación (dic-23) supone una necesidad de financiación y la progresiva subida del coste medio de la deuda, llevaría a la necesidad de reducir el déficit primario. **Nuestras proyecciones de Déficit Público apuntan a un -3,3% en 2024e/25e.** La Deuda Pública/PIB cerró en 107,7% 2023; la revisión del PIB nos lleva a 106,6% en 2024e y 105,6% en 2025e.

*Los precios de vivienda seguirán subiendo en 2024 y 2025. No hay burbuja.*

Los **precios de vivienda** aguantan sorprendentemente bien (+4,2% en 2023 vs +1% estimado), en un entorno de mayores costes de financiación hipotecaria. Continuarán soportados en 2024 y 2025 (+1,5% y +2,0% BKTe) por: (i) Un mercado laboral fuerte, (revisión salarial convenios total +2,85% hasta feb 2024); (ii) Escasez de oferta en las principales ciudades, costa mediterránea e islas; y (iii) rebajas de tipos de interés. Los fundamentales de la vivienda son buenos y no existe burbuja.

*Escenarios alternativos ganan protagonismo, con riesgos sesgados a la baja*

**Escenarios alternativos ganan de nuevo protagonismo. Las incertidumbres sobre el crecimiento sesgadas a la baja: la persistencia de riegos exteriores (geopolíticos); o internamente la prórroga de los PGE 2023** pone de manifiesto la necesidad de apoyos parlamentarios para la adopción de medidas durante la legislatura y la incertidumbre sobre el uso de fondos NGEU. La sorpresa positiva vendría de un uso más rápido de los fondos.

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	2023p	2024e			2025e		
						Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,5	1,2	1,8	2,2	1,5	2,1	2,6
Consumo Privado	1,1	-12,3	4,6	4,7	1,8	1,9	2,2	2,4	1,9	2,1	2,4
Gasto Público	1,9	3,6	3,4	-0,2	3,8	0,4	0,6	0,7	0,1	0,4	0,5
Formación Bruta Capital	4,5	-9,0	4,3	2,4	-0,5	2,0	3,4	4,4	2,5	3,4	4,8
Demanda interna (aportación)	1,6	-9,0	6,6	2,9	1,7	1,6	2,1	2,4	1,6	2,0	2,4
Sector Exterior (aportación)	0,4	-2,2	-0,2	2,9	0,9	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,2
<b>Déficit Público/PIB*</b>	<b>-2,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-6,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,8</b>
<b>Deuda/PIB*</b>	<b>95,5</b>	<b>120,3</b>	<b>116,8</b>	<b>111,6</b>	<b>107,7</b>	<b>107,0</b>	<b>106,6</b>	<b>105,2</b>	<b>107,1</b>	<b>105,6</b>	<b>103,1</b>
<b>Tasa de paro (EPA)*</b>	<b>13,8</b>	<b>16,1</b>	<b>13,3</b>	<b>12,9</b>	<b>11,7</b>	<b>12,1</b>	<b>11,8</b>	<b>10,9</b>	<b>12,0</b>	<b>11,2</b>	<b>10,0</b>
IPC*	0,8	-0,5	6,5	5,7	3,1	3,5	3,3	3,2	2,7	2,3	2,1
IPC (medio)	0,4	-0,7	5,8	8,4	3,6	3,0	2,9	2,9	2,6	2,3	2,1

\* Datos a final de ejercicio Fuente: datos INE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter

### 3.4.- PORTUGAL. Ante una inflación pegajosa, el empleo seguirá soportando a la economía. Pero, hay riesgos...

Tras un año más de crecimiento por encima de la media europea (+2,3% en 2023 vs +0,5% en la UEM), **la economía portuguesa cierra 2023 dando las primeras señales de cierta ralentización**. Sin embargo, el mercado laboral, con un paro friccional, seguirá soportando a un ciclo de crecimiento que se aguanta mejor de lo esperado. La fortaleza de la economía será determinante para combatir una inflación cuya *última milla* se muestra más difícil de superar. **De hecho, el escenario central es de un aterrizaje suave de la economía portuguesa.**

De cara a 2024, los factores-clave para el suceso de Portugal eran: **inflación y tipos**. Por un lado, el comportamiento de los precios podría servir como estímulo tanto para la dinamización de la economía portuguesa. Sin embargo, tras la fuerte ralentización del IPC el año pasado, la evolución de la inflación se tornó más errática, tal y como esperado. Por su parte, el futuro de los tipos de referencia de los bancos centrales sigue siendo una incógnita. No con respecto a la dirección del próximo movimiento, pero sí a la magnitud y *timing* del ciclo de recortes. Pero, **había una fuente de incertidumbre adicional para Portugal en 2024: las elecciones legislativas de 10 de marzo**. El resultado dejó todo en abierto. Volvió, por la primera vez desde 2011, una mayoría de derecha al Parlamento portugués. Sin embargo, esto no se va a traducir en un ejecutivo con mayoría. La *Aliança Democrática*, con mayoría relativa, tendrá que gobernar ante un entorno complejo de oposición del *Partido Socialista* y del *Chega*. Tendrá que hacerlo con un Presupuesto General del Estado aprobado por el anterior gobierno, sobre el cual votó en contra, ya que aprobar un presupuesto rectificativo será un recto casi imposible. La *prueba de fuego* será en noviembre, con la presentación de los presupuestos para el 2025. La posibilidad de nuevas elecciones es real y creciente. **La incertidumbre política se une a la económica.**

*La economía cierra dando señales de cierta ralentización. Pero, el escenario central es de un aterrizaje suave.*

Gráfico 3.4.1. Resumen de estimaciones 2019r/25e y Escenarios Optimista y Pesimista 23e/25e

Portugal, cifras clave (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e			2025e		
(Probabilidad Esc.: 30%/60%/10%)						Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
<b>PIB (a/a)</b>	<b>2,7</b>	<b>-8,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>2,3</b>	1,4	<b>1,7</b>	2,1	1,6	<b>1,8</b>	2,2
Consumo Privado	3,3	-7,0	4,7	5,6	1,6	1,0	1,2	1,4	1,3	1,4	1,6
Gasto Público	2,1	0,3	4,5	1,4	1,2	1,0	1,3	1,3	1,0	1,2	1,4
Formación Bruta de Capital	3,3	-4,7	11,4	3,5	0,8	2,0	2,5	4,0	3,0	3,3	4,5
Exportaciones	4,1	-18,6	12,3	17,4	4,2	3,0	3,4	4,0	3,0	3,9	3,9
Importaciones	4,9	-11,8	12,2	11,1	2,2	2,5	2,8	3,4	2,8	3,6	3,6
<b>Déficit Público/PIB*</b>	<b>0,1</b>	<b>-5,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,1</b>	-0,2	<b>0,1</b>	0,3	0,0	<b>0,2</b>	0,5
<b>Deuda/PIB*</b>	<b>116,6</b>	<b>134,9</b>	<b>124,5</b>	<b>112,4</b>	<b>99,0</b>	98,9	<b>97,5</b>	96,8	97,7	<b>94,0</b>	93,2
<b>Tasa de Paro*</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	6,9	<b>6,7</b>	6,6	6,7	<b>6,6</b>	6,5
<b>IPC*</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,7</b>	<b>9,6</b>	<b>1,4</b>	3,0	<b>2,7</b>	2,4	2,3	<b>2,2</b>	2,1
<b>IPC (medio)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1,3</b>	<b>7,8</b>	<b>4,4</b>	2,5	<b>2,3</b>	2,2	2,2	<b>2,1</b>	1,9

\*Datos a final del ejercicio

Fuente: datos INE, BdP y estimaciones Análisis Bankinter

Mantenemos nuestra perspectiva de que **la economía portuguesa se ralentiza en 2024, ya que este fenómeno es inevitable y deseable**. Ante los efectos cumulativos de un agresivo ciclo de subidas de tipos, para controlar una inflación más pegajosa, que desacelera a un ritmo menor de lo esperado. Sin embargo, **revisamos al alza nuestra perspectiva para el crecimiento del PIB en 2024 (+1,7% vs +1,4% anterior)**, fruto de un empleo que sigue soportando a la economía, **y a la baja nuestra cifra para 2025 (+1,8% vs +2,1% anterior)**, ya que los riesgos políticos del país podrán impactar el ejercicio del próximo año. De hecho, tenemos que enfocarnos en las dinámicas de Consumo, Formación Bruta de Capital (FBC) y Demanda

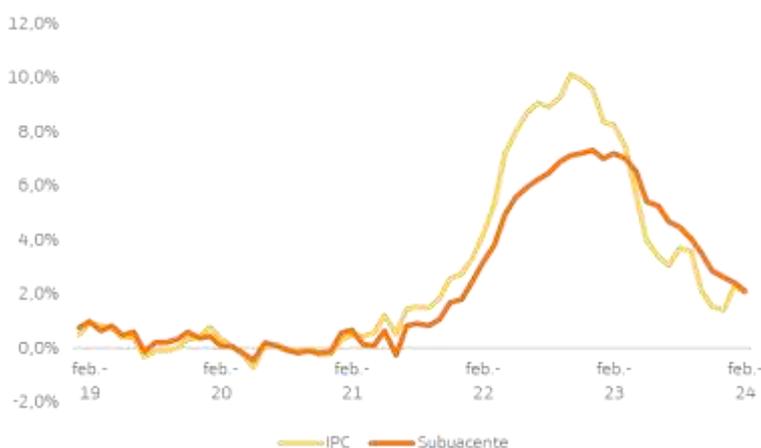
*Al entorno de inflación volátil y incertidumbre por el lado de los bancos centrales, se une el riesgo político.*

Exterior para determinar el rumbo de la economía portuguesa. En 2024, **esperamos una ligera ralentización del Consumo**, la partida con mayor peso en el PIB, aunque se mantenga por encima de la media histórica. Esperamos que, así como vimos el año pasado, la mayor volatilidad del Consumo Privado se vea compensado por un ligero repunte en el Gasto Público. Los zigzags en la ralentización de la inflación, el aplazamiento de los recortes de tipos y la inestabilidad política podrán ser factores de riesgo. **Por el lado de la FBC, la ejecución del PRR (*Plano de Recuperação e Resiliência*) sigue siendo la mayor fuente de incertidumbre.** Si ya existían con el anterior gobierno, que había conseguido mayoría absoluta, las dudas se incrementan ante la mayor fragilidad política del nuevo ejecutivo. Finalmente, **la Demanda Exterior, se ralentizará en 2024, antes de volver a ganar tracción**, ante el posible enfriamiento de las economías de la UEM (representan un 72% de las Exportaciones) y el fenómeno de la desglobalización. En definitiva, nuestro escenario para la economía portuguesa sigue siendo bastante positivo. Aunque el crecimiento se va a ralentizar en 2024, antes de acelerar de nuevo en 2025, la evolución portuguesa sigue siendo mejor que la media europea. La economía sigue siendo soportada por un mercado laboral fuerte, que muestra un paro friccional. De hecho, **revisamos a ligeramente a mejor nuestras estimaciones para la Tasa de Paro** para 2024 (6,7% vs 6,8% anterior), manteniendo la cifra para 2025 (6,6%).

*Se confirma nuestra expectativa de una inflación más volátil en 2024. La "última milla" será un reto.*

Como advertimos el trimestre pasado, **la inflación da señales de que su evolución en 2024 será más errática.** El efecto espejo adverso, el fin de los subsidios gubernamentales (como el *IVA Zero*) y posibles repuntes en el precio de la energía, traerán más volatilidad al nivel de precios portugués. Hemos visto una fuerte ralentización de la inflación el año pasado, que cerró con el IPC significativamente por debajo del objetivo formal de los 2% (+1,4% dic. 2023). Sin embargo, este marco fue rápidamente revertido en los primeros meses de 2024. Después de la revisión implementada en la última actualización, **mantenemos nuestras estimaciones prácticamente inalteradas** (+2,7% 2024e y +2,2% 2025e).

Gráfico 3.4.2. IPC y Tasa Subyacente



*El inmobiliario se mantiene fuerte, pero pierde atractivo. Esperamos una suave y pasajera corrección en 2024/25.*

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

Finalmente, mantenemos nuestra estimación de una **suave y pasajera corrección de los precios inmobiliarios** (ca.-2%, tanto en 2024 como en 2025). El impacto negativo de la entrada en vigor de la nueva regulación sobre vivienda (*Mais Habitação*) y la falta de poder político del nuevo gobierno para revertir las medidas, refuerzan nuestra perspectiva.

### 3.5.- OTRAS ECONOMÍAS

**REINO UNIDO.** La persistencia de una inflación elevada generada por el Brexit y la fortaleza del mercado laboral condicionan la política monetaria.

El principal problema que afecta a la economía británica sigue siendo la evolución de la inflación y el escaso resultado que ha tenido el endurecimiento de la política monetaria en la lucha contra la escalada de precios. Aunque el IPC ha recortado su tasa de crecimiento hasta +3,4% a/a en febrero de 2024 desde +10,5% en diciembre de 2022, la comparativa es desfavorable frente a otras economías desarrolladas como la UEM (IPC +2,6%) o los EE.UU. (+3,2%). La Tasa Subyacente también se resiste a bajar y, se sitúa en +4,5% (febrero) vs. +3,1% en la UEM ó +3,8% en EE.UU. El principal causante de esta situación es la elevada inflación de servicios que asciende a +6,1% (no así la de bienes, +1,1%) y refleja problemas asociados al *Brexit* como la escasez de mano de obra en varios sectores, el encarecimiento de los costes logísticos o, el aumento del consumo, que ha reforzado el crecimiento del PIB. Además, los salarios crecen +5,6% a/a, una tasa que es elevada, supera la del IPC y no contribuye a frenar el IPC. El desempleo es muy bajo (Tasa de Paro 3,9% en enero), también refleja un mercado laboral tensionado. Esperamos que el IPC modere su crecimiento al 2% en 2T 2024 por un efecto base en la Energía, para posteriormente repuntar hasta +3,0% a finales de 2024 y que se mantenga en ese nivel en 2025. Las presiones inflacionistas persistirán a largo plazo, no creemos que en un año electoral como 2024 el gobierno introduzca medidas impopulares para intensificar la lucha contra la inflación.

La actividad económica se ha resentido a finales de 2023, con crecimiento negativo del PIB en el cuarto trimestre. No obstante, estimamos que se recuperará a lo largo de 2024 apoyado en el Gasto Público, la Inversión Privada y en menor medida, por el efecto en el Consumo de las medidas de corte electoralista como la reciente rebaja de las cotizaciones a los autónomos y algún que otro apoyo que podría anunciarse en la segunda mitad del año. Estimamos que el PIB aumentará +0,4% en 2024 y +1,3% en 2025 y que la Tasa de Paro alcanzará 4,6% en diciembre de 2024 y 4,4% en diciembre de 2025.

En un contexto de elevada inflación de oferta, el margen para relajar la política monetaria es limitado y el Banco de Inglaterra debería ser el último de los grandes bancos centrales en empezar a recortar los tipos de interés. No obstante, pensamos que el BoE valorará positivamente la mejoría del IPC a mediados de este año y que hará a regañadientes dos recortes de -25 p.b. en agosto y en septiembre desde el 5,25% actual siguiendo la estela de la Fed y el BCE para evitar que la libra se aprecie, algo que dañaría su balanza comercial y frenaría la recuperación del PIB. Esperamos que el Tipo Director se sitúe en 4,75% a finales de 2024. Para 2025, esperamos que el BoE siga recortando tipos hasta alcanzar 3,50% a final de año.

En este contexto, la tendencia de la libra debería ser ligeramente apreciatoria frente al euro en 2T hacia niveles de 0,82 EUR GBP para posteriormente depreciarse en el segundo semestre una vez el BoE recorte tipos. Nuestras previsiones para el EUR GBP en diciembre de 2024 son un rango de 0,82/0,87 y de 0,83/0,90 en 2025.

*La inflación elevada sigue siendo el principal problema de la economía británica*

*Los crecimientos del PIB serán solamente moderados*

*Esperamos que el BoE bajará tipos en 3T 2024 aprovechando un recorte puntual del IPC y para evitar que la libra se aprecie y deteriore la competitividad exterior de su economía*

*En este contexto, a corto plazo la libra debe apreciarse vs. euro en 2T 2024 y a más largo depreciarse coincidiendo con los recortes de tipos*

## IRLANDA: Crecimiento con menos Inflación y Superávit presupuestario en 2024/2026.

**Situación actual:** Los fundamentales de Irlanda son mejores de lo que reflejan las cifras oficiales (-3,0% en el PIB 2023 vs +0,5% en la UEM). El descenso del PIB se explica principalmente por dos factores extraordinarios: (1) un efecto base "negativo" derivado de la caída en la inversión de las **multinacionales** con domicilio fiscal en Irlanda por la incertidumbre macro y el riesgo geopolítico y (2) la normalización de la actividad en las empresas **farmacéuticas** tras el CV19 (Inversión, Ventas y Exportaciones).

**Nuestra visión:** La Inflación y los tipos de interés altos, pasan factura a la actividad, pero el **crecimiento tendencial** de Irlanda es positivo y la actividad real no es tan volátil como sugiere el PIB (-8,7% en 4T 2023 vs -5,8% ant.). Como referencia, la **Demanda Interna** Modificada (ex -multinacionales) se mantiene en positivo (+1,5% en 2023 vs +9,5% en 2022), gracias a la resiliencia del sector Servicios y el Consumo Privado (+3,5% en 2023).

**Perspectivas:** El panorama macro para 2024/2026 es positivo y nuestro razonamiento es el siguiente: (1) La resiliencia del **mercado laboral** es una red de seguridad para los hogares y la economía. Los salarios medios crecen a un ritmo de +3,5% con una Tasa de Paro de apenas 4,2% en febr.2024 (vs 6,4% en la UEM), (2) Irlanda disfruta de una **política fiscal** expansiva y no prevemos un ajuste fiscal relevante a partir de 2025.

Como referencia, el Banco Central de Irlanda estima un **superávit presupuestario** de +2,7% en 2024 y +4,3% en 2025 (vs +3,0% en 2023). Si excluimos la recaudación procedente de las multinacionales, Irlanda registraría un déficit fiscal de apenas -0,9% en 2024 (sin cambios vs 2023) y un superávit de +0,9% en 2025, (3) la Inflación avanza en la buena dirección (+4,1% en febr.2024 vs 6,4% en agost.23) y las bajadas de tipos, del BCE previstas para 2S 2024 y 2025 deberían reactivar la **inversión** en 2024/2026 y (4) La **Deuda Pública** es de las más bajas de Europa - apenas representa el 72,0% del PIB - con una prima de riesgo a 10 A frente Alemania estable en torno a 35/40 p.b.

Mantenemos nuestra previsión de crecimiento para 2024 en +2,5% y revisamos al alza nuestra estimación para 2025 hasta +4,2% (vs +3,5% anterior). Revisamos a la baja nuestras perspectivas de Inflación para 2024 y 2025 hasta +2,5% (vs +3,0% ant.) y +2,1% (vs +2,4% ant.) respectivamente.

## SUIZA: Crecimiento contenido e inflación controlada. El SNB se adelanta y baja el tipo director en marzo.

La economía suiza ganará inercia de manera gradual a partir del próximo trimestre. El principal motor para el crecimiento seguirá siendo el consumo en un contexto de bajo desempleo (Tasa de Paro anclada en 2,2%) y mejora de los indicadores de confianza. Los servicios liderarán, por tanto, el crecimiento del PIB, pero el sector industrial enderezará su contribución en próximos meses. Indicadores intermedios como el PMI Manufacturero apuntan en este sentido. Por ello, anticipamos un PIB de +1,3% en 2024 (vs. +0,7% en 2023) y +1,5% en 2025.

*Los fundamentales de Irlanda son mejores de lo que reflejan las cifras oficiales*

*La Demanda Interna se mantiene firme gracias a la resiliencia del sector servicios*

*La resiliencia del mercado laboral y una política fiscal expansiva invitan al optimismo*

*Irlanda tiene superávit presupuestario y una Deuda/PIB de las más bajas de Europa*

*El consumo liderará el crecimiento, que ganará inercia de forma gradual.*

La inflación ha confirmado en los últimos meses una ralentización que la sitúa cómodamente dentro del rango perseguido por el banco central (0/+2%). En próximos meses la revisión al alza de las rentas provocará un ligero repunte, pero sin romper al alza el umbral máximo del mencionado objetivo. La moderación de los precios de la energía y unos salarios contenidos favorecerán esta evolución. En concreto, estimamos que el IPC tocará +1,7% en el 2T, cerrará 2024 en +1,8% (vs. +1,2% en febrero) y 2025 en +1,4%.

En este contexto, crecimiento inferior al potencial y ausencia de presiones inflacionistas, el SNB sorprendió en su reunión del 21 de marzo. Recortó su tipo director -25 p.b. hasta 1,50%. Todo parecía apuntar a junio como el momento óptimo para empezar a recortar el tipo director. Por dos motivos. En próximos meses el IPC repuntará ligeramente y adelantarse demasiado al BCE podría depreciar más allá de lo deseable al franco. Tras este recorte, estimamos que el SNB bajará su tipo director de nuevo en junio (hasta 1,25%) y en septiembre (hasta 1,0%). A partir de dicha reunión pensamos que el tipo permanecerá estable en un contexto de inflación reducida y PIB ganando tracción ligeramente.

El franco suizo responderá a estos movimientos con una depreciación ligeramente superior a la que estimábamos previamente. Especialmente porque el banco central no siente la necesidad de mantener el franco apreciado y, por eso, no parece dispuesto a intervenir en mercado. El riesgo de importar inflación se reduce en un escenario de ausencia de presiones de precios. Además, un franco menos fuerte impulsa el atractivo de las exportaciones desde el país. Por ello, profundizamos ligeramente la tendencia de depreciación que esperábamos para la divisa en el 2T, momento en el cual debería tomar impulso dicho debilitamiento.

## JAPÓN: El BoJ abandona los tipos negativos. Hacia un círculo virtuoso salarios-precios que genere inflación interna.

**Inflación.** La fuerte depreciación del yen (-12% frente al euro y -10% vs dólar en los últimos 12 meses) generó fuertes presiones inflacionistas desde el exterior vía costes de importación. El IPC cerró 2023 en 2,6% (Subyacente 3,5%). A partir de ahora esperamos algo de moderación por menores presiones desde el exterior, pero con mayor contribución de presiones internas gracias al crecimiento de los salarios. Estimamos un IPC de 2,2% en 2024 y 1,6% en 2025.

**Salarios:** Para que la inflación sea sostenible, los salarios reales tienen que ser positivos. Para 2024 los sindicatos están haciendo las mayores peticiones de subidas salariales desde principios de los 1990s favorecidas también por la escasez de mano de obra (paro 2,5%). El mayor sindicato de trabajadores (Rengo) y las grandes empresas han alcanzado un incremento salarial de +5,28%. Es necesario que las subidas se extiendan también a las pequeñas y medianas empresas, que representan el 70% de la fuerza laboral. El objetivo del BOJ es que se consolide en la economía un círculo virtuoso entre salarios y precios. Las subidas en salarios deberían, simultáneamente, apoyar el gasto nominal y obligar a las empresas a subir los precios para proteger sus márgenes.

*La inflación confirma su ralentización y se mantendrá dentro del rango objetivo (0/+2%) del SNB...*

*... que sorprende al anunciar su primera bajada de tipos en marzo*

*En este contexto, el franco profundizará ligeramente la tendencia depreciatoria que ya esperábamos*

*Inflación moderándose, pero todavía por encima de la media histórica*

*Mayores subidas salariales de los últimos 30 años*

**Economía:** Japón logró esquivar la recesión técnica en el 4T23, con un crecimiento del PIB de +0,4% t/t, que dejó la media anual en +1,9%. El crecimiento fue posible por el impacto positivo del turismo receptor (sobre todo en la primera parte del año) y la recuperación de la inversión, ya que la demanda interna se mantenía débil. Para 2024 esperamos un crecimiento del PIB de +0,8% y de +1,1% en 2025 .

*Estimamos crecimiento del PIB de +0,8% en 2024 y +1,1% en 2025*

**Política Monetaria:** En la reunión del 19 de marzo, el Banco de Japón decidió subir tipos por primera vez en 17 años, colocándolos en el rango +0,0%/+0,1% desde -0,1% anterior. De esta manera abandona el periodo de tipos negativos en el que se encontraba desde 2016. También abandona el sistema de control de la curva de tipos, aunque declara que continuaría comprando bonos a largo plazo si fuese necesario. Esta decisión es consecuencia de haber ganado confianza en lograr este círculo virtuoso entre salarios y precios que pueda lograr generar presiones inflacionistas internas sostenibles.

*El Banco de Japón abandona los tipos negativos donde estaba desde 2016*

En el comunicado el BOJ anticipa que, teniendo en cuenta las actuales perspectivas de actividad y de precios, las condiciones financieras seguirán siendo acomodaticias. Además, la decisión no fue tomada por unanimidad (7 a favor 2 en contra). [Link](#) al comunicado. Por tanto, no esperamos nuevas subidas de tipos ni en el resto de 2024 ni en 2025.

*Las condiciones financieras seguirán siendo acomodaticias*

**Divisa:** Pensamos que la tendencia del yen será ligeramente apreciatoria en los próximos meses. El BOJ abandona el periodo (últimos 8 años) de tipos negativos. Mientras que el BCE y La Fed entran en un nuevo ciclo de baja de tipos. El diferencial de tipos se estrecha, lo cual servirá de apoyo al yen. Estimamos un cruce EURJPY de 159/165 para 2024.

*Ligera apreciación del yen*

## EMERGENTES: Vulnerables ante superiores tensiones geopolíticas. Nos mantenemos fuera de China. Tal vez India...

El binomio rentabilidad-riesgo pierde atractivo para los países emergentes. Las **tensiones geopolíticas** entre oriente y occidente siguen en aumento, deteriorando sus relaciones comerciales. El conflicto en el Mar Rojo, que ha bloqueado el paso de las principales navieras por el Canal de Suez, pone una vez más de manifiesto la necesidad de ser autosuficiente, no sólo desde un punto de vista energético y militar, sino también de suministros. Esto abre una nueva fase en las relaciones comerciales internacionales, que denominaríamos de "**des-globalización**". Además, **China** se enfrenta a un gran reto interno, de cambio demográfico, que se está viendo reflejado ya en el mercado inmobiliario, pero que también afectará a su competitividad exterior y lastrará el crecimiento económico. Dentro de los emergentes, **India** es el que ofrece mejores perspectivas, con crecimiento económico nominal superior al +11% en 2024 y 2025 y como posible receptora de 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 +6,1% vs MSCI Emergentes +1,1%**.

*Nos mantenemos fuera de mercados emergentes.*

**China** se enfrenta a dos grandes retos 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 mínimos históricos y en 2023 su población se redujo por segundo año consecutivo, en -2,08M de habitantes, acelerando desde -0,9M habitantes en 2022. Esto lleva a un progresivo envejecimiento de la población y a la consecuente reducción de la población en edad de trabajar,

*CHINA: Economía lastrada por cambio demográfico y tensiones geopolíticas.*

que actualmente se sitúa en torno al 60% del total y pierde aproximadamente -0,5% anual. En el frente **geopolítico**, además del proceso de "des-globalización", las tensiones entre EE.UU. y China por Taiwán, están agudizando la guerra comercial entre las dos principales potencias.

**Ambos factores llevarán a una desaceleración del crecimiento económico en China**, desde el +5,2% de 2023. Mantenemos sin cambios significativos nuestras previsiones para 2024 y 2025, en +4,2% y +4,5% respectivamente, inferior en ambos casos al +5% objetivo del gobierno chino y muy por debajo del +9% medio de los últimos 30 años. Se verá lastrada por las componentes más relevantes: (i) El **Sector Inmobiliario (c.30% del PIB)** presenta un importante exceso de oferta, lo que está llevando a la quiebra de las principales promotoras del país. Las medidas de apoyo del gobierno amortiguarán la caída, aunque la extenderán en el tiempo, drenando crecimiento económico durante los próximos años; y (ii) **Debilidad en el Sector Exterior (c.20% del PIB)**, con caída de las Exportaciones, como ya se ha visto en 2023 (-4%), y pérdida progresiva de competitividad exterior.

Tras cerrar 2023 en **deflación (-0,3%)**, prevemos un 2024 de menos a más, por efecto base. Estimamos que finalice 2024 con inflación en +1,3% y 2025 en +2,0%. Mantenemos estimaciones sin cambios.

En este contexto de bajo crecimiento e inflación, estimamos que el **PBoC continúe con el proceso de recorte de tipos**. En el primer trimestre del año ha actuado sobre la referencia de largo plazo (5 años), rebajándola -25p.b. hasta 3,95%, como medida de apoyo al sector inmobiliario. Estimamos que haga un movimiento similar en los tipos de referencia a 1 año, rebajándolo 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.

Es muy probable que el gobierno siga anunciando **medidas de estímulo** fiscal y de apoyo a gobiernos locales y empresas estatales con problemas financieros. Esto se traducirá en un mayor endeudamiento público (c.80% sobre PIB actual), lo que llevó a **Moody's** a rebajar la **perspectiva** de la calificación crediticia de China (A1) a **Negativa** desde Estable a finales de 2023.

**India** será el gran beneficiario de las desavenencias entre EE.UU. y China, ya que recibirá parte de la capacidad industrial extranjera que salga de China en los próximos años. El principal factor desestabilizador son las **elecciones generales**, que comenzarán el 19 de abril y se extenderán hasta el 1 de junio, aunque parece altamente probable que Modi salga reelegido. **Revisamos ligeramente al alza las estimaciones de crecimiento económico**, hasta +6,5% 2024e (vs 6,3% anterior), impulsado sobre todo por mayor Inversión Extranjera y Exportaciones. La **inflación** se mantiene en la parte alta del rango objetivo del RBI (5,7% en 2023 vs 2,0%/6,0% objetivo), aunque tenderá probablemente a aflojar en los próximos trimestres. Estimamos +5,0% 2024e y +4,0% 2025e (sin cambios vs anterior). 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 continuará rebajando el tipo de interés de referencia a ritmo de -50p.b. por reunión. Esto supondría bajar -100p.b. por trimestre y no vemos motivos para que cambie, al menos hasta final de año, momento a partir del cual debería estabilizarse en niveles próximos al

*Estimamos crecimiento por debajo del objetivo del gobierno (5%).*

*Inflación en niveles sorprendentemente bajos.*

*Estimamos nuevas rebajas de tipos en 2024...*

*...y más estímulos fiscales.*

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

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

7,75% (vs 10,75% actual). **La inflación se ha moderado** de forma muy significativa, hasta +4,6% en 2023, desde máximos de +12,1% en abril de 2022, y ya está dentro del rango objetivo del BCB (3,25%, +/-1,5%). Podría continuar aflojando hasta +4,1% a finales de 2024. 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. Revisamos ligeramente al alza las previsiones de crecimiento, hasta +2,0% en 2024e y +2,4% en 2025e (vs +1,8% y 2,0% anterior).

**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 revalidar su mandato en 2023, y no prevemos 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 (-9% 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	2023p	2024e	2025e
<b>1.- PIB (media anual)</b>										
España	+3,0	+3,0	+2,3	+2,0	-11,2	+6,4	+5,8	+2,5	+1,8	+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>+200</i>	<i>+110</i>	<i>+40</i>
Portugal	+2,0	+3,5	+2,8	+2,7	-8,3	+5,9	+6,9	+2,3	+1,7	+1,8
EE.UU.	+1,8	+2,5	+3,0	+2,5	-2,2	+5,9	+2,0	+2,5	+2,3	+2,0
R.Unido	+2,3	+2,1	+1,7	+1,7	-9,4	+8,3	+4,5	+0,1	+0,4	+1,3
Irlanda	+1,7	+9,4	+8,7	+5,3	+6,6	+15,3	+9,4	-3,0	+2,5	+4,2
Suiza	+2,1	+1,4	+2,9	+1,2	-2,3	+5,5	+2,7	+0,7	+1,3	+1,5
Japón	+0,8	+1,7	+0,7	-0,4	-4,3	+2,3	+1,1	+1,9	+0,8	+1,1
China	+6,8	+6,9	+6,7	+6,0	+2,2	+8,4	+3,0	+5,2	+4,2	+4,5
India	+8,0	+6,1	+7,3	+4,6	-6,1	+9,8	+7,1	+7,5	+6,5	+6,3
Brasil	-3,3	+1,3	+1,8	+1,2	-3,3	+5,2	+2,6	+2,9	+2,0	+2,4
Turquía	+3,3	+7,5	+3,1	+0,8	+1,7	+11,8	+5,6	+4,4	+3,3	+3,0
<b>2.- IPC</b>										
España	+1,6	+1,1	+1,2	+0,8	-0,5	+6,5	+5,7	+3,1	+3,3	+2,3
Eurozona	+1,1	+1,3	+1,5	+1,3	-0,3	+5,0	+9,2	+2,9	+2,7	+2,1
Portugal	+0,9	+1,5	+0,7	+0,4	-0,2	+2,7	+9,6	+1,4	+2,7	+2,2
EE.UU.	+2,1	+2,1	+1,9	+2,3	+1,4	+7,0	+6,5	+3,4	+3,0	+2,6
R.Unido	+1,6	+3,0	+2,1	+1,3	+0,6	+5,4	+10,5	+4,0	+3,0	+3,0
Irlanda	+0,0	+0,4	+0,7	+1,3	-1,0	+5,5	+8,2	+4,6	+2,5	+2,1
Suiza	+0,0	+0,8	+0,7	+0,2	-0,8	+1,5	+2,8	+1,7	+1,8	+1,4
Japón	+0,3	+1,0	+0,3	+0,8	-1,2	+0,8	+4,0	+2,6	+2,2	+1,6
China	+2,1	+1,8	+1,9	+4,5	+0,2	+1,5	+1,8	-0,3	+1,3	+2,0
India	+3,4	+5,2	+2,1	+7,4	+4,6	+5,7	+5,7	+5,7	+5,0	+4,0
Brasil	+6,3	+3,0	+3,8	+4,3	+4,5	+10,1	+5,8	+4,6	+4,1	+3,5
Turquía	+8,5	+11,9	+20,3	+11,8	+14,6	+36,1	+64,3	+64,8	+50,0	+30,0
<b>3.- Paro</b>										
España (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	13,3	12,9	11,7	11,8	11,2
Eurozona	9,6	8,7	7,9	7,5	8,2	7,0	6,7	6,6	6,5	6,5
Portugal	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	6,3	6,8	6,5	6,7	6,6
EE.UU.	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	3,9	3,5	3,7	3,9	3,9
R.Unido	4,7	4,4	4,0	3,8	5,2	4,0	3,7	4,2	4,6	4,4
Irlanda	7,5	6,3	5,5	4,8	6,2	5,0	4,5	4,5	4,4	4,3
Suiza	3,3	2,9	2,4	2,3	3,3	2,4	1,9	2,2	2,2	2,2
Japón	3,0	2,7	2,5	2,2	3,0	2,7	2,5	2,5	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
<b>4.- Crédito S. Privado (Var.% a/a)</b>										
España, empresarial Stock (%)	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	+8,3	+0,6	-0,1	-4,3	-2,8	-0,6
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-17,8	+5,1	+2,4	+0,4	+2,5	-16,2	+19,9	-7,3	+3,5	+4,0
España, hipotecario Stock(%)	-2,9	-2,4	-1,2	-0,6	-1,2	+1,3	-0,1	-3,1	-2,2	-1,8
España, hip. Nueva Produc.(%)	+5,0	+3,6	+10,8	+1,2	+0,9	+35,2	+9,7	-13,8	+3,0	+5,0
España, consumo Stock(%)	+3,1	+4,8	+4,4	+0,3	-0,7	-1,4	+0,1	-0,4	+0,1	+0,7
España, consumo Nueva Produc.(%)	+28,4	+15,9	+17,0	+5,4	-26,6	+6,8	+5,3	+8,0	+3,0	+3,0

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021 r	2022r	2023r	2024e	2025e
<b>5.- Tipos oficiales (Dic.)**</b>										
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	-7,75	-27,00	-41,90
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	3,75/4,00
EEUU. Compra activos (MM\$/mes)	0,00	0,00	0,00	0,00	120,00	90,00	-95,00	-95,00	-90,00	-80,00
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	1,00	1,00
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,0/0,1	0,0/0,1
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	7,75	7,75
<b>6.- Euribor (Dic.)**</b>										
Euribor 3M	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,57	2,13	3,91	3,50	3,00
Euribor 12M	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	3,29	3,51	3,25	2,75
<b>7.- Bono 10A (Dic.)**</b>										
España	1,38	1,56	1,41	0,46	0,04	0,56	3,65	2,98	3,10	2,90
Prima de riesgo España	118	114	117	65	62	75	108	96	100	90
Alemania	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	2,57	2,02	2,10	2,00
Portugal	3,75	1,91	1,71	0,43	0,03	0,46	3,58	2,63	3,00	2,75
EE.UU.	2,45	2,41	2,69	1,92	0,92	1,51	3,88	3,88	3,80	3,60
R.Unido	1,24	1,19	1,27	0,82	0,19	0,97	3,66	3,53	3,80	3,70
Irlanda	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	0,24	3,08	2,35	2,45	2,35
Suiza	-0,22	-0,18	-0,28	-0,50	-0,58	-0,15	1,58	0,65	0,55	0,50
Japón	0,04	0,04	-0,01	-0,02	0,02	0,07	0,41	0,61	0,85	0,95
<b>8.- Divisas**</b>										
Eurodólar	1,052	1,201	1,147	1,121	1,222	1,137	1,071	1,104	1,05/1,10	1,05/1,10
Euroyen	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	130,9	140,4	155,7	159,0/165,0	158,0/163,0
Eurolibra	0,853	0,888	0,899	0,846	0,894	0,841	0,885	0,867	0,82/0,87	0,83/0,90
Eurosuizo	1,072	1,170	1,126	1,086	1,081	1,038	0,990	0,929	0,94/1,02	1,00/1,05
EuroYuan (offshore)	7,334	7,822	7,879	7,806	7,944	7,227	7,410	7,873	7,50/8,10	7,50/8,10
<b>9.- Materias primas (Dic.)**</b>										
Petróleo (Brent, \$/b.)	56,8	66,9	53,8	66,0	51,8	77,8	85,9	77,0	75,0	75,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	53,7	60,4	45,4	61,1	48,5	75,2	80,3	71,7	70,0	70,0
Oro (\$/oz.)	1.148	1.303	1.282	1.517	1.898	1.829	1.824	2.063	2.000	1.950
<b>10.- Precios de Vivienda (Dic.)</b>										
España (%)	4,5	7,2	6,6	3,6	1,5	6,4	5,5	1,2	1,5	2,0
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	7,7	4,4	3,0	2,5
<b>11.- Índices**</b>										
S&P500	2.239	2.674	2.507	3.231	3.756	4.766	3.840	4.770	5.802	n.d.
EuroStoxx-50	3.291	3.504	3.001	3.745	3.553	4.298	3.794	4.521	5.663	n.d.
IBEX-35	9.352	10.044	8.540	9.549	8.074	8.714	8.229	10.102	11.969	n.d.
PSI20	4.679	5.388	4.731	5.214	4.898	5.569	5.726	6.396	7.015	n.d.

Fuente: Estimaciones Mar. '24 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: 2023 y anteriores con cierres de mercado a 31 dic.

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

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2022r	1T'23r	2T'23r	3T'23p	4T'23p	2023p	1T'24e	2T'24e	3T'24e	4T'24e	2024e	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e
EE.UU.	2,0	1,7	2,4	2,9	3,1	2,5	3,1	2,8	1,9	1,4	2,3	1,4	1,9	2,3	2,6	2,0
ESPAÑA	5,8	4,1	2,0	1,9	2,0	2,5	1,9	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	2,1	2,3	2,2	2,1
UEM	3,4	1,2	0,5	0,1	0,1	0,5	0,3	0,4	0,9	1,3	0,7	1,5	1,7	1,8	1,8	1,7
PORTUGAL	6,9	2,5	2,6	1,9	2,2	2,3	1,2	1,6	2,2	1,8	1,7	1,7	1,6	1,8	2,1	1,8
R. UNIDO	4,5	0,3	0,3	0,2	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,5	0,8	0,4	1,0	1,2	1,4	1,5	1,3
IRLANDA	9,4	2,7	-0,3	-5,8	-8,7	-3,0	2,2	2,5	2,5	2,6	2,5	3,3	3,8	4,3	5,2	4,2
SUIZA	2,7	1,5	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	1,1	1,5	1,6	1,3	1,9	1,5	1,2	1,2	1,5
JAPÓN	1,1	2,6	2,3	1,6	1,2	1,9	0,2	0,3	0,9	1,5	0,8	1,4	1,1	0,9	0,8	1,1
CHINA	3,0	4,5	6,3	4,9	5,2	5,2	4,5	4,3	4,0	4,0	4,2	4,0	4,6	4,7	4,8	4,5
BRASIL	2,6	4,0	3,4	2,0	2,1	2,9	1,5	2,0	2,0	2,5	2,0	2,0	2,5	2,5	2,5	2,4
INDIA	7,1	6,1	7,8	7,6	8,4	7,5	7,5	7,0	6,0	5,5	6,5	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	2022r	1T'23r	2T'23r	3T'23r	4T'23r	2023r	1T'24e	2T'24e	3T'24e	4T'24e	2024e	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e
EE.UU.	6,5	5,0	3,0	3,7	3,4	3,4	3,2	3,3	3,1	3,0	3,0	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6
ESPAÑA	5,7	3,3	1,9	3,5	3,1	3,1	2,7	3,1	2,2	3,3	3,3	2,4	2,4	2,2	2,3	2,3
UEM	9,2	6,9	5,5	4,3	2,9	2,9	2,6	2,5	1,9	2,7	2,7	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
PORTUGAL	9,6	7,4	3,4	3,6	1,4	1,4	1,9	2,8	1,8	2,7	2,7	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2
R. UNIDO	10,5	10,1	7,9	6,7	4,0	4,0	4,0	2,0	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
IRLANDA	8,2	7,7	6,1	6,4	4,6	4,6	4,1	3,5	3,0	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1
SUIZA	2,8	2,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,2	1,7	1,7	1,8	1,8	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4
JAPÓN	4,0	3,2	3,3	3,0	2,6	2,6	2,2	2,3	2,1	2,2	2,2	1,9	1,7	1,7	1,6	1,6
CHINA	1,8	0,7	0,0	0,0	-0,3	-0,3	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	4,6	4,6	4,5	4,3	4,2	4,1	4,1	4,0	4,0	3,5	3,5	3,5
INDIA	5,7	5,7	4,8	5,0	5,7	5,7	5,3	5,1	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	64,8	64,8	68,0	65,0	57,0	50,0	50,0	45,0	40,0	35,0	30,0	30,0

Paño	2022r	1T'23r	2T'23r	3T'23r	4T'23r	2023r	1T'24e	2T'24e	3T'24e	4T'24e	2024e	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e
EE.UU.	3,5	3,5	3,6	3,8	3,7	3,7	3,9	4,0	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	3,8	3,9	3,9
ESPAÑA	12,9	13,3	11,6	11,8	11,7	11,7	11,5	11,6	11,6	11,8	11,8	11,7	11,6	11,4	11,2	11,2
UEM	6,7	6,5	6,5	6,5	6,6	6,6	6,4	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
PORTUGAL	6,8	7,8	6,4	6,5	6,5	6,5	7,0	6,8	6,8	6,7	6,7	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6
R. UNIDO	3,7	3,9	3,9	4,0	4,2	4,2	4,0	4,2	4,4	4,6	4,6	4,6	4,4	4,4	4,4	4,4
IRLANDA	4,4	4,3	3,8	4,7	4,5	4,5	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3
SUIZA	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
JAPÓN	2,5	2,7	2,5	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	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
<b>Tipo Director (banco central)</b>	<b>2022r</b>	<b>1T'23r</b>	<b>2T'23r</b>	<b>3T'23r</b>	<b>4T'23r</b>	<b>2023r</b>	<b>1T'24e</b>	<b>2T'24e</b>	<b>3T'24e</b>	<b>4T'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>1T'25e</b>	<b>2T'25e</b>	<b>3T'25e</b>	<b>4T'25e</b>	<b>2025e</b>
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	4,25/4,50	4,00/4,25	3,75/4,00	3,75/4,00	3,75/4,00
UEM, Crédito	2,50	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	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	3,75	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	-7,75	-7,75	-31,00	-21,60	-33,00	-27,00	-27,00	-41,90	-41,90	-41,90	-41,90	-41,90
R. UNIDO	3,50	4,25	4,75	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,75	4,75	4,50	4,25	4,00	3,50	3,50
SUIZA	1,00	1,50	1,75	1,75	1,75	1,75	1,50	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
JAPÓN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1
CHINA (*)	3,65	3,65	3,55	3,45	3,45	3,45	3,45	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	8,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75
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 Mar. '24 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

Carteras Modelo Inversión Sostenible

Selección Estabilidad

**ANÁLISIS Y MERCADOS**  
Carteras Modelo de Fondos  
16 de marzo de 2024

**ANÁLISIS Y MERCADOS**  
Carteras Modelo de Fondos  
16 de marzo de 2024

**ANÁLISIS Y MERCADOS**  
Carteras Modelo de Fondos  
16 de marzo de 2024

**ANÁLISIS Y MERCADOS**  
Carteras Modelo de Fondos  
16 de marzo de 2024

**ANÁLISIS Y MERCADOS**  
Carteras Modelo de Fondos  
16 de marzo de 2024

TOP Selección Fondos

Selección Fondos de Autor

Carteras Bankinter Roboadvisor



Carteras Capital Advisor



**ANÁLISIS Y MERCADOS**  
TOP Selección Fondos. Lista de Carteras de Análisis  
16 de marzo de 2024

Cartera	ISIC	ISIN																
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

**ANÁLISIS Y MERCADOS**  
Fondos de Autor  
16 de marzo de 2024

**ANÁLISIS Y MERCADOS**  
Fondos de Autor  
16 de marzo de 2024

**ANÁLISIS Y MERCADOS**  
Fondos de Autor  
16 de marzo de 2024

**ANÁLISIS Y MERCADOS**  
Fondos de Autor  
16 de marzo de 2024

**ANÁLISIS Y MERCADOS**  
Fondos de Autor  
16 de marzo de 2024

### Carteras Modelo de Acciones Españolas

### Carteras Modelo de Acciones Europeas



### Carteras Modelo y Top Selección de ETFs



### Carteras Modelo de Acciones Americanas

Top USA selección	Ev. (10/10/23 al 10/10/23)	Ev. (10/10/23 al 10/10/23)
Microsoft	110,00	110,00
Apple	110,00	110,00
Amazon	110,00	110,00
Alphabet	110,00	110,00
Facebook	110,00	110,00
Netflix	110,00	110,00
Twitter	110,00	110,00
LinkedIn	110,00	110,00
Slack	110,00	110,00
Zoom	110,00	110,00
Dropbox	110,00	110,00
Okta	110,00	110,00
Twilio	110,00	110,00
SendGrid	110,00	110,00
MailChimp	110,00	110,00
HubSpot	110,00	110,00
Marketo	110,00	110,00
Adobe	110,00	110,00
Oracle	110,00	110,00
SAP	110,00	110,00
IBM	110,00	110,00
Microsoft	110,00	110,00
Apple	110,00	110,00
Amazon	110,00	110,00
Alphabet	110,00	110,00
Facebook	110,00	110,00
Netflix	110,00	110,00
Twitter	110,00	110,00
LinkedIn	110,00	110,00
Slack	110,00	110,00
Zoom	110,00	110,00
Dropbox	110,00	110,00
Okta	110,00	110,00
Twilio	110,00	110,00
SendGrid	110,00	110,00
MailChimp	110,00	110,00
HubSpot	110,00	110,00
Marketo	110,00	110,00
Adobe	110,00	110,00
Oracle	110,00	110,00
SAP	110,00	110,00
IBM	110,00	110,00

### Carteras Modelo de Acciones Dividendo



### ANEXO II.- Carteras de Inversión Temática

#### Medtech / Tecnología de la salud

Compañía	Divisa	Capitalización (M\$) (*)	PER '24e	EV/ EBITDA '24e	EV/ Ventas '24e	Revalorización (%)					YTD Desde public. de la cartera**
						2020	2021	2022	2023	2024*	
Abbott	USD	205.862	23,3	8,2	4,8	+26%	+29%	-22%	-9%	+8%	+10%
AstraZeneca	USD	98.920	13,9	10,8	4,1	+0%	+0%	+8%	-1%	-5%	-9%
Boston Sci.	USD	97.196	25,8	20,5	6,2	-20%	+8%	+8%	+25%	+8%	+24%
Dexcom	USD	44.361	52,0	29,5	8,6	+69%	+45%	+8%	+10%	-7%	+10%
Edwards Lifesci.	USD	51.032	27,4	21,3	7,0	+9%	+42%	-42%	-2%	+11%	-8%
Eli Lilly	USD	7.6120	41,9	35,4	14,4	+28%	+64%	+32%	+59%	+29%	+62%
Intuitive Surgical	USD	135.857	53,4	36,9	14,2	+38%	+32%	-26%	+27%	+8%	+14%
Siemens Health.	EUR	67.948	20,9	14,5	3,2	-2%	+57%	+29%	+8%	+8%	+10%
Novo Nordisk	DKK	547.205	29,8	22,2	11,0	+1%	+72%	+28%	+49%	+9%	+54%
Stryker	USD	132.739	26,5	21,7	8,0	+9%	+8%	-9%	+22%	+9%	+16%
Cartera						+8%	+38%	-6%	+21%	+0%	+8%
MSCI World						+14%	+20%	+8%	+22%	+5%	+14%

Fuente: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter

\*A día 29.02.2024 \*\*Desde 29.06.2023

#### Ciberseguridad

Compañía	Divisa	Market Cap (M)	PER '24e	PER '25e	BVA '24e (M)	Ev/Ventas '24e	Revalorización (%)				
							2021	2022	2023	2024*	Desde lanzamiento**
Microsoft	USD	3.028.200	35,1	30,6	86.711	12,5	+12%	-20%	+57%	+8%	+24%
Palo Alto Networks	USD	97.828	55,0	49,2	1.904	11,7	+37%	-25%	+111%	+3%	+18%
CrowdStrike	USD	77.094	85,4	67,8	632	19,0	-9%	+9%	+142%	+26%	+25%
Fortinet	USD	52.191	40,7	35,4	1.342	8,8	+14%	-3%	+20%	+17%	+15%
Okta	USD	42.928	84,8	68,4	537	16,0	+82%	-69%	+65%	+7%	+43%
Zscaler	USD	35.852	97,6	80,8	397	16,5	+61%	-65%	+98%	+5%	+41%
Duress	USD	33.455	168,5	126,1	210	20,1	+78%	-84%	+84%	+19%	+61%
Digix	USD	14.273	43,7	36,5	366	3,5	-12%	-70%	+12%	-5%	-2%
CyberArk	USD	10.774	147,4	78,3	84	10,8	+7%	-25%	+69%	+18%	+33%
SentinelOne	USD	8.369	394,6	82,2	25	9,3	+44%	-71%	+88%	+2%	+64%
Cartera							+51%	+9%	+77%	+11%	+23%

Fuente: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter

\*A día 26.02.2024 \*\*Desde 10.10.2023

#### Semiconductores

Compañía	Divisa	Market Cap (M)	PER '24e	PER '25e	EV/EBITDA '24e	EV/EBITDA '25e	2024 Desde public. de la cartera*					
							2020	2021	2022	2023	YTD	
Nvidia	USD	1.977.300	32,5	27,4	26,6	22,0	+122%	+127%	-51%	+239%	+60%	+73%
ASML	EUR	349.637	46,1	30,7	36,8	24,8	+52%	+78%	-29%	+74%	+28%	+39%
Infineon	EUR	44.277	16,2	12,9	9,2	7,3	+55%	+30%	-30%	+19%	-10%	-9%
AMD	USD	284.395	49,1	32,8	39,6	26,5	+100%	+58%	-55%	+172%	+19%	+56%
Broadcom	USD	606.678	28,0	23,2	21,6	18,7	+39%	+53%	-16%	+134%	+17%	+43%
ASMI	EUR	28.550	47,3	42,6	33,1	29,9	+80%	+116%	-39%	+145%	+23%	+51%
TSMC	USD	677.553	21,6	17,6	11,5	9,3	+88%	+10%	-38%	+75%	+26%	+30%
LAM	USD	123.074	32,2	26,0	26,0	21,2	+62%	+52%	-42%	+123%	+20%	+44%
Applied Mat.	USD	169.366	24,5	21,3	20,4	17,7	+41%	+82%	-38%	+109%	+26%	+45%
Cartera							+67%	+71%	-35%	+111%	+20%	+35%

Fuente: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter

\*A día 25.07.2023

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

#### Ibex-35: Principales Cifras y Ratios

Cierres de 21-mar-24

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.	PER			BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div24e	Media		ROE	EV/EBITDA 2024e	DFN/FFPP (Último)	Media			P/V	Recomend.	P. Objetivo
						2023r	2024e	2025e	2023r	2024e	Var. %	2025e	Var. %		2019/23	2024e				2025e	2019/23	2024e			
<b>Ibex-35</b>	10.867,5	+2,5	+8,7	+7,6	687.115	12,9 x	10,9 x	10,8 x	53.286	62.850	18%	63.883	2%	4,4%	13,3%	14,9%	14,3%	9,7x	1,1 x	3,1 x	2,1 x	1,9 x			
Acciona Energía	19,55	-3,8	+2,4	-30,4	6.437	12,3 x	12,5 x	12,1 x	525	515	-2%	530	3%	2,6%	8,8%	8,3%	8,1%	7,8x	0,6 x	28,1 x	1,0 x	1,0 x	Comprar	23,20	
ACS	40,59	+1,8	+7,0	+1,1	11.291	14,5 x	16,1 x	15,2 x	780	703	-10%	741	5%	5,1%	14,7%	13,7%	14,0%	5,9x	-0,1 x	1,8 x	2,2 x	2,1 x	Comprar	42,90	
Acerinox	9,76	+1,3	-3,7	-8,4	2.434	10,7 x	7,7 x	8,6 x	228	315	38%	284	-10%	6,4%	11,7%	12,3%	10,5%	4,1x	0,1 x	1,3 x	0,9 x	0,9 x	Comprar	10,80	
AENA	179,40	+0,6	+2,4	+9,3	26.910	16,5 x	15,1 x	14,0 x	1.631	1.783	9%	1.916	7%	5,3%	19,1%	21,5%	21,8%	10,1x	0,8 x	3,3 x	3,2 x	3,1 x	Vender	167,70	
Amadeus	58,42	+1,6	+7,4	-10,0	26.318	23,6 x	20,4 x	17,9 x	1.117	1.287	15%	1.471	14%	2,3%	23,3%	24,9%	24,7%	11,5x	0,4 x	6,8 x	5,1 x	4,4 x	Comprar	69,10	
Acciona	108,25	-4,1	+4,6	-18,8	5.938	11,0 x	12,1 x	11,8 x	541	491	-9%	502	2%	4,6%	9,6%	9,4%	9,2%	6,0x	1,3 x	1,8 x	1,1 x	1,1 x	Comprar	133,00	
BBVA	10,80	+3,7	+17,6	+31,3	63.050	7,9 x	7,5 x	7,5 x	8.019	8.353	4%	8.371	0,2%	5,1%	11,4%	15,6%	14,8%	n.a.	n.a.	0,7 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	10,60	
Bankinter	6,67	+1,6	+13,7	+15,1	5.999	7,1 x	7,1 x	7,3 x	845	850	1%	825	-3%	7,2%	15,2%	14,9%	13,5%	n.a.	n.a.	0,9 x	1,1 x	1,1 x	Restringido		
CaixaBank	4,73	+5,2	+13,5	+27,0	35.508	7,4 x	7,1 x	7,9 x	4.816	5.011	4%	4.469	-11%	7,6%	12,4%	13,0%	11,3%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,9 x	0,9 x	Comprar	5,50	
Celnex	33,13	+2,9	-0,4	-7,1	23.406	Negativo	Negativo	136,3 x	-298	-245	18%	172	n/r	0,2%	-0,9%	Negativo	1,2%	11,9x	1,3 x	2,3 x	1,7 x	1,7 x	Comprar	44,10	
Colonial	5,26	+2,5	+4,7	-19,8	2.836	16,3 x	15,6 x	14,9 x	174	182	4%	190	5%	5,1%	2,5%	3,1%	3,3%	23,2x	0,9 x	0,7 x	0,5 x	0,5 x	Comprar	7,20	
Endesa	16,21	-0,7	-2,6	-12,2	17.162	23,1 x	10,7 x	10,6 x	742	1.611	117%	1.621	1%	6,2%	20,2%	21,3%	20,3%	5,7x	1,4 x	3,2 x	2,3 x	2,1 x	Comprar	19,10	
Enagas	13,18	-0,6	-1,2	-13,7	3.453	10,1 x	12,3 x	14,0 x	343	281	-18%	247	-12%	7,6%	12,9%	9,6%	8,5%	9,2x	1,1 x	1,5 x	1,2 x	1,2 x	Comprar	16,10	
Ferrovial	37,32	+2,8	+7,7	+13,0	27.642	116,5 x	69,3 x	49,3 x	237	399	68%	561	41%	2,0%	5,9%	7,8%	11,0%	29,4x	1,3 x	3,8 x	5,4 x	5,3 x	Comprar	33,50	
Fluidra	22,16	+0,5	+2,8	+17,6	4.258	38,0 x	27,1 x	21,9 x	112	157	40%	194	24%	2,8%	6,7%	9,1%	10,7%	11,5x	0,6 x	2,5 x	2,6 x	2,5 x	Vender	21,30	
Grifols	8,42	+11,8	+11,0	-45,5	5.126	86,4 x	16,2 x	19,9 x	59	316	432%	258	-18%	0,0%	6,6%	5,1%	4,0%	9,1x	1,8 x	2,6 x	0,9 x	0,9 x	Vender	En Revisión	
IAG	1,94	+4,9	+12,5	+9,1	9.545	3,6 x	4,3 x	4,1 x	2.655	2.236	-16%	2.334	4%	0,0%	42,0%	40,6%	34,1%	3,3x	2,8 x	0,8 x	1,2 x	1,4 x	Comprar	2,20	
Iberdrola	11,13	+1,3	+4,8	-6,3	71.459	14,9 x	14,0 x	13,6 x	4.803	5.087	6%	5.265	3%	5,2%	9,9%	11,4%	11,4%	7,9x	1,1 x	1,7 x	1,6 x	1,5 x	Comprar	13,00	
Indra	18,54	-0,4	+4,9	+32,4	3.275	15,9 x	12,5 x	11,7 x	206	261	27%	280	7%	1,8%	16,8%	19,5%	18,1%	6,1x	0,1 x	2,0 x	2,4 x	2,1 x	Comprar	20,30	
Inditex (5)	46,27	+2,6	+12,8	+17,3	144.207	26,8 x	24,3 x	23,1 x	5.381	5.942	10%	6.248	5%	3,6%	21,1%	30,5%	30,6%	12,4x	Caja Neta	5,8 x	7,4 x	7,1 x	Comprar	45,00	
Logista (4)	25,36	+0,3	+2,1	+3,6	3.367	12,4 x	11,7 x	11,5 x	272	287	6%	293	2%	7,7%	35,4%	46,4%	45,2%	2,2x	Caja Neta	4,9 x	5,4 x	5,2 x	Comprar	29,10	
Mapfre	2,16	+3,7	+10,2	+11,1	6.646	9,6 x	8,4 x	7,6 x	692	787	14%	877	11%	7,0%	7,9%	9,0%	9,5%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,8 x	0,7 x	Comprar	2,30	
Meliá	7,15	+4,9	+8,5	+20,0	1.576	12,2 x	10,1 x	8,1 x	129	157	21%	195	24%	0,0%	19,9%	22,4%	23,0%	5,1x	2,1 x	2,7 x	2,3 x	1,9 x	Comprar	6,99	
Merlin Properties	9,40	+3,1	+7,4	-6,6	4.416	16,1 x	14,9 x	14,1 x	274	296	8%	312	5%	5,1%	3,2%	4,4%	4,5%	21,9x	0,6 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	10,26	
ArcelorMittal(3)	24,89	+2,7	+3,1	-3,0	21.226	23,1 x	6,2 x	5,1 x	919	3.678	300%	4.183	14%	2,0%	8,3%	6,6%	7,1%	3,7x	0,1 x	0,5 x	0,4 x	0,3 x	Comprar	30,80	
Naturgy	19,79	-1,8	-9,6	-26,7	19.189	9,7 x	11,7 x	11,8 x	1.986	1.634	-18%	1.620	-1%	7,1%	14,2%	16,8%	16,2%	6,7x	1,3 x	3,0 x	2,0 x	1,9 x	Vender	25,20	
Redeia/Red Eléctrica	15,76	+3,2	+7,2	+5,7	8.527	12,4 x	17,0 x	16,5 x	690	503	-27%	517	3%	5,1%	17,7%	9,6%	9,9%	10,7x	0,9 x	2,3 x	1,6 x	1,6 x	Comprar	16,90	
Repsol	15,30	+1,8	+3,9	+13,7	18.620	5,9 x	5,2 x	6,5 x	3.168	3.570	13%	2.859	-20%	5,9%	12,7%	10,4%	7,9%	2,6x	0,1 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	Comprar	16,70	
Rovi	78,75	+1,5	+6,3	+30,8	4.254	25,0 x	31,0 x	26,9 x	170	137	-19%	158	16%	1,1%	26,2%	24,1%	23,3%	20,8x	0,1 x	5,7 x	7,5 x	6,3 x	Comprar	80,00	
Sabadell	1,43	+3,9	+19,7	+28,7	7.793	5,9 x	5,6 x	6,3 x	1.332	1.402	5%	1.239	-12%	8,0%	6,8%	9,7%	8,2%	n.a.	n.a.	0,3 x	0,5 x	0,5 x	Comprar	1,70	
SACYR	3,22	+3,4	+6,1	+2,9	2.237	12,6 x	12,0 x	8,7 x	178	187	5%	258	38%	3,1%	-4,3%	10,1%	12,5%	7,2x	3,7 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	3,85	
Santander	4,28	+3,9	+11,2	+13,2	67.702	6,1 x	5,5 x	5,5 x	11.076	12.270	11%	12.346	1%	5,4%	8,4%	12,3%	12,0%	n.a.	n.a.	0,5 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	5,10	
Solaria	9,89	-1,4	-10,3	-46,9	1.235	11,5 x	10,5 x	9,5 x	108	118	9%	130	10%	0,0%	18,4%	18,3%	16,8%	10,3x	2,2 x	7,4 x	1,9 x	1,6 x	Neutral	13,00	
Telefónica	3,96	+1,0	+4,3	+11,9	22.743	Negativo	12,4 x	11,4 x	-892	1.841	-306%	1.992	8%	7,6%	15,5%	8,4%	8,9%	4,5x	3,2 x	1,3 x	1,0 x	1,0 x	Comprar	4,20	
Unicaja	1,08	+4,3	+14,1	+21,1	2.862	10,7 x	6,4 x	6,7 x	267	450	69%	425	-6%	8,3%	3,9%	6,5%	6,0%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,4 x	0,4 x	Comprar	n/d	



### EuroStoxx-50: Principales Cifras y Ratios

Cierres de 21-mar-24

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.	PER			BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div/24e	Media			ROE			EV/EBITDA 2023r	DFN/FFPP (Último)	Media			PVC	Recomend	
						2023r	2024e	2025e	2023r	2024e	Var. %	2025e	Var. %		2019/23	2024e	2025e	2023r	2024e	2025e			2019/23	2024e	2025e			
EuroStoxx-50	5.052,3	+1,3	+3,6	+11,7	4.620.977	14,9 x	13,9 x	13,9 x	300.493	310.435	3%	331.854	7%	3,8%	15,4%	16,1%	16,1%	11,68	0,8 x	4,0 x	3,9 x	3,6 x						
Adidas	193,02	-5,7	+3,1	+4,8	34.718	Negativo	49,7 x	23,2 x	-75	698	831%	1.498	115%	0,8%	16,0%	13,9%	25,0%	17,89	2,9 x	7,1 x	6,9 x	5,8 x	Neutral					
Adyen	1.505,20	+3,3	+3,1	+29,0	46.711	51,8 x	53,2 x	40,2 x	698	878	26%	1.162	32%	0,0%	27,1%	21,7%	22,4%	37,69	Caja Neta	28,6 x	11,6 x	9,0 x	Comprar					
Ahold Delhaize	27,20	-1,3	-1,2	+4,6	25.904	13,2 x	11,1 x	10,3 x	1.874	2.337	25%	2.513	8%	4,1%	14,0%	15,0%	14,9%	2,21	0,9 x	1,9 x	1,6 x	1,5 x	n/d					
Air Liquide	193,70	-0,7	+3,1	+10,0	101.623	30,0 x	28,4 x	25,6 x	3.078	3.580	16%	3.974	11%	1,8%	12,6%	14,1%	14,4%	13,69	0,4 x	3,3 x	3,8 x	3,5 x	Comprar					
Airbus	169,30	+4,0	+10,7	+21,1	134.134	29,2 x	25,0 x	20,3 x	3.789	5.369	42%	6.612	23%	1,4%	32,9%	25,8%	25,9%	20,71	Caja Neta	10,1 x	6,4 x	5,2 x	Comprar					
Allianz	272,90	+2,3	+7,5	+12,8	106.900	11,0 x	10,6 x	10,2 x	8.541	10.045	18%	10.466	4%	5,6%	10,6%	16,1%	15,8%	n.a.	n.a.	1,3 x	1,7 x	1,6 x	Comprar					
AB InBev	54,82	-1,0	-1,6	-6,2	110.695	22,1 x	16,2 x	14,3 x	5.341	6.821	28%	7.755	14%	2,1%	7,4%	7,1%	7,7%	2,84	0,7 x	1,6 x	1,3 x	1,2 x	n/d					
ASML	923,30	+7,6	+6,1	+35,4	368.936	35,1 x	48,1 x	34,4 x	7.839	7.670	-2%	10.714	40%	0,8%	45,7%	48,6%	52,1%	38,80	Caja Neta	18,5 x	22,9 x	17,5 x	Comprar					
AXA	34,65	+0,9	+5,4	+17,5	78.668	9,3 x	9,5 x	9,1 x	7.189	8.324	16%	8.676	4%	6,0%	9,6%	14,5%	12,9%	n.a.	n.a.	1,0 x	1,5 x	1,3 x	Comprar					
B. Santander	4,28	+3,9	+11,2	+13,2	67.702	5,5 x	5,5 x	5,5 x	11.076	12.270	11%	12.346	1%	5,4%	6,1%	12,3%	12,0%	n.a.	0,0 x	0,6 x	0,7 x	0,7 x	Comprar					
BASF	52,65	+6,8	+11,8	+7,9	46.991	10,7 x	17,3 x	13,4 x	4.039	2.716	-33%	3.516	29%	3,9%	11,4%	7,4%	9,9%	7,98	0,5 x	1,4 x	1,3 x	1,3 x	Neutral					
Bayer	26,48	+0,9	-5,7	-21,3	26.015	Negativo	6,9 x	6,9 x	-2.941	3.796	n.r.	3.758	n.r.	0,4%	7,5%	10,4%	9,3%	2,88	1,0 x	1,3 x	0,7 x	0,6 x	Vender					
BBVA	10,80	+3,7	+17,6	+31,3	63.050	6,0 x	7,5 x	7,5 x	8.019	8.353	4%	8.371	0,2%	5,1%	10,5%	15,6%	14,8%	n.a.	0,0 x	0,7 x	1,2 x	1,1 x	Comprar					
BMW	104,80	-0,8	-4,0	+4,0	66.587	4,8 x	5,2 x	5,2 x	13.195	12.760	-3%	12.829	1%	5,9%	12,8%	12,0%	11,1%	1,66	Caja Neta	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Comprar					
BNP Paribas	62,64	+2,3	+13,1	+0,1	71.878	6,5 x	6,9 x	6,4 x	10.975	10.450	-5%	11.150	7%	7,3%	9,3%	8,4%	8,7%	n.a.	0,0 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	Neutral					
Danone	59,15	-0,8	+0,2	+0,8	40.090	23,9 x	23,7 x	24,9 x	1.667	1.689	1%	1.609	-5%	3,5%	9,8%	9,2%	8,6%	2,01	0,5 x	2,2 x	2,0 x	2,0 x	Comprar					
Deutsche Boerse	186,00	+0,4	-3,9	-0,3	35.340	20,4 x	19,5 x	18,4 x	1.724	1.814	5%	1.921	6%	2,1%	18,7%	16,3%	15,8%	0,90	2,2 x	3,9 x	3,2 x	2,9 x	Neutral					
DHL	38,93	-0,5	-9,3	-13,2	48.230	14,1 x	12,0 x	10,8 x	3.922	4.034	3%	4.471	11%	4,6%	20,8%	15,3%	15,6%	5,62	0,7 x	2,9 x	1,8 x	1,7 x	Comprar					
Deutsche Telekom	21,93	+0,6	-0,3	+0,8	109.353	Negativo	12,4 x	11,2 x	-1.280	8.837	590%	9.805	11%	8,1%	17,3%	9,2%	9,7%	5,35	2,3 x	2,0 x	1,8 x	1,7 x	Comprar					
Enel	6,07	-1,0	+3,2	-9,8	61.712	10,5 x	9,1 x	9,0 x	6.488	6.774	4%	6.824	1%	7,4%	15,0%	21,8%	21,5%	8,33	4,3 x	2,4 x	2,0 x	1,9 x	Comprar					
Eni	14,36	-1,0	+0,8	-6,4	48.478	10,7 x	6,9 x	6,5 x	4.836	7.030	45%	7.483	6%	6,6%	11,9%	12,2%	12,1%	3,82	0,2 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Vender					
EssilorLuxottica	210,65	+0,6	+7,4	+16,0	95.606	28,9 x	31,1 x	28,3 x	2.855	3.078	8%	3.381	10%	1,9%	4,1%	7,7%	8,1%	14,66	1,6 x	2,0 x	2,3 x	2,2 x	Comprar					
Ferrari	399,20	+2,8	+2,4	+30,8	71.859	44,0 x	52,9 x	48,2 x	1.257	1.358	8%	1.491	10%	0,7%	37,6%	30,7%	27,7%	28,40	Caja Neta	17,1 x	16,4 x	13,4 x	Comprar					
Hermes	2.410,50	+0,9	+4,2	+25,6	254.475	47,0 x	55,3 x	50,2 x	4.311	4.603	7%	5.068	10%	0,7%	27,3%	27,7%	24,2%	35,77	Caja Neta	13,1 x	14,0 x	12,8 x	Comprar					
Iberdrola	11,13	+1,3	+4,8	-6,3	71.459	15,6 x	14,0 x	13,6 x	4.803	5.087	6%	5.265	3%	5,1%	10,1%	11,4%	11,4%	7,91	1,1 x	1,7 x	1,6 x	1,5 x	Comprar					
Inditex	46,27	+2,6	+12,8	+17,3	144.207	22,8 x	24,3 x	23,1 x	5.381	5.942	10%	6.248	5%	3,6%	21,2%	30,5%	30,6%	13,29	Caja Neta	5,8 x	7,4 x	7,1 x	Comprar					
Infineon	31,89	-0,1	-3,6	-15,6	41.646	15,7 x	15,8 x	13,2 x	3.138	2.630	-16%	3.155	20%	1,2%	12,9%	14,0%	14,7%	8,25	0,1 x	3,5 x	2,2 x	1,9 x	Comprar					
ING	14,51	+3,2	+14,4	+7,3	50.766	6,5 x	8,7 x	8,6 x	7.287	5.850	-20%	5.900	1%	6,5%	8,4%	11,0%	10,7%	n.a.	0,0 x	0,8 x	1,0 x	0,9 x	Neutral					
Intesa	3,29	+2,0	+12,1	+24,6	60.205	6,3 x	7,4 x	7,3 x	7.724	8.150	6%	8.230	1%	10,0%	9,5%	14,1%	13,9%	n.a.	0,0 x	0,7 x	1,0 x	1,0 x	Comprar					
Kering	371,30	-12,9	-12,6	-6,9	45.826	16,5 x	14,4 x	13,0 x	2.983	3.180	7%	3.529	11%	4,1%	21,5%	19,3%	19,7%	6,32	1,3 x	6,0 x	3,0 x	2,8 x	Vender					
L'Oréal	434,95	-2,5	-1,5	-3,5	232.579	37,1 x	35,8 x	33,3 x	6.487	6.504	0%	6.988	7%	1,7%	18,0%	20,3%	19,9%	21,32	0,6 x	7,2 x	7,3 x	6,6 x	Vender					
LVMH	847,90	-1,7	+0,6	+15,6	425.138	24,3 x	27,1 x	24,6 x	15.174	15.665	3%	17.290	10%	1,7%	22,1%	22,6%	22,0%	13,27	0,5 x	6,5 x	6,1 x	5,4 x	Comprar					
Mercedes Benz Group	73,34	+0,3	-0,4	+17,3	77.535	4,6 x	6,3 x	6,3 x	14.261	12.189	-15%	12.326	1%	6,3%	14,6%	12,1%	11,4%	0,83	Caja Neta	0,8 x	0,8 x	0,7 x	Comprar					
Munich RE	443,80	-0,4	+3,1	+18,3	60.565	11,2 x	11,9 x	11,2 x	4.606	5.083	10%	5.407	6%	3,4%	11,7%	16,6%	16,5%	n.a.	n.a.	1,5 x	1,9 x	1,7 x	Neutral					
Nokia	3,29	-2,1	+0,9	+7,8	18.468	26,0 x	11,7 x	10,9 x	665	1.573	137%	1.696	8%	4,3%	9,0%	7,6%	7,9%	1,61	Caja Neta	1,3 x	0,9 x	0,8 x	Neutral					
Nordea	11,27	+1,7	+0,3	+0,4	39.515	8,1 x	8,0 x	8,2 x	4.908	4.915	0%	4.810	-2%	8,3%	10,0%	15,1%	13,6%	n.a.	0,0 x	1,2 x	1,2 x	1,1 x	Neutral					
Pernod Ricard	147,40	-2,6	-4,6	-7,7	37.680	18,1 x	17,2 x	16,7 x	2.262	2.189	-3%	2.254	-3%	3,0%	9,5%	11,1%	12,0%	13,15	0,6 x	3,0 x	2,3 x	2,2 x	Neutral					
Prosus	27,90	+2,9	+3,4	+3,4	71.933	7,1 x	15,0 x	13,4 x	10.112	4.801	-53%	5.385	12%	0,2%	22,0%	8,8%	9,1%	n.a.	Caja Neta	2,6 x	1,5 x	1,3 x	Neutral					
Safran	206,65	+2,1	+6,7	+29,6	88.293	19,8 x	30,3 x	25,2 x	3.444	2.918	-15%	3.505	20%	1,3%	13,2%	21,8%	22,7%	16,61	Caja Neta	4,6 x	6,4 x	5,5 x	Neutral					
Saint Gobain	71,50	+2,6	+0,4	+7,3	36.211	10,4 x	11,4 x	10,6 x	3.242	3.174	-2%	3.426	8%	3,1%	10,0%	12,7%	12,6%	5,92	0,3 x	1,2 x	1,4 x	1,3 x	Comprar					
Sanofi	87,71	-0,6	-0,2	-2,3	110.944	21,0 x	14,6 x	13,3 x	5.400	7.622	41%	8.336	9%	4,4%	10,4%	9,9%	10,4%	8,67	0,1 x	1,6 x	1,4 x	1,4 x	Neutral					
SAP	180,55	+5,0	+4,4	+29,5	221.819	27,1 x	52,3 x	45,2 x	6.325	4.244	-33%	4.911	16%	1,2%	11,3%	9,4%	10,4%	26,48	Caja Neta	3,8 x	4,7 x	4,4 x	Comprar					
Schneider Electric	216,90	+0,9	+3,4	+19,3	124.248	26,0 x	28,3 x	25,7 x	4.003	4.397</																		

### Compañías Europeas No EuroStoxx-50

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	PER			BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div24e	Media 2019/23	ROE			EV/EBITDA 2023r	DFN/FFPP (Último)	Media 2019/23	P/VC			Recomend
						2023r	2024e	2025e	2023r	2024e	Var.%	2025e	Var. %			2024e	2025e	2023r				2024e	2025e		
<b>No EuroStoxx 50:</b>																									
Carrefour	15,93	+1,4	+2,5	-3,9	11.287	7,1x	9,1x	8,0x	1.659	1.239	-25%	1.407	14%	5,5%	11,2%	8,6%	9,1%	3,26	0,8x	1,1x	0,9x	0,9x	En Revisión		
RWE	30,92	-0,3	-0,3	-24,9	23.000	6,7x	10,9x	12,9x	4.536	2.111	-53%	1.780	-16%	3,6%	18,2%	6,4%	5,1%	5,87	0,2x	1,2x	0,7x	0,7x	Comprar		
Deutsche Bank	13,99	+2,6	+13,2	+13,1	27.902	5,9x	6,5x	5,8x	4.274	4.325	1%	4.825	12%	4,3%	2,3%	6,5%	7,0%	n.a.	0,0x	0,4x	0,4x	0,4x	Neutral		
H&M	150,76	+3,1	+7,9	-14,6	248.853	32,8x	16,8x	15,0x	8.752	14.823	69%	16.622	12%	4,3%	13,8%	28,6%	28,7%	5,62	Caja Neta	5,1x	4,7x	4,2x	Vender		
Hellofresh	6,82	-8,8	-46,8	-52,3	1.181	130,1x	21,1x	27,5x	19	56	195%	43	-23%	0,0%	19,7%	5,2%	3,8%	3,74	0,1x	10,0x	1,1x	1,0x	Vender		
E.ON	12,33	-2,9	+4,4	+1,5	32.567	10,4x	11,3x	11,7x	3.068	2.880	-6%	2.795	-3%	4,5%	15,0%	18,6%	16,7%	8,05	2,7x	2,2x	2,1x	2,0x	Comprar		
Maersk	9.174,00	+1,3	-5,9	-24,4	159.022	8,1x	Negativo	164,4x	3.822	-917	-124%	142	115%	2,0%	20,5%	Negativo	0,3%	4,51	Caja Neta	1,1x	0,5x	0,5x	Vender		
Nestlé	94,96	-0,3	+3,5	-2,6	253.543	23,2x	23,2x	22,3x	11.209	10.948	-2%	11.360	4%	3,3%	27,3%	31,7%	30,3%	16,06	1,3x	6,6x	7,2x	6,6x	Comprar		
Richemont	137,85	-5,5	-2,0	+19,1	81.516	18,7x	21,0x	18,7x	3.664	3.875	6%	4.351	12%	2,8%	12,4%	19,0%	19,8%	11,60	Caja Neta	3,3x	3,9x	3,6x	Neutral		
Ryanair	21,03	+1,9	+4,3	+10,2	23.972	273,0x	12,1x	11,2x	1.314	1.984	n/r	2.132	n/r	2,4%	17,7%	27,5%	24,3%	6,95	Caja Neta	3,8x	3,3x	2,6x	Comprar		
Soc. Generale	24,48	+3,2	+9,1	+1,9	19.657	7,7x	5,2x	4,3x	2.493	3.750	50%	4.525	21%	4,3%	3,4%	5,6%	6,5%	n.a.	0,0x	0,4x	0,3x	0,3x	Vender		
Unilever	45,57	+1,0	+0,7	+3,9	113.823	16,9x	17,8x	17,8x	6.487	6.385	-2%	6.385	0%	3,9%	39,9%	30,9%	31,6%	11,41	1,1x	7,6x	5,8x	5,4x	Vender		
Lufthansa	6,93	+1,5	-3,6	-13,9	8.290	10,2x	5,5x	4,3x	938	1.521	62%	1.914	26%	0,0%	14,7%	19,5%	23,3%	4,09	2,1x	1,3x	0,7x	0,7x	Comprar		
Porsche	93,42	+5,7	+8,2	+16,9	85.106	13,6x	14,7x	14,0x	5.355	5.795	8%	6.059	5%	2,7%	20,8%	23,9%	22,2%	7,94	0,3x	n.a.	3,5x	3,1x	Comprar		
Siemens Energy	15,86	+10,0	+11,6	+32,1	12.673	Negativo	Negativo	71,6x	-4.532	-125	-	177	-	0,0%	Negativo	Negativo	2,1%	Negativo	0,1x	n.a.	1,5x	1,5x	Vender		

## ANÁLISIS Y MERCADOS

Estrategia de Inversión 2T 2024

viernes, 22 de marzo de 2024 10:53h

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

	% Comprar	% Neutral	% Vender
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%
El 22.03.2024	65,3%	15,3%	19,5%