

## Ayer: "Fed más *dovish* de lo esperado. Terremoto en bonos."

La Fed mantuvo tipos sin cambios (5,25%/5,50%), tal y como se esperaba. Sin embargo, el diagrama de puntos transmitió un mensaje más *dovish* /suave(-75pb en 2024) y en el Cuadro Macro revisó a la baja, en términos generales, el PIB pero también y, sobre todo, la inflación. A pesar del mensaje de Powell de que "actuará con prudencia", el mercado americano reaccionó alimentando las expectativas de bajadas, produciéndose un verdadero terremoto sobre los bonos americanos, con sustanciales caídas de TIR: el T-Note rompió la frontera del 4%: 3,95%, -25pb; el B2A 4,34%, -35pb. Eso provocó un fuerte rebote de Wall St., subiendo ca. +1,4% tanto el S&P500 como el Nasdaq-100.

Obviamente, Europa no pudo recoger el reenfoque de la Fed porque estaba ya cerrada y transcurrió con ligeras tomas de beneficios, tras las últimas seis semanas al alza.

En resumen, ayer día de espera en Europa, pero muy fuerte en Wall St. ante el sorprendente reenfoque *dovish*/suave de la Fed, sobre todo en bonos.

## Evolución de Mercado

1.- BOLSAS		Var. %	Último	2023			Var. %	Último	2023
Ibex-35	España	-0,2%	10.096	+22,7%	Nasdaq 100	USA	+1,4%	16.562	+51,4%
PSI-20	Portugal	+0,5%	6.457	+12,8%	Bovespa	Brasil	+2,4%	129.465	+18,0%
EuroStoxx-50	UEM	-0,1%	4.530	+19,4%	MEX IPC	México	+1,3%	55.168	+13,8%
FTSE100	UK	+0,1%	7.548	+1,3%	Nikkei 225	Japón	-0,7%	32.686	+25,3%
CAC40	Francia	-0,2%	7.531	+16,3%	CSI300	China	-0,1%	3.368	-13,0%
MIB 30	Italia	-0,2%	30.296	+27,8%	Hang Seng	HK	+1,1%	16.404	-17,1%
DAX	Alemania	-0,2%	16.766	+20,4%	Kospi	Corea	+1,3%	2.544	+13,8%
S&P 500	USA	+1,4%	4.707	+22,6%	Sensex	India	+1,2%	70.453	+15,8%
2.- BONOS 10A (TIR)		13-dic.	12-dic.	30-12-22	3.- DIVISAS		13-dic.	12-dic.	30-12-22
Bund		2,17%	2,22%	2,57%	USD	Dólar	1,087	1,079	1,071
Bono español 10A		3,17%	3,24%	3,65%	JPY	Yen	155,4	157,0	140,4
Bono italiano 10A		3,92%	4,00%	4,70%	GBP	Libra	0,862	0,859	0,885
Bono portugués 10A		2,81%	2,88%	3,58%	CHF	Fr. Suizo	0,948	0,945	0,990
T-Note		3,96%	4,20%	3,88%	CNH/\$	(yuan <i>offshore</i> )	7,138	7,194	6,922
Bono japonés 10A		0,66%	0,72%	0,41%	CNY/\$	(yuan <i>onshore</i> )	7,171	7,177	6,899
Euribor 3m		3,958%	3,928%	2,132%	Euribor 12m		3,751%	3,754%	3,291%
4.- MAT. PRIMAS		Var. %	13-dic.	30-12-22			Var. %	13-dic.	30-12-22
Fut. Brent (Petróleo UE)		+1,4%	74,3	85,9	Oro		+2,4%	2.028	1.824
Fut. WTI (Petróleo US)		+1,3%	69,5	80,3	Plata		+4,6%	23,8	24,0
5.- VOLATILIDAD		13-dic.	12-dic.	30-12-22	6.- CRIPTOMONEDAS		Var. %	13-dic.	30-12-22
VIX (del S&P500)		12,2	12,1	21,7	BTC/\$	Bitcoin	+4,6%	42.993	16.579
V2X (del EuroStoxx-50)		13,5	13,2	20,9	ETH/\$	Ethereum	+4,1%	2.261	1.198

Fuente: Elaboración Bankinter en base a datos públicos

## Hoy: "Bancos centrales europeos. ¿Imitarán a la Fed?"

Hoy será el turno de los grandes bancos centrales europeos. Jornada muy intensa en mensajes y actualización de los Cuadro Macro; Suiza (9:30h, Tipo Director +1,75%); Noruega (10:00h, Tipo Director +4,25%); Banco de Inglaterra (13:00h, Tipo Director en 5,25%) y BCE (14:15h, Tipo Director +4,5%). En todos los casos las expectativas son de mantenimiento de sus tipos directores, pero la clave estará en el tono de sus mensajes (antes de la reunión de la Fed anoche, el mercado descontaba la primera bajada en Europa en abril y las de Inglaterra y Suiza en junio).

En particular: (1) la UEM ha asistido a un descenso de la inflación (+2,4% a/a en nov y +3,6% la subyacente) mejor de lo esperado, pero no anticipamos bajadas de tipos hasta finales del próximo año. El mercado laboral sigue casi en mínimos históricos y en 2024 la inflación podría tener cierta volatilidad ante la retirada de las medidas de control de la inflación que adoptaron muchos países. (2) En Inglaterra sus niveles de inflación están todavía algo por encima (+4,6% a/a en oct y +5,7% la Subyacente) y su mercado laboral muestra tensiones de oferta. (3) En Suiza, la inflación general y subyacente están en el 1,4% a/a en noviembre, pero siguen existiendo riesgos, por lo que tampoco esperamos movimientos a corto plazo.

En resumen, aunque nuestras expectativas de recortes de tipos son algo más cautas de lo que descuenta el mercado y más hacia el segundo semestre del año, salvo un mensaje muy *hawkish* por parte de las autoridades monetarias europeas hoy, veremos un mercado en positivo en Europa, trasladando el impacto de las bajadas de TIR ayer en EE.UU.

## Las claves

### LO MÁS IMPORTANTE DE HOY

Día/hora	País	Indicador	Mes	Tasa Esperado	Previo
J; 09:30	SUI	Reunión SNB. Repetir Tipo Director en 1,75%			
J; 10:00	NOR	Reunión Norges Bank. Repetir Tipo Director en 4,25%			
J; 13:00	G.B.	Reunión BoE. Repetir Tipo Director en 5,25%			
J; 14:15	UEM	Reunión BCE. Repetir Tipo Director 4,00%(Depo)/4,50%(Crédito)			

### LO MÁS IMPORTANTE DEL RESTO DE LA SEMANA

V; 02:20	CH	Reunión PBoC: Repetir Tipo Director a 1 año en 2,50%			
V; 15:15	EEUU	Grado Utiliz. Capac. Productiva	Nov.	%	+79,1% +78,9%

V *Cuádruple Hora Bruja*: vencimiento contratos F&O sobre índices y acciones

## ENTORNO ECONÓMICO. –

**ESPAÑA (9:00h):** IPC final de noviembre confirma el preliminar.- Se modera hasta +3,2% a/a desde +3,5% Oct. La Subyacente también se confirma en +4,5% desde +5,2%. Tasas intermensuales: -0,3% vs -0,4% preliminar y +0,3% ant. Subyacente +0,1% m/m desde +0,4% anterior. [Link](#) al documento. **OPINIÓN:** Se confirman los buenos datos de inflación en noviembre, que muestran, además, cómo se estrecha el diferencial entre la Subyacente y la General hasta +1,3pp (superior en la subyacente), desde 1,7pp en octubre. La reducción en los costes energéticos (petróleo y gas) favorece esta convergencia. Nuestras estimaciones apuntan a un 3,8% media anual para 2023e (que tras la evolución reciente podría tender a una/dos décimas menor), 3,6% 2024e y 2,4% 2025e.

**JAPÓN (05:30h):** La Producción Industrial avanza +1,3% (m/m) en octubre vs +0,5 ant. Segundo mes consecutivo en positivo desde las caídas registradas en julio y agosto. Capacidad Utilizada +1,5%. **OPINIÓN:** El sector industrial recupera gradualmente dinamismo. En tasa interanual, el avance es de +1,1% desde -4,4% ant. La reciente apreciación del yen (EURJPY 154,4 vs 164 hace un mes) se debe más al diferencial de tipos. El BCE podría empezar a bajar tipos el año que viene ante el retroceso de la inflación y la desaceleración económica. Mientras el Banco de Japón podría endurecer su política monetaria y abandonar próximamente la era de tipos negativos. La inflación en Japón ha estado por encima de su objetivo del 2% todos los meses desde abril de 2022.

**UEM (ayer):** La Producción Industrial cae más de lo esperado en octubre: -6,6% vs -4,6% esperado vs -6,8% ant. Acumula 6 meses en negativo.

**OPINIÓN:** La pérdida de tracción de la Demanda Interna, el comercio internacional y el endurecimiento de las condiciones financieras pasan factura a la industria. En tasa intermensual el descenso se sitúa en -0,7% m/m (vs -0,3% esperado vs -1,0% ant.). La caída de la producción es generalizada, pero destaca el mal comportamiento de los bienes de capital (-9,7% vs -9,4%) y de consumo no duradero (-7,8% vs -5,8% ant.). Ambas partidas reflejan la prudencia de las empresas (menos inversión), que también se observa en la demanda de crédito y cierta debilidad en el consumo de las familias.

**EE.UU (ayer):** Prosigue el ajuste en los Precios de Industriales, que aumentan menos de lo esperado en Nov.: +0,9% vs +1,0% esperado vs +1,2% ant. **OPINIÓN:** Buena noticia, que anticipa una mejora de márgenes empresariales (bueno para bolsas), reduce presiones inflacionistas (bonos soportados) y facilita la gestión de la política monetaria. El mercado anticipa bajadas de tipos en primavera, pero nos parece prematuro anticipar recortes de tipos antes del 3T 2024.

**EE.UU. / Fed (ayer):** Cumple con lo esperado y mantiene los tipos de interés de referencia (*Fed Funds*) en 5,25%/5,50% en una decisión tomada por unanimidad. La Fed apenas varía su mensaje y mantiene su enfoque dependiente de los datos. Insiste en que continuará analizando toda la información relevante y, con ello, sigue sin dar una dirección para la política monetaria. Reitera que deja la abierta la puerta a una nueva subida de tipos, si lo viese necesario (aunque el *dot plot* apunta a que los consejeros opinan que podría recortar tipos en -75 p.b. en 2024 y otros -125 p.b. en 2025). Afirma que la actividad económica se modera tras la fortaleza del tercer trimestre. Asimismo, que la inflación se ha reducido, pero la sigue considerando elevada. Ajusta sus previsiones económicas, para 2024-2026 apenas las cambia en crecimiento de PIB y Tasa de Paro pero las rebaja ligeramente para los precios (PCE y PCE subyacente). Mantiene el ritmo de reducción del balance en -95.000M\$/mes (-60.000M\$ bonos del Tesoro y -35.000M\$ en Agencias/MBS/titulizaciones hipotecarias). Comportamiento alcista de los mercados durante la rueda de prensa de Powell. **OPINIÓN:** Se cumple lo esperado, termina el ciclo de subidas de tipos y , aunque Powell evita lanzar las campanas al vuelo y recuerda los riesgos latentes, el mercado celebra ver un *dot plot* mucho más *dovish* que lo que sugiere el mensaje de Powell. Nuestro escenario central es cauteloso, esperamos que la Fed recorte -25 p.b. a finales de 2024 más otros 150p.b. durante 2025.

Todas nuestras notas macro disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=ASES&subs=IMAS>

## COMPAÑÍAS EUROPEAS. – SECTOR ELÉCTRICO

Aránzazu Bueno

**La UE acuerda reformar el mercado eléctrico para favorecer precios estables, impulsar las renovables y reducir la dependencia de Rusia.**

El Parlamento Europeo, el Consejo de la UE y la Comisión Europea han alcanzado un acuerdo provisional para reformar el mercado eléctrico. Entre las medidas se incluye dar a los estados miembros la posibilidad de apoyar exclusivamente la compra de nueva generación de energía renovable cuando las condiciones lo permitan a través de los acuerdos de compra de energía y se establecen los criterios para declarar una crisis relacionada con los altos precios. También se contempla la posibilidad de reducir los precios de electricidad para clientes vulnerables y desfavorecidos.

### Opinión de Bankinter

**Los objetivos de la reforma del mercado son:** (1) Proteger a los consumidores de la volatilidad de precios, amortiguando la volatilidad de los combustibles fósiles; (2) Abaratar el precio de la energía y que los consumidores se beneficien de los bajos costes de las renovables, (3) Dar certidumbre y más visibilidad a generadores y consumidores y (4) Acelerar la transición energética, incentivando renovables y reduciendo la dependencia del gas. **Se trata más bien de una evolución del actual sistema de mercado que un cambio profundo**, ya que se mantiene el sistema de precios marginalista en el mercado intradía, de forma que la tecnología más cara, generalmente el gas, fija el precio del resto de formas de generación. Pero promueve que se reduzca la exposición a ese mercado volátil **incentivando el desarrollo de los mercados a plazo**, como son los contratos por diferencias bilaterales (CfDs) apoyados por el Estado y los acuerdos de compraventa de energía (PPAs) en el ámbito privado. La reforma debe ser ahora validado por el Consejo y el pleno de la Eurocámara.

**INDITEX** (Comprar; Pº Objetivo: 43€; Cierre: 38,21€, Var. día: -0,23%; YTD: +53,8%).

Elena Fernández-Trapiella

**Resultados 3T 2023: Crecimiento y márgenes elevados sostenibles en un entorno difícil. Valoración razonable y sólida generación de caja.**

Los ingresos se moderan algo más de lo esperado en 3T 2023, afectados por un clima adverso, pero los márgenes alcanzan máximos históricos para un 3T. **Ventas +6,3%** vs +14% en las 6 primeras semanas del 4T y +13,5% en 2T y +12,9% en 1T. **Buen arranque del 4T: Ventas 1 Nov./11 Dic. +14%. Los márgenes mejoran más de lo esperado, en nuevos máximos históricos.** Margen Bruto +160 pb (61,7%) y Margen EBIT +190 pb (23,1%). **Eleva guías de M. Bruto 2023: +75 pb superior al de 2022 vs estable previamente.** A pesar de la desaceleración prevista para próximos trimestres, el buen control de costes y la defensa de precios soportan los márgenes. Presente en 213 mercados y baja cuota en un sector muy fragmentado, **el potencial de crecimiento orgánico es superior a la media.** La flexibilidad del modelo de negocio y el aprovisionamiento en proximidad, permiten una rápida adaptación de las colecciones a la demanda. El nuevo plan de inversiones (1.600 M€/año) eleva el potencial de crecimiento anual hasta +4%/+6%, sumado a un incremento de espacio de +1%/+2% (+3% en 2023). **La generación de Cash Flow libre se mantendrá sólida y una fuerte posición de caja neta (11.500M€),** permitirá una continua **mejora del dividendo** (rentabilidad dvd 3,7%). **Confirmamos recomendación de Comprar y elevamos Precio Objetivo hasta 43€ desde 39€.** Los múltiplos resultantes (PER 24 22,4x; EV/EBITDA 11,6x) son razonables para un valor con crecimiento y márgenes elevados sostenibles. [Link al Informe](#)

## COMPAÑÍAS AMERICANAS Y DE OTROS MERCADOS. –

S&amp;P 500 por sectores.-

Los mejores: *Utilities* (+3,7%), Inmobiliario (+3,6%), Salud (+1,8%)Los peores: *Telecos* (+0,7%), Tecnología (+0,9%), Industriales (+1,1%)

Entre las compañías que MEJOR EVOLUCIÓN ofrecieron ayer destacan: (i) VERTEX PHARMACEUTICALS (405,07\$; +13,2%) después de anunciar resultados positivos de un estudio de un fármaco no opioide para tratar enfermedades neuropáticas relacionadas a la diabetes. (ii) ZIONS BANCORP (41,82\$; +9,7%), KEYCORP (13,96\$; +7,2%) y COMERICA (53,05\$; +7,2%) destacan tras el repunte de todo la banca regional americana (KBW Bank Index +3,3%) impulsada por una Fed más *dovish* en su reunión de ayer. (iii) ALBEMARLE (140,06\$; +9,5%) tras una reconocida casa de análisis revisar al alza su recomendación de la compañía.

Entre los valores que PEOR EVOLUCIÓN ofrecieron ayer se encuentran: (i) PFIZER (26,66\$; -6,7%) después de la compañía publicar un *profit warning* y revisar las guías para 2024 a la baja (comentario completo abajo). (ii) LINDE (408,74\$; -4,2%) corrige tras la sobrerreacción del martes, después de una reconocida casa de análisis revisar al alza su recomendación de la compañía. (iii) SOUTHWEST AIRLINES (29,15\$; +3,8%) después de que la revisión al alza de su guía de ingresos asiento-milla disponible para el 4T haya decepcionado al mercado. El nuevo *guidance* refleja solamente una pérdida ligeramente menor de lo esperado anteriormente y muestra las dificultades en competir contra compañías *low-cost*.

PFIZER: (Cierre: 26,66\$, Var. Día: -6,72%; Var. Año: -48,0%). *Profit warning*, recorta las guías 2024. Prevé alcanzar unas ventas en 2024 de 58.500/61.500M\$ vs los 63.170M\$ esperados por el consenso y un BPA de 2,05/2,25\$, cifra inferior a la guía anterior de 2,45/2,65\$ y al consenso de 3,16\$. [Link al comunicado](#). El motivo de este ajuste de expectativas es una previsión inferior a lo esperado en ventas de vacunas anti-COVID. **OPINIÓN:** Noticia negativa que hizo caer al valor ayer al mínimo de los últimos 10 años.

### INFORMACIÓN IMPORTANTE. -

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.
- 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://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS. -

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías.](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS

Ramón Forcada – Director

Eduardo Cabero – Seguros & Medios de Pago

Aránzazu Cortina – Industriales

Juan Tuesta – Construcción, Defensa & Tecnología

Pedro Ribeiro – Químicas & Papel

Rafael Alonso – Bancos

Aránzazu Bueno – Eléctricas

Esther Gutiérrez de la Torre – Autos

Elena Fernández-Trapiella – Consumo/Lujo & Telecoms.

Carlos Pellicer – Alimentación & Distribución

Pedro Echeguren – Farma & Salud

Pilar Aranda – Petróleo & Aerolíneas

Juan Moreno – Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles

Jorge Pradilla – Logística & Ciberseguridad

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Bankinter Roboadvisor