

Informe Diario: bolsas, bonos y divisas

Ayer: "Nuevas declaraciones *hawkish* pesan sobre las bolsas."

Con EE.UU. cerrado por el festivo de Martin L. King, las bolsas europeas cayeron ligeramente y las rentabilidades de los bonos subieron (Bund +5 p.b. hasta 2,23%). Holzmann (BCE) advirtió que el BCE podría no bajar tipos en 2024 ante el incremento de tensión geopolítica en el Mar Rojo y sus potenciales consecuencias inflacionistas. Nagel (BCE) retrasó el momento idóneo para empezar a plantear un recorte hasta después del verano.

Con ello, el mercado no prestó atención a una macro europea de nuevo débil. El PIB alemán retrocedió -0,3% (a/a) en 2023 (vs. +1,8% ant). La noticia positiva fue la revisión al alza del 3T (hasta 0% t/t desde -0,1%) porque salvó a Alemania de entrar en recesión técnica tras la caída de -0,3% en el 4T. Además, la Producción Industrial en la UEM también defraudó estimaciones (-6,8% a/a vs -6,0% est y -6,6% ant).

En resumen, el mercado cuestiona el *timing* de las bajadas de tipos y los activos de riesgo sufren. Nuestro escenario siempre ha sido más cauto. No estimamos recortes hasta el segundo semestre ni para el BCE ni para la Fed.

Evolución de Mercado

1.- BOLSAS		Var.%	Último	2024	Var.%	Último	2024			
Ibex-35	España	-0,2%	10.077	-0,2%	Nasdaq 100 USA	-	Cerrado +0,0%			
PSI-20	Portugal	-0,5%	6.503	+1,7%	Bovespa	Brasil	+0,4% 131.521 -2,0%			
EuroStoxx-50 UEM		-0,6%	4.455	-1,5%	MEX IPC	México	-0,2% 55.501 -3,3%			
FTSE100	UK	-0,4%	7.595	-1,8%	Nikkei 225	Japón	-0,8% 35.619 +6,4%			
CAC40	Francia	-0,7%	7.412	-1,7%	CSI300	China	+0,2% 3.288 -4,2%			
MIB 30	Italia	-0,5%	30.328	-0,1%	Hang Seng	HK	-2,1% 15.880 -6,9%			
DAX	Alemania	-0,5%	16.622	-0,8%	Kospi	Corea	-1,1% 2.498 -5,9%			
S&P 500	USA	-	Cerrado	+0,3%	Sensex	India	-0,1% 73.251 +1,4%			
2.- BONOS 10A (TIR)		15-ene.	12-ene.	29-12-23	3.- DIVISAS		15-ene.	12-ene.	29-12-23	
Bund		2,23%	2,18%	2,02%	USD	Dólar	1,095	1,095	1,104	
Bono español 10A		3,15%	3,09%	2,98%	JPY	Yen	159,6	158,7	155,7	
Bono italiano 10A		3,80%	3,73%	3,69%	GBP	Libra	0,860	0,859	0,867	
Bono portugués 10A		2,80%	2,75%	2,63%	CHF	Fr. Suizo	0,937	0,934	0,929	
T-Note		3,94%	3,94%	3,88%	CNH/\$ (yuan offshore)		7,185	7,189	7,126	
Bono japonés 10A		0,56%	0,59%	0,61%	CNY/\$ (yuan onshore)		7,172	7,168	7,100	
Euribor 3m		3,928%	3,932%	3,909%	Euribor 12m		3,570%	3,636%	3,513%	
4.- MAT. PRIMAS		Var.%	15-ene.	12-ene.	29-12-23	6.- CRIPTOMONEDAS		Var.%	15-ene.	29-12-23
Fut. Brent (Petróleo UE)		-0,2%	78,2	77,0	Oro		+0,4%	2.057	2.063	
Fut. WTI (Petróleo US)		-	Cerrado	71,7	Plata		+0,1%	23,2	23,8	
5.- VOLATILIDAD		15-ene.	12-ene.	29-12-23						
VIX (del S&P500)		13,3	12,7	12,5	BTC/\$	Bitcoin	-1,7%	42.687	41.935	
V2X (del EuroStoxx-50)		14,1	13,4	13,6	ETH/\$	Ethereum	-0,1%	2.521	2.286	

Fuente: Elaboración Bankinter en base a datos públicos

Hoy: "Sin catalizadores, las bolsas gotearán."

La atención gira hacia los *caucus*/primarias americanas. Ayer Trump se impuso rotundamente en Iowa (51% vs 21% DeSantis vs 19% Haley) y eso no anima al mercado. Ya en nuestra Estrategia 2024 indicábamos que las elecciones americanas (5 Nov.) son el principal riesgo este año. Además, el flujo de noticias más convencional tampoco ayudará hoy. Los resultados 4T'23 de los bancos americanos serán malos. La excepción puede ser Morgan Stanley (13:30h), que publica hoy junto a Goldman Sachs (13:30h) y PNC (12:30h).

A las 11h saldrá el Sentimiento Económico ZEW alemán, que podría moderarse (11,7 vs 12,8) tras haber mejorado en Dic. Nada preocupante. De hecho, en este contexto son mejor recibidos los datos débiles porque espolean las expectativas de recortes de tipos. Insistimos en que éstas llegarán más tarde y serán menos profundas de lo que el mercado descuenta. Este podría ser hoy el enfoque de Bailey (BoE; 16:00h) y Waller (Fed; 17:00h). Los comentarios *dovish* (suaves) de este último a finales de noviembre apoyaron el rally de final de año. Se mostró entonces a favor de bajar tipos si el IPC seguía cayendo, pero los últimos datos indican lo contrario: el IPC americano repuntó en Dic. hasta +3,4% desde +3,1%.

En definitiva, anticipamos una sesión de goteo a la baja en bolsas. Sin catalizadores las bolsas no pueden avanzar.

Las claves

LO MÁS IMPORTANTE DE HOY

Día/hora	País	Indicador	Mes	Tasa	Esperado	Previo
11:00	ALE	Sentimiento Económico ZEW	Enero	Índice	11,7	12,8
14:30	EEUU	Actividad NY <i>Empire Manufact.</i>	Enero	Índice	-5,0	-14,5

Resultados: Morgan Stanley, Goldman Sachs, PNC Financial

LO MÁS IMPORTANTE DEL RESTO DE LA SEMANA

X;03:00	CH	PIB	4T	a/a	+5,3%	+4,9%
X;08:00	GB	IPC	Dic.	a/a	+3,8%	+3,9%
X;14:30	EEUU	Ventas Minoristas	Dic.	m/m	+0,4%	+0,3%
X;15:15	EEUU	Producción Industrial	Dic.	m/m	+0,0%	+0,2%
X;20:00	EEUU	<i>Beige Book</i> (Fed)				
Resultados: Prologis, Charles Schwab, US Bancorp.						
Resultados: TSMC, Richemont (Ventas 3T24)						
V;00:30	JAP	IPC (Subyac. +3,7% vs +3,8%)	Dic.	a/a	+2,5%	+2,8%
V;16:00	EEUU	Conf. Consumidor Univ. Mich.	Enero	Índice	70,0	69,7
V;16:00	EEUU	Venta Viviendas 2ª mano	Dic.	'000	3,83M	3,82M

ENTORNO ECONÓMICO. –

ALEMANIA (08.00h): IPC Final (diciembre): +3,7% a/a vs +3,7% preliminar vs +3,2% anterior.- En el mes, +0,1% vs +0,1% preliminar vs -0,4% anterior. **OPINIÓN:** Se confirma el repunte de inflación en el mes de diciembre, que se debió fundamentalmente a efectos base, por la desaparición de ayudas públicas para rebajar la factura de la electricidad que aplicó el Gobierno alemán a finales de 2022.

R. UNIDO (08.00h): Datos de empleo (diciembre): Tasa de Paro (Claimant Count Rate): 4% vs 4,0% anterior.- Crecimiento de salarios semanales (3M): +6,5% a/a vs +6,8% esperado vs +7,2% anterior. Excluyendo bonus: +6,6% a/a vs +6,6% esperado vs +7,2% anterior. **OPINIÓN:** Los salarios se moderan en todas las áreas de actividad con la excepción del sector de hostelería (+6,5% vs +6,4% anterior) en un entorno de desaceleración económica y moderación de los precios (+3,9% en noviembre vs +10,1% en enero).

JAPÓN (00.50h): Precios Industriales (diciembre): +0,0% a/a vs -0,3% esperado y +0,3% anterior.- En el mes, +0,3% vs +0,0% esperado y +0,3% anterior (revisado desde +0,2%). **OPINIÓN:** A pesar de un dato mayor a lo esperado, los precios industriales registran el menor crecimiento anual de los últimos 3 años y muestran una desaceleración por 12 mes consecutivo. La debilidad del yen contribuye a moderar los precios de importación. El también se espera que viernes el IPC muestre una moderación hasta +2,5% desde +2,8% en diciembre.

ALEMANIA (ayer): La economía retrocedió en 2023.- El dato preliminar indica que el PIB se moderó -0,3% a/a vs -0,3% estimado y +1,8% anterior, mientras que el 4T 2023 mostró una economía retrocediendo -0,3% t/t. La revisión al alza del 3T hasta +0,0% t/t desde -0,1% salvó a Alemania de entrar en recesión técnica. En cuanto al déficit se situó en -2,0% sobre PIB vs -2,2% estimado y -2,5% anterior. **OPINIÓN:** Los datos siguen mostrando la debilidad de la economía alemana fruto de las presiones inflacionistas (especialmente la energía), el endurecimiento de los costes de financiación y la debilidad de la demanda (Consumo -0,8% a/a; Inversión Empresarial -0,3%; Importaciones -3,0%; Exportaciones -1,8%) tanto doméstica como extranjera. Este registro coincide con nuestra estimación y la del BCE de una economía alemana/europea especialmente débil en el segundo semestre de 2023, que irá cogiendo tracción poco a poco. Sin embargo, el aumento del descontento con el gobierno de coalición actual supone otro factor a observar este año. La parte positiva viene por el lado de la fortaleza del mercado laboral, con un crecimiento del empleo de +0,7% a/a (+333K). En este contexto el mercado descuenta la primera bajada de tipos en marzo 2024, mientras que nosotros estimamos que tendrá lugar en octubre de este año.

UEM (ayer): (i) La Producción Industrial cayó con más fuerza de lo previsto en noviembre: -6,8% a/a vs -6,0% estimado y -6,6% anterior.- En términos intermensuales (m/m); -0,3% vs -0,3% est. y -0,7% ant. **(ii) El superávit de la Balanza Comercial aumentó en noviembre:** 14.800M€ vs 11.100M€ ant. (revisado desde 10.900M€). Exportaciones: -5,2% a/a vs -5,6% ant. Importaciones: -16,4% vs -19,3% ant. **OPINIÓN:** El indicador de actividad industrial alcanzó el peor ritmo de caída desde junio 2020 (-10,9%) y encadenó nueve meses consecutivos en terreno negativo. Por componentes, destacó especialmente la fuerte moderación de los Bienes de Capital (-10,3% a/a) y los Bienes Duraderos (-8,0%) frente al repunte de la Energía (+0,8%). Por otro lado, el superávit de la balanza comercial aumentó ante una mayor caída de las Importaciones que las Exportaciones. Datos en línea con el estimado debilitamiento de la economía europea en el 4T 2023, fruto de las presiones inflacionistas y el endurecimiento de las condiciones de financiación.

UEM/BCE (ayer): Nagel (Alemania) y Holzmann (Austria), miembros del BCE, retrasan las expectativas de bajadas de tipos.- Nagel aboga por esperar a la vuelta del verano para comprobar si es el momento idóneo para comenzar con los recortes de tipos, mientras que Holzmann aplaza este movimiento hasta el año que viene, ya que espera un aumento de las presiones inflacionistas a raíz del conflicto en el Mar Rojo. La visión de ambos consejeros se sitúa más en línea con nuestro escenario central (inicio de bajadas de tipos en octubre 2024) que con lo que descuenta el mercado actualmente (abril 2024). En paralelo, **Villeroy** (BCE; Gob. Banco de Francia) ha dicho en Davos que el próximo movimiento será de bajada y probablemente este año, pero rechazando precisar más cuándo.

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

COMPAÑÍAS EUROPEAS. -

AENA / SECTOR AÉREO

Juan Moreno / Pilar Aranda

Récord de pasajeros en 2023 (+2,9% vs 2019).

Los aeropuertos de Aena registran 20,2M de pasajeros en diciembre, que supone un +10,6% con respecto a diciembre de 2019 (previo al virus) y +12,8% vs 2022. Cierran por tanto un 2023 de récord, acumulando un incremento de +2,9% vs 2019, último máximo histórico.

Opinión de Bankinter

Buenas noticias para el sector. El tráfico de pasajeros alcanza un nuevo récord en 2023, y estimamos que siga creciendo ligeramente por encima del PIB en 2024 (c.+2%). Si bien, **la cotización de Aena ya recoge estas buenas perspectivas**, tras haberse apreciado +40% en 2023, y no ofrece potencial de revalorización frente a nuestro precio objetivo (155,1€/acción). **Mantenemos recomendación de Vender.** Nuestra preferencia en el sector es **IAG (Comprar; Precio objetivo 2,2€/acción)**: (i) La recuperación de la demanda, unido al incremento de tarifas, impulsan los resultados. (ii) Es atractiva en términos de valoración. (iii) Presenta un balance saneado.

SECTOR CONSUMO/LUJO

Elena Fernández-Trapiella

Tendencias resultados 4T23: Desaceleración de las ventas y presión en márgenes. Mantenemos la cautela.

El jueves arranca la publicación de resultados 4T23 del sector con la publicación de las Ventas de Richemont (correspondientes a su 3T24, finalizado en diciembre). Los resultados en general reflejarán el mantenimiento de la tendencia de **desaceleración del crecimiento de ventas y riesgo de decepción en los márgenes**. A pesar de una comparativa favorable en China, afectada por confinamientos en diciembre 2022, anticipamos un mayor deterioro en EE.UU. y Europa. Las expectativas de márgenes, en máximos históricos, permanecen elevadas en un entorno de mayor ralentización de los ingresos que de los gastos operativos, especialmente costes de marketing y comunicación.

Detallamos en la tabla a continuación la fecha de publicación y las principales magnitudes esperadas frente a la media de los últimos 5 años (salvo la cifra de ventas, los datos referentes a beneficios se refieren al 2S23 puesto que las compañías del sector, en su mayoría, solo publican estados contables completos en 2T y 4T).

Aunque el sector ha corregido desde mediados de 2023, **la visibilidad es escasa en los próximos 2 trimestres al menos**. En 2023, el MSCI Europe Textiles Apparel & Luxury Goods Index cerró +8,34%, pero desde julio acumuló una caída de -13,5% y en 2024 retrocede -6,5%. Aunque los múltiplos de entrada no son exigentes (PER 2024 del MSCI Luxury Index de 23,2x vs 29,9x en los últimos 3 años y EV/EBITDA de 12,3x vs 14,1x), no vemos catalizadores para un cambio de tendencia a corto plazo y sí riesgo de rebaja de previsiones de beneficios para 2024. Las estimaciones del consenso de Bloomberg para el Índice, en nuestra opinión excesivamente optimistas, apuntan a una expansión del Margen Bruto de +312pb en 2024 hasta 66,2% y de +72pb en el Margen EBIT hasta 21,3% con un crecimiento de ventas de +6,5%. Dentro del sector, mantenemos la preferencia por valores focalizados en los segmentos más premium (Hermés, LVMH).

	Fecha	Trimestre	Ventas 4T23 M€	Var. %	Media 5A	M. EBIT 2S23 % s/ Ventas	Var. Pb	BPA 2S23 €/acción	Var. %	Media 5A	BPA 2023 €/acción	Var. %	Media 5A
Richemont	18-ene.	3T24	5.547	11,3%	15,2%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	31,2%	6,64	-3,9%	34,6%
LVMH	25-ene.	4T23	23.847	5,1%	13,6%	25,1%	-0,32	14,3	-4,7%	18,9%	31,39	11,7%	31,3%
Kering	8-feb.	4T23	4.922	-6,9%	9,0%	22,6%	-2,96	11,0	-18,7%	13,4%	25,66	-13,1%	18,2%
L'Oreal	8-feb.	4T23	10.910	5,7%	9,8%	19,0%	-2,1	5,4	11,5%	14,2%	12,14	11,2%	11,3%
Hermés	9-feb.	4T23	3.279	9,6%	15,0%	38,6%	-1,23	16,5	-1,4%	23,2%	38,29	16,2%	26,5%
EssilorLuxottica	14-feb.	4T23	6.282	2,9%	14,1%	16,1%	2,72	3,1	15,1%	44,8%	6,78	25,0%	87,8%
Media ¹				5,0%	12,5%	26,3%	-1,65		-3,3%	20,2%		4,4%	24,4%

¹Excluyendo EssilorLuxottica, cuyas medias históricas están distorsionadas por la fusión de Essilor y Luxottica y la adquisición de Grandvision.

BAYER (Vender; Precio Objetivo: 35,00€; Cierre: 33,55€, Var. Día: -2,04%; Var. año: -0,2%).

Pedro Echeguren

Los sindicatos se oponen a una posible segregación de Bayer

El sindicato IG BCE alerta de las consecuencias negativas para el empleo que supondría segregar de la Compañía por segmentos de negocio y el traslado de puestos de trabajo a otros países y, se posiciona en contra de esta posibilidad.

Opinión de Bankinter

Noticia negativa. La segregación de Bayer en filiales es una posibilidad real que permitiría desinvertir de los negocios más maduros y recortar el endeudamiento que se sitúa en 3,5x EBITDA. Tras anunciar su descontento con los últimos resultados, una de las tareas del nuevo CEO es definir la estrategia y estructura del grupo. Podría segregar y sacar a bolsa su división de consumo, como hicieron Johnson & Johnson, GSK y Pfizer en 2023. La oposición de un sindicato mayoritario es un escollo para esta posibilidad.

ENAGAS (Neutral; P. Objetivo:17,40€; Cierre 15,86€; Var. Día -0,19%; Var. Año: +3,87%)

Aránzazu Bueno

Emite 600M€ en bonos a 10 años.

Enagás ha colocado con éxito una emisión de bonos por importe de 600M€ con vencimiento en 2034 y un cupón anual de 3,625%. La demanda superó en cinco veces la cifra ofertada.

Opinión de Bankinter

La compañía no tiene vencimientos relevantes hasta final de año, pero ha aprovechado las mejoras de las condiciones de mercado para realizar esta emisión, extender la vida útil de su deuda y tener así cubiertos parte de los próximos vencimientos. La compañía cuenta con fuentes de financiación diversificadas. Un 68% en el mercado de capitales, un 9% en financiación institucional de largo plazo (BEI e ICO), un 14% en financiación bancaria y un 9% adicional en arrendamientos financieros.

MAPFRE (Comprar; P. Obj: 2,30€; Cierre: 2,02€, Var. día: +0,2%; Var. 2024 +4,0%).

Eduardo Cabero

Buena evolución de primas en 2023. Mantenemos en Comprar.

Cifras (vs estimación Bankinter): Primas No Vida 20.961M€ (+8,4%; vs 20.889M€ estimado) y Primas Vida 5.956M€ (+14,6%; vs 5.978M€ estimado).

Opinión de Bankinter

Mapfre cierra 2023 con un incremento de primas de +9,7% (26.917,2M€). **En línea con nuestras expectativas.** Este crecimiento en primas está impulsado por Iberia (+15,8%) y LatAm (+9,3%). **La clave de cara a los resultados (14 de febrero) estará en los márgenes**, principalmente en el ramo de automóviles. En este sentido, ya hemos visto lo peor. Si bien, nuestras estimaciones asumen la no consecución del objetivo de ratio combinado para el periodo 2023/2024 que la compañía publicó en febrero (96,2% BKTe vs 96% MAPe). Nuestra recomendación se apoya en los siguientes argumentos: (i) la diversificación del negocio (ramos y geografías) le aporta recurrencia en resultados, (ii) estimamos una mejora progresiva de márgenes (ratio combinado) acompañada por un incremento del resultado financiero, (iii) el nivel de Solvencia es cómodo, lo que le permite ofrecer una (iv) rentabilidad por dividendo atractivo (7,2% 2024e) en términos absolutos y relativos, la cual consideramos sostenible en el tiempo.

COMPAÑÍAS AMERICANAS Y DE OTROS MERCADOS. –

AYER fue festivo en el mercado americano (por el Día de Martin L. King)

HOY publican (compañías más relevantes; hora de publicación; BPA esperado): MORGAN STANLEY (13:30hh; 1,071\$); GOLDMAN SACHS GROUP (13:30hh; 4,135\$); PNC FINANCIAL SERVICES (12:30h; 2,570\$).

RESULTADOS 4T23 del S&P 500: Con 29 compañías publicadas el incremento medio del BPA es +1,1% vs +1,5% esperado (antes de la publicación de la primera compañía). El saldo cualitativo es el siguiente: baten expectativas el 89,7%, el 6,9% en línea y el restante 3,4% decepcionan. En el trimestre pasado (3T'23) el BPA fue +4,5% vs -1,2% esperado inicialmente.

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
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: 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