

# Estrategia 2024

DPTO. DE ANÁLISIS DE RENTA 4 BANCO



## Arrivals

Flight

Gate

ECONOMÍA

2024

LANDING

INFLACION

2025

DELAYED

TIPOS INTERES

2024

DELAYED

RIESGO GEOPOLITICO

2024

SCHEDULED

## **Política monetaria: tipos altos por más tiempo.**

- **Esperamos tipos en niveles restrictivos durante una larga temporada.** Los tipos de intervención habrían alcanzado su techo tras +525 pb de subida en EE.UU. y +450 pb en Eurozona, pero las **expectativas de bajadas del mercado** (en términos de momento de inicio y cuantía de las mismas) parecen **prematuras, al asumir que la inflación ya no es un problema.**
- **Los balances de los bancos centrales continuarán reduciéndose,** pero de forma **gradual** para controlar episodios de inestabilidad financiera. **Intervenciones “quirúrgicas”** en caso de necesidad.

**Inflación.** Ha tocado techo y **continuará moderándose, pero el 2% objetivo será complicado de alcanzar** y, en su caso, **estaría aún lejano** (2025 como pronto), con posibles **baches en el camino.** Especial vigilancia a los **precios de la energía** (riesgo geopolítico) **y salarios** (mercados laborales aún fuertes). **Presiones inflacionistas estructurales a medio plazo** (desglobalización, descarbonización, demografía).

**Crecimiento. Aterrizaje suave,** desaceleración vs 2023. Hacia un **crecimiento débil,** recogiendo el impacto total de las subidas de tipos y unas condiciones financieras más restrictivas que lastrarán inversión y consumo. Menor apoyo de políticas fiscales (elevado endeudamiento y con creciente coste, necesidad de controlar la inflación).

- **EE.UU.:** el consumo, determinante para el **aterrizaje suave.**
- **Europa: estancada.**
- **China:** el sector inmobiliario sigue siendo un lastre.

**Beneficios empresariales. Moderado crecimiento de BPAs** ante mayor debilidad de la demanda (deterioro del ciclo), menor poder de fijación de precios y mayores gastos financieros.

# Intensa y rápida subida de tipos de interés en 2022-2023



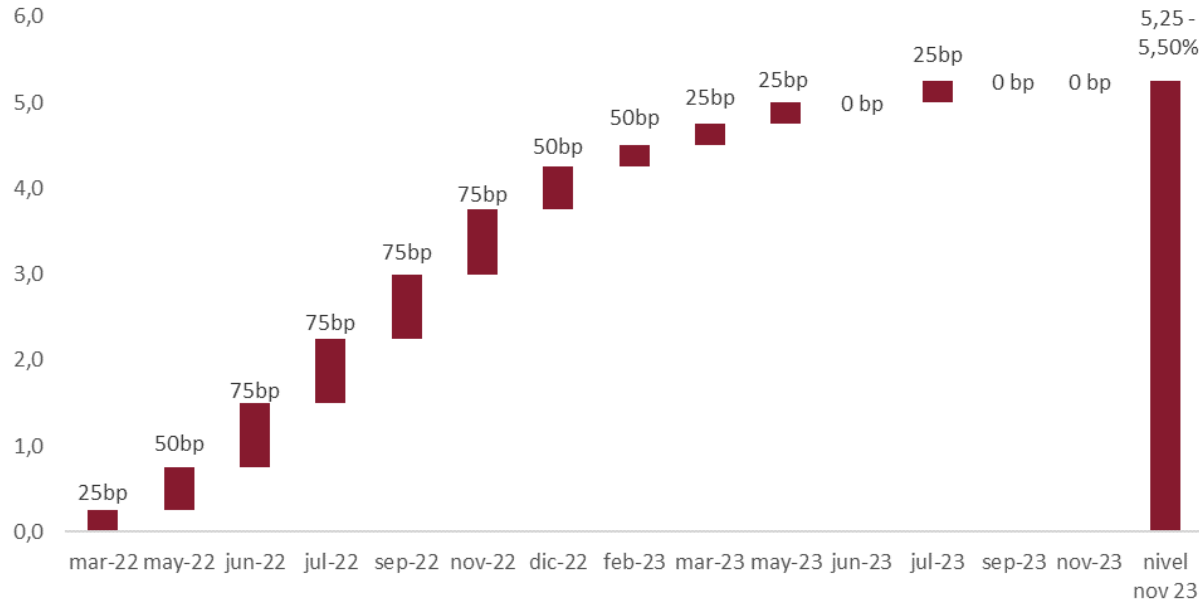
Fed +525 pb desde mar-22

BCE +450 pb desde jul-22



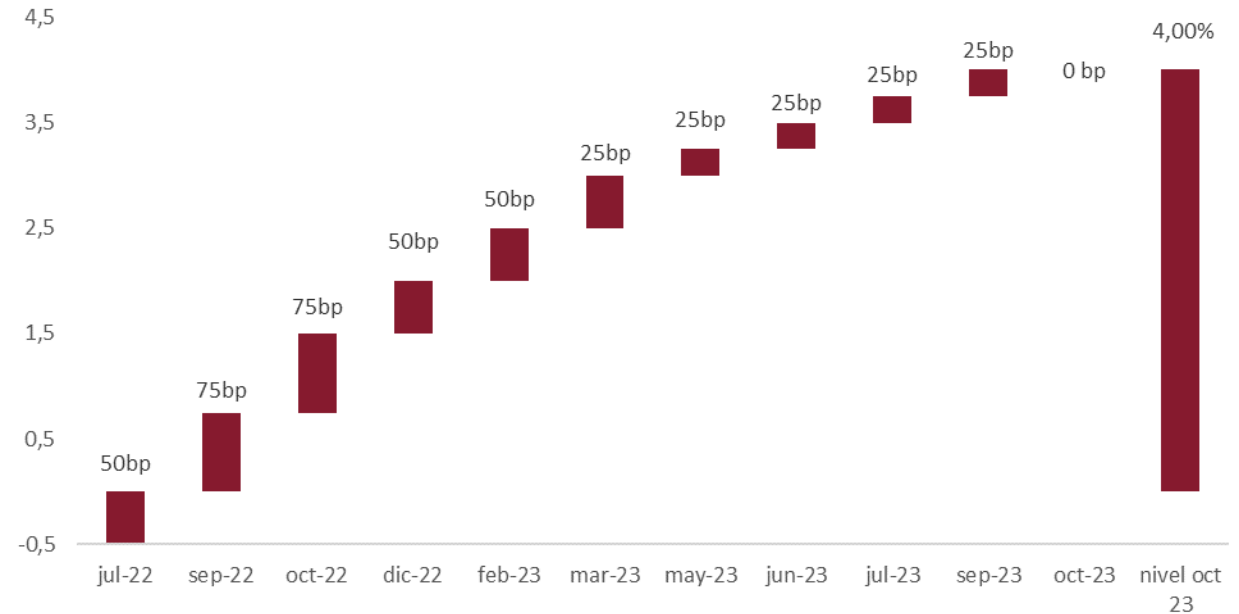
Prioridad absoluta: el control de la inflación.

### Subida de tipos de la FED



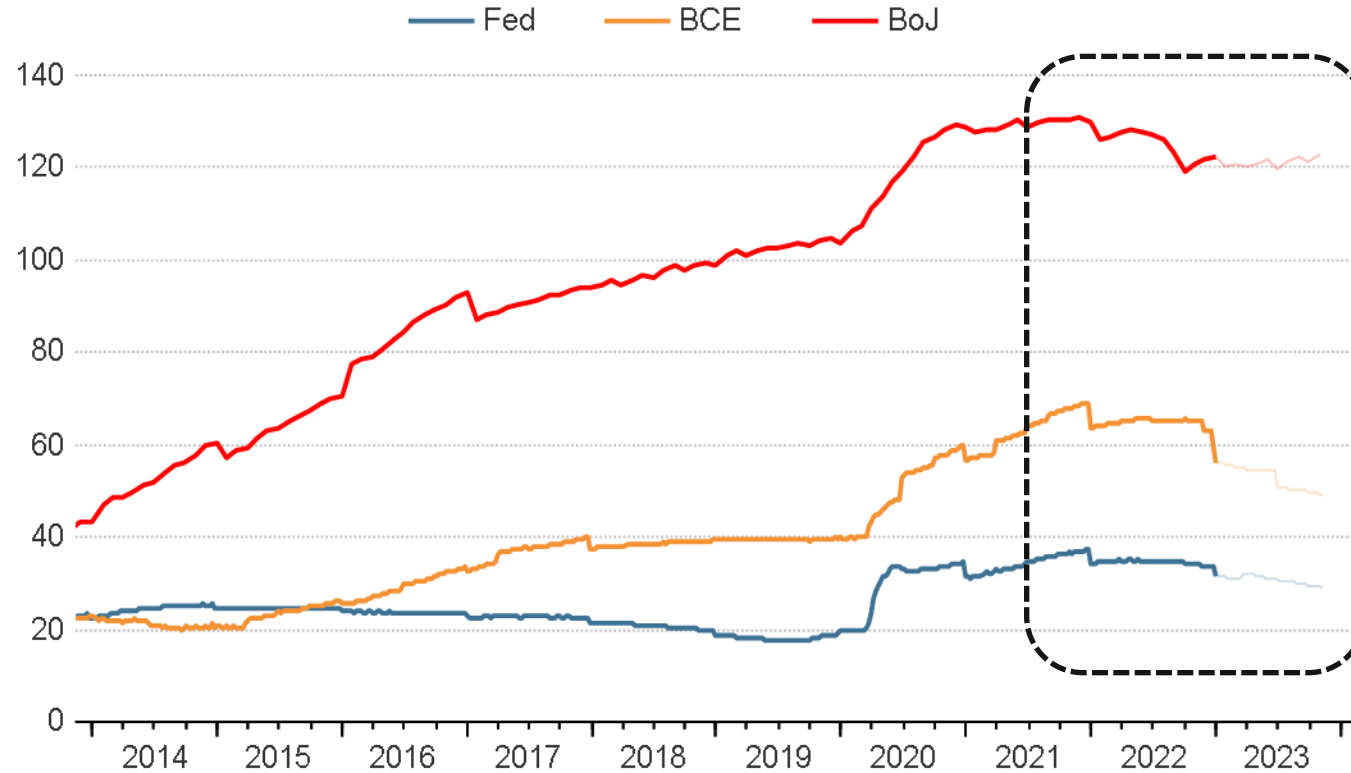
Fuente: FED y elaboración propia.

### Subida de tipos del BCE (tipo de depósito)



Fuente: BCE y elaboración propia.

## Balance Bancos Centrales como % PIB

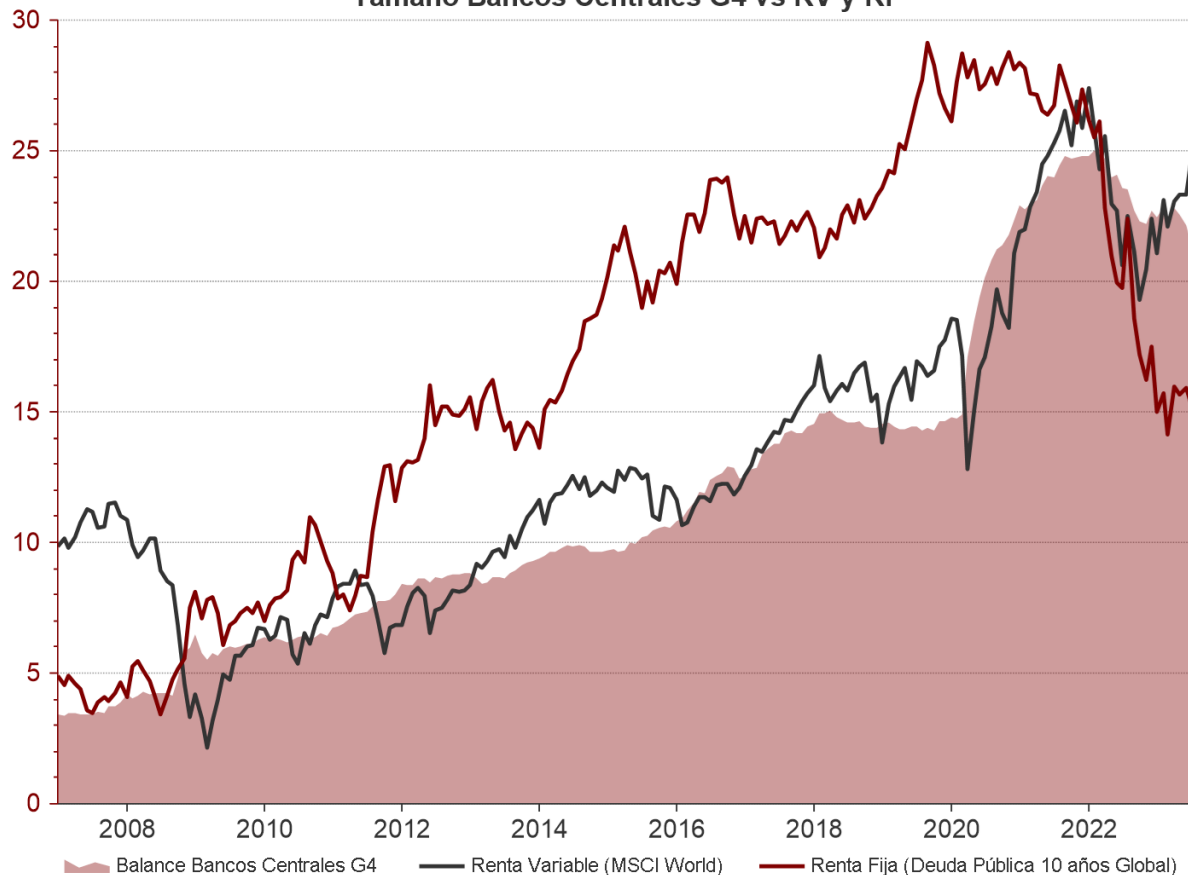


Fuente: LSEG Datastream

# 2023: año de subidas en renta variable, estabilización en renta fija



Tamaño Bancos Centrales G4 vs RV y RF



Fuente: LSEG Datastream

RENDA VARIABLE	2022	Variación 2023
IBEX 35	-6%	24%
EUROSTOXX 50	-12%	16%
DAX	-12%	18%
MSCI ITALY	-12%	26%
MSCI UK	3%	0%
SMI	-13%	7%
MSCI EUROPE	-12%	10%
S&P 500	-19%	19%
NASDAQ 100	-33%	45%
DOW JONES	-9%	9%
RUSSELL 2000	-22%	7%
NIKKEI 225	-9%	27%
HANG SENG	-15%	-16%
MSCI CHINA	-24%	-13%
MSCI ASIA PACIFIC	-19%	4%
MSCI EM LATIN AMERICA	0%	16%
MSCI WORLD	-19%	16%
MSCI ACWI	-20%	15%

RENDA FIJA	2022	Variación 2023
GOB. EURO 1-3 AÑOS	-5%	3%
GOB. GLOBAL (EHDG)	-15%	1%
CORP. GLOBAL (EHDG)	-16%	3%
US AGGREGATE	-13%	2%
GOB. EMERG. USD (EHDG)	-21%	4%
GOB. EMERG. LC	-5%	7%
US HIGH YIELD	-11%	10%
EUROPEAN HIGH YIELD	-11%	10%
GOB. ALE 10 Y	-22%	0%
GOB. ESP 10 Y	-23%	3%
GOB. ESP 2 Y	-5%	3%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 04/12/2023

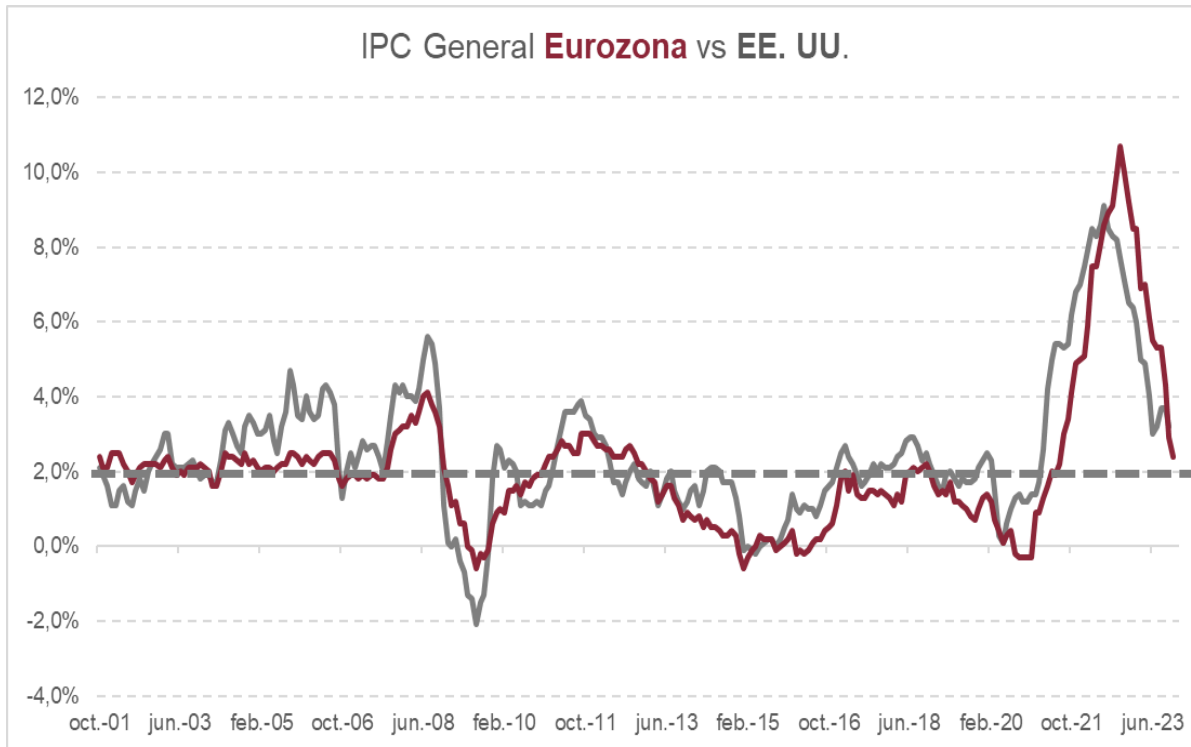
# Inflación se relaja (moderación cíclica), pero aún lejos del 2% objetivo



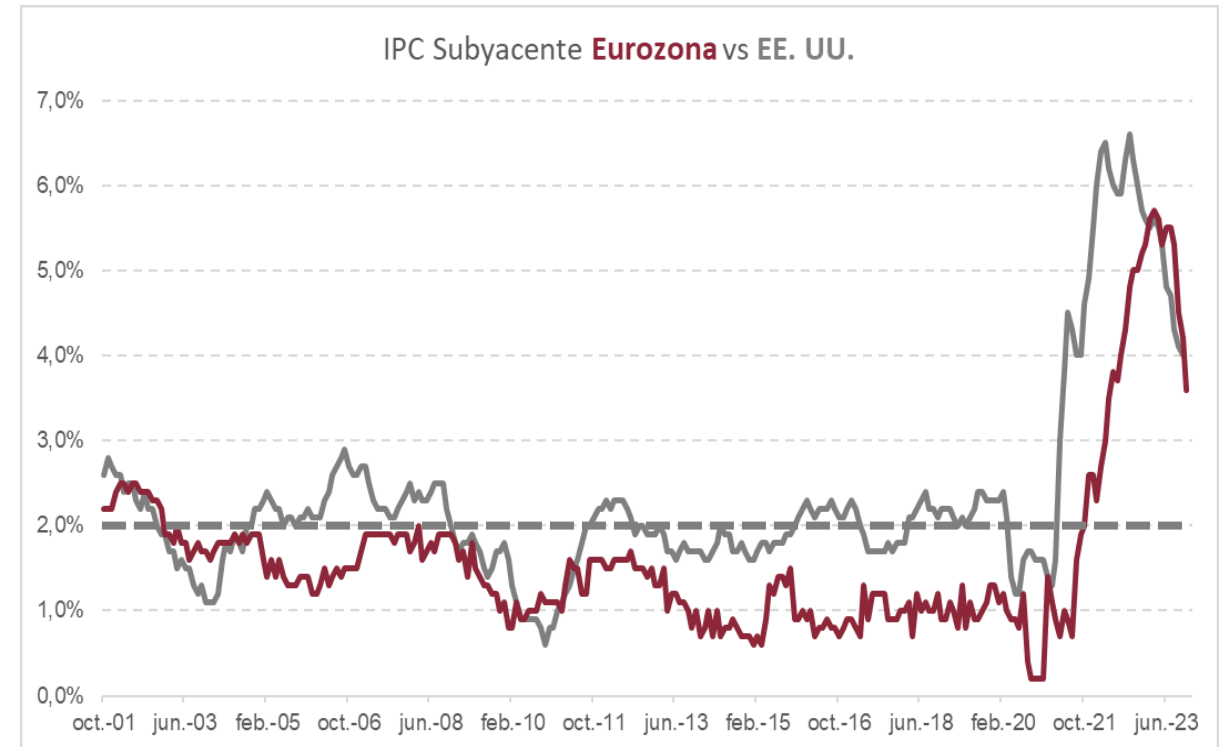
La inflación se modera de forma notable (desaceleración del ciclo, componente energético, restricción monetaria).

Sin embargo, el IPC subyacente sigue duplicando el objetivo de inflación del 2% y el camino desinflacionista tendrá baches.

Principales focos de presión inflacionista: vivienda (EE.UU.) y servicios (Eurozona).

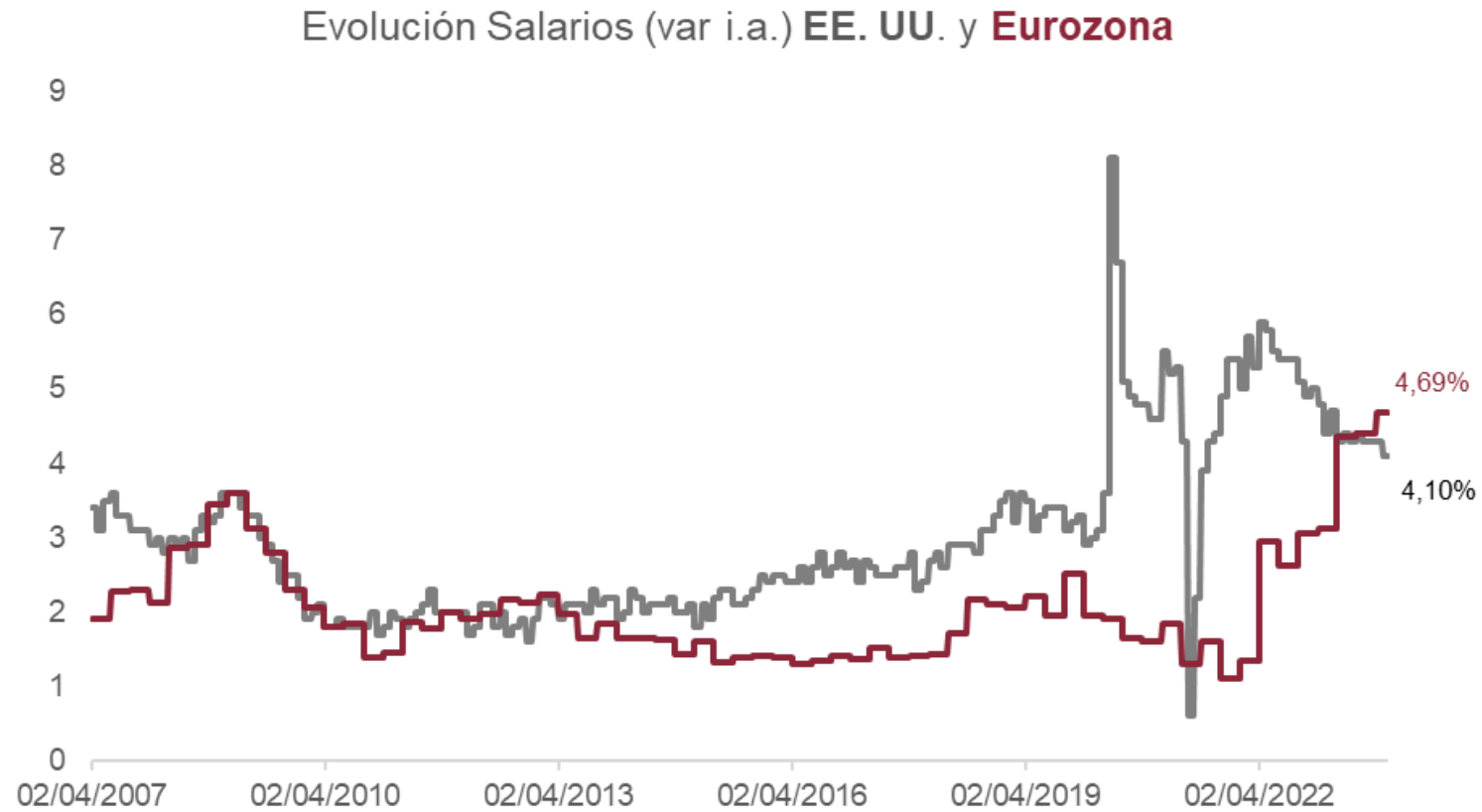


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

# Y con riesgos al alza: vigilar la evolución de los salarios...



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Al inicio del conflicto Israel-Hamás, el crudo superó 95 \$/b por temores a interrupciones en oferta:

- **Irán, 5% de la producción global de crudo.** Riesgo: represalias contra Teherán, problemas en **Estrecho de Ormuz** (~20% del comercio global de crudo, y 18% del GNL).
- Golpe al acuerdo entre Israel y **Arabia Saudita (13% de la producción global)** mediado por EEUU. Riesgo: retraso de vuelta al mercado del crudo saudí (2024e).



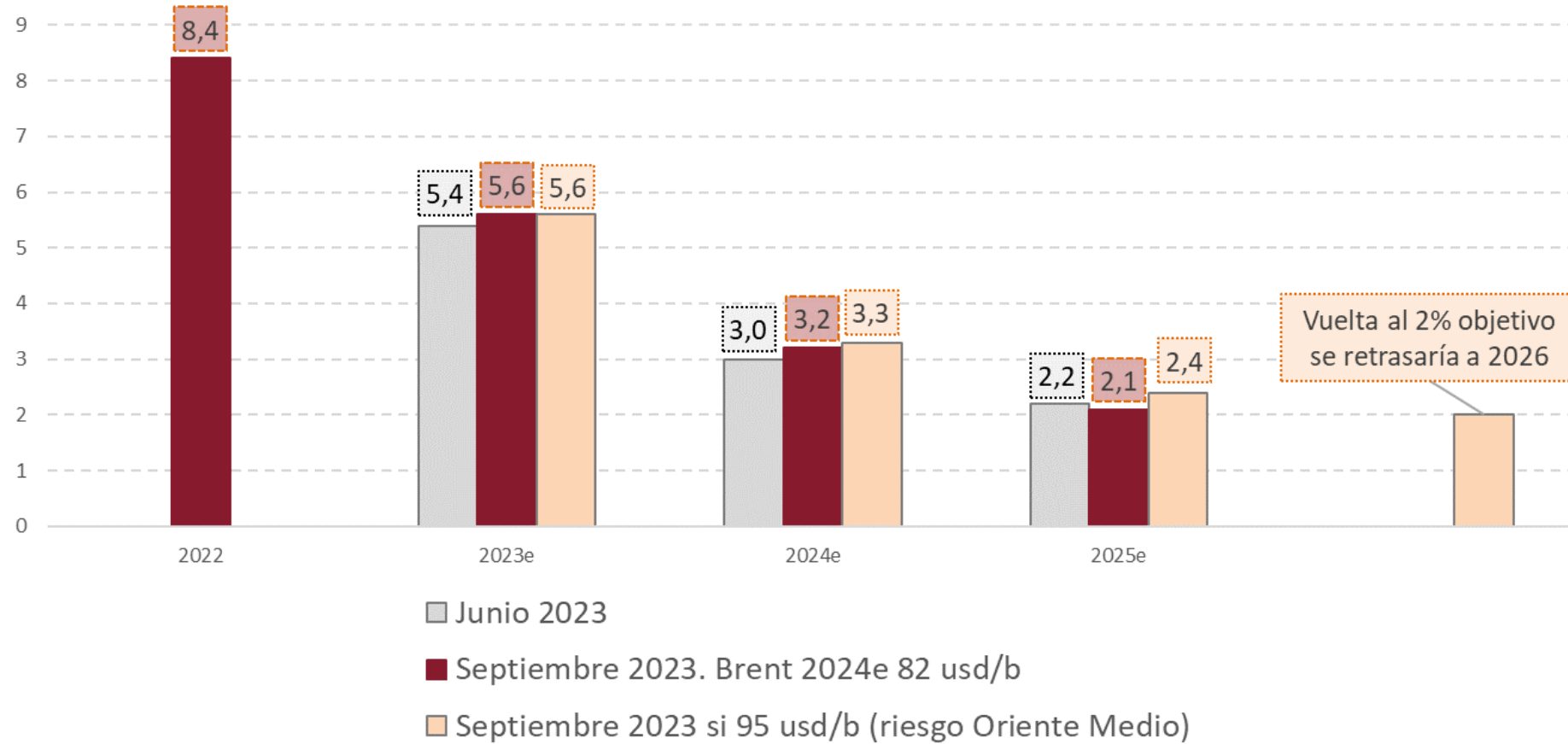
Fuente: Bloomberg y elaboración propia



# ...que podría dificultar alcanzar el objetivo de inflación en 2025



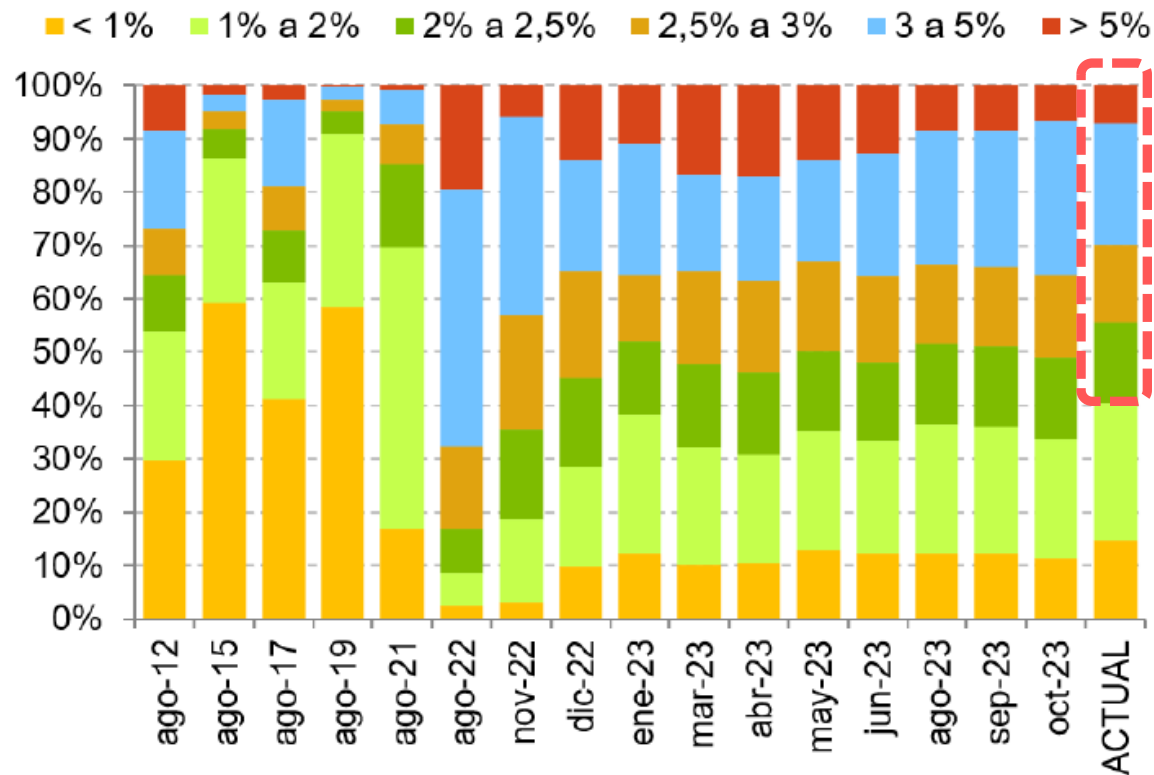
### Previsiones de Inflación del Área Euro (BCE)



Fuente: BCE y elaboración propia



Probabilidad descontada por el mercado para escenarios de IPCA zona euro en 5 años



Elevadas probabilidades (60%) de que la inflación se mantenga por encima del 2% a 5 años vista.

Factores estructuralmente inflacionistas a medio y largo plazo:

- **Desglobalización** (mayores costes de producción).
- **Descarbonización** (transición energética).
- **Demografía China** (no crecimiento de población).
- **Poder de negociación salarial** (sólidos mercados laborales).
- **Impuestos.**

Fuente: AFI, Bloomberg

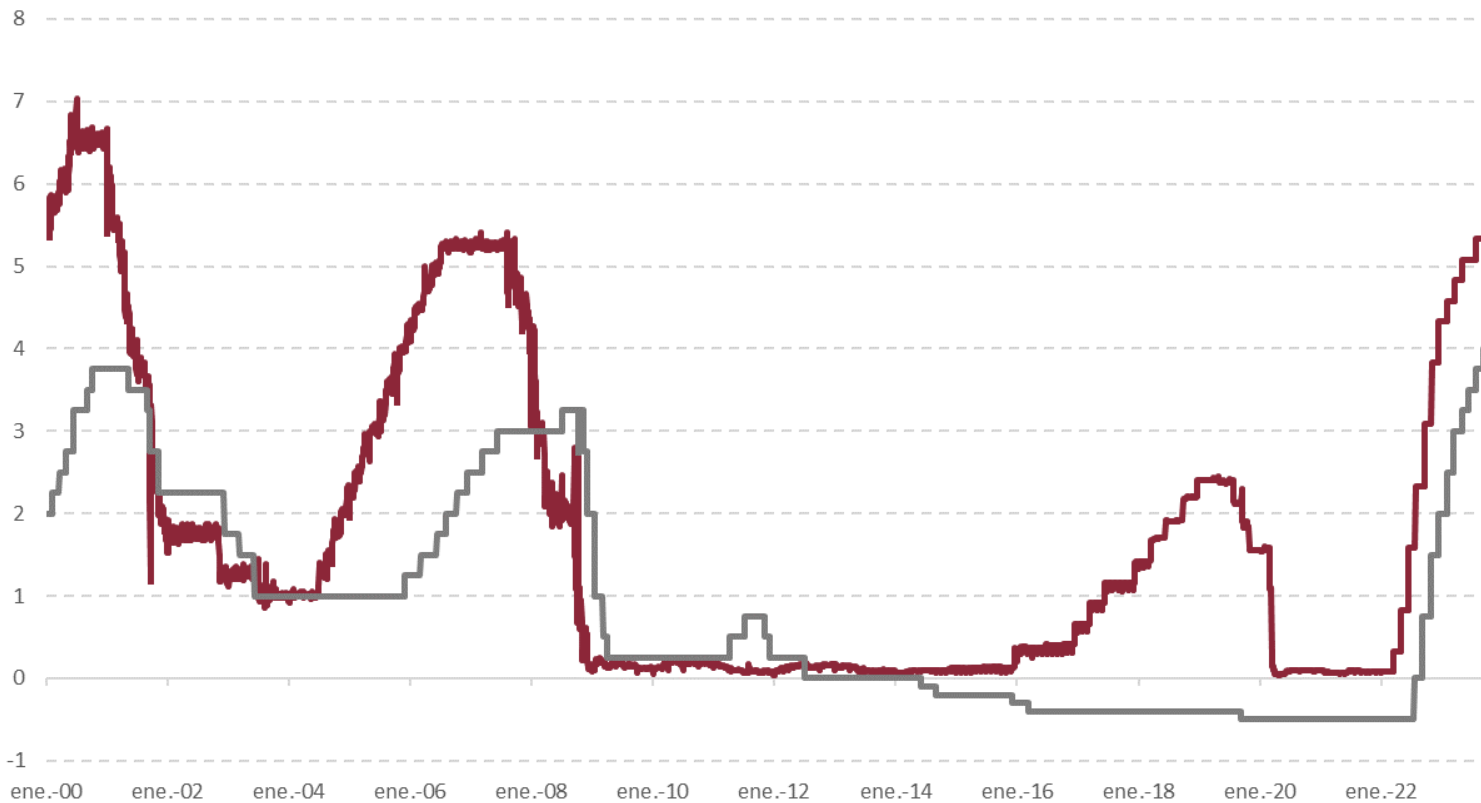
# En este entorno, tipos altos por más tiempo...



La subida de tipos ha sido especialmente rápida e intensa.

Consideramos que los **tipos de intervención** habrían alcanzado su **techo (data-dependiente)**.

### Tipos de intervención **EEUU** y **Eurozona** (%)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

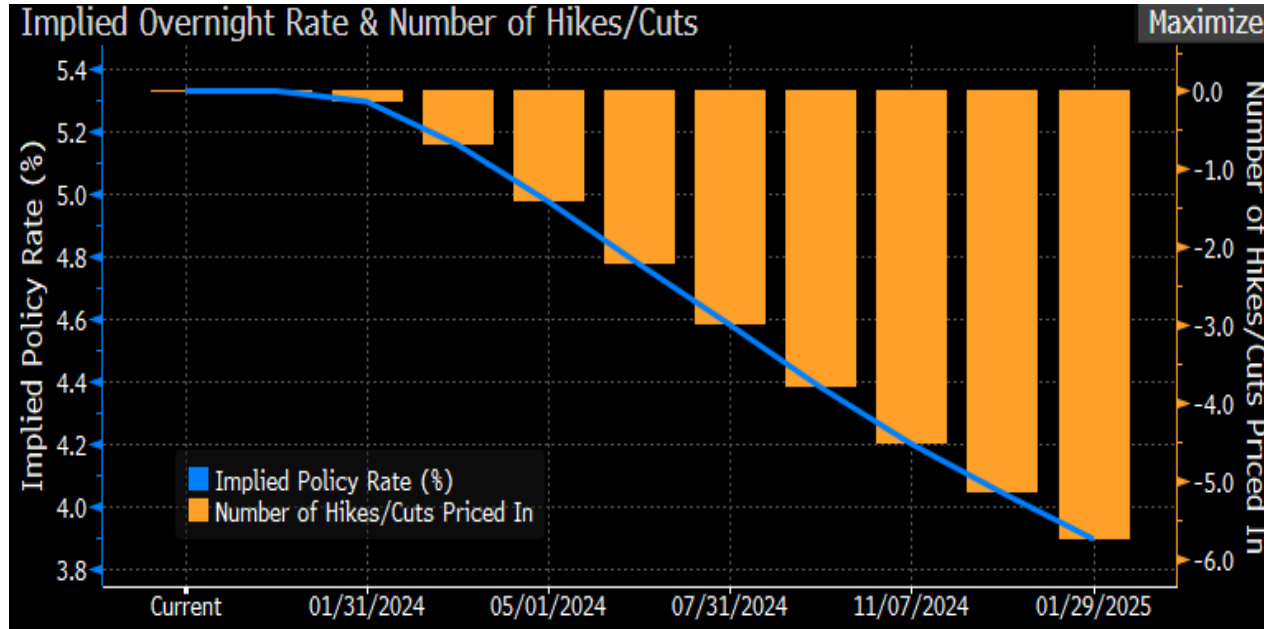
CALENDARIO REUNIONES BANCOS CENTRALES			
	BCE	FED	BoE
<b>2023</b>	14 diciembre	13 diciembre	14 diciembre
<b>2024</b>	25 enero	31 enero	1 febrero
	7 marzo	20 marzo	21 marzo
	11 abril	1 mayo	9 mayo
	6 junio	12 junio	20 junio
	18 julio	31 julio	1 agosto
	12 septiembre	18 septiembre	19 septiembre
	17 octubre	7 noviembre	7 noviembre
	12 diciembre	18 diciembre	19 diciembre

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# ...aunque el mercado estaría descontando bajadas de forma prematura

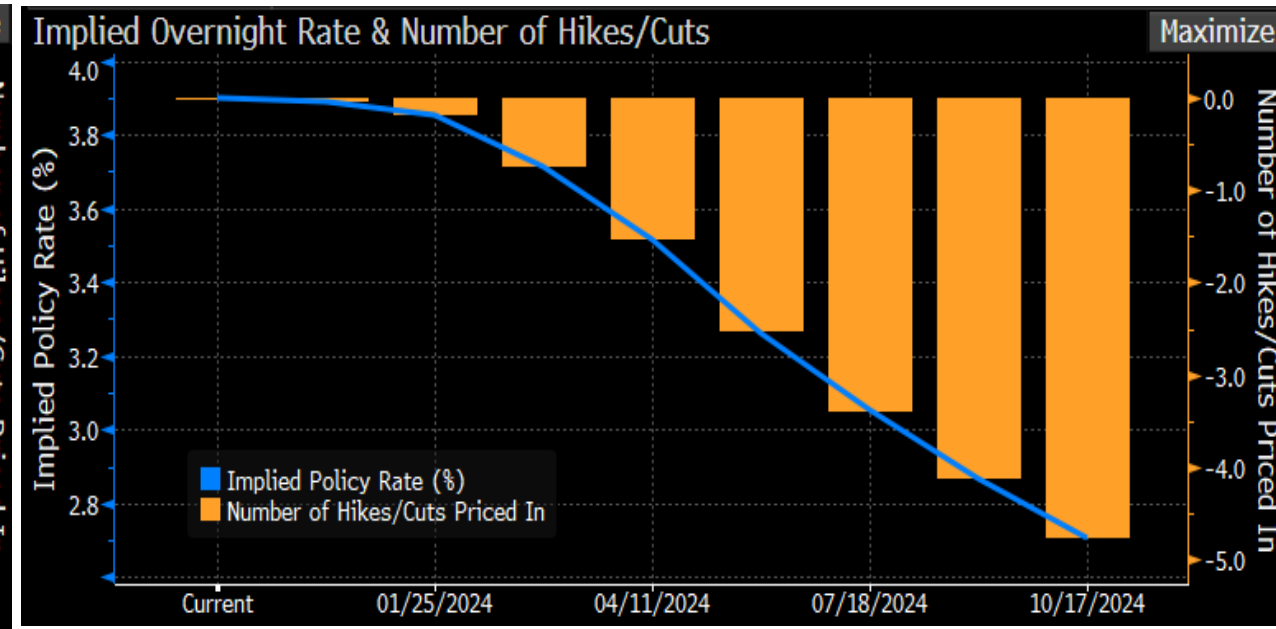


### Tipos descontados por el mercado para la Fed



Fuente: Bloomberg

### Tipos descontados por el mercado para el BCE



Fuente: Bloomberg

**Aunque el techo de tipos podría haberse alcanzado, una inflación aún lejos de su objetivo apunta a TIPOS ALTOS POR MÁS TIEMPO**

**¿INICIO DE BAJADAS?  
2T24 (consenso de mercado) o incluso 1T24  
SE ANTOJA PREMATURO**

# Nuestras expectativas de tipos: bajadas, pero limitadas...



## EE.UU.

NI TANTAS, NI TAN PRONTO  
Esperamos que Fed realice 3 bajadas de tipos en 2024 hasta 4,5%-4,75%. La primera, en 3T24e, data-dependiente.



### Deuda EE.UU.

	Fed	2a	5 a	10 a
nov.-23	5,500	4,98	4,49	4,46
dic-23	5,500	5,10	4,60	4,55
mar-24	5,500	4,95	4,60	4,65
jun-24	5,500	4,75	4,45	4,50
sep-24	5,250	4,55	4,30	4,35
dic-24	4,750	4,35	4,15	4,20
mar-25	4,500	4,05	4,00	4,05
jun-25	4,000	3,80	3,80	3,95
sep-25	3,750	3,55	3,65	3,80
dic-25	3,500	3,40	3,50	3,65

Fuente: AFI

## Eurozona

NI TANTAS, NI TAN PRONTO  
Esperamos que BCE realice 3 bajadas de tipos en 2024 hasta 3,25% (tipo depósito). La primera, en 3T24e, data-dependiente.



### MRO, FD y EURIBOR Alemania (TIR) España (TIR) Italia (TIR)

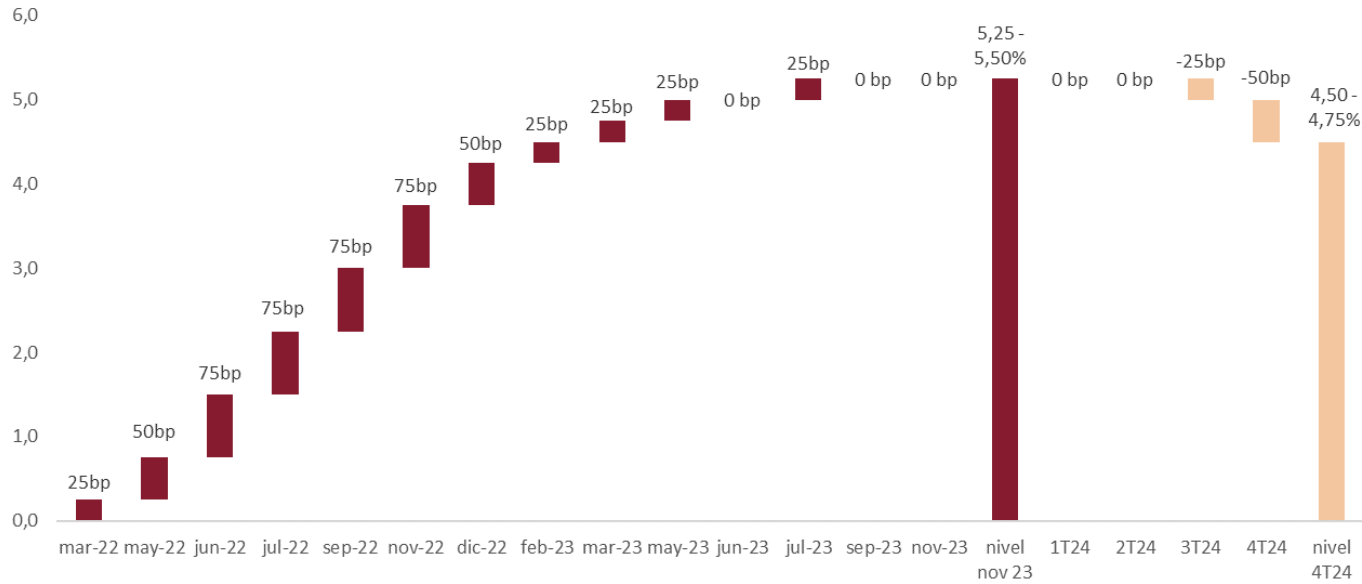
%	MRO, FD y EURIBOR			Alemania (TIR)			España (TIR)			Italia (TIR)		
	BCE	FD	12 m	2a	5 a	10 a	2a	5a	10a	2a	5a	10a
nov.-23	4,50	4,00	4,02	2,99	2,52	2,55	3,38	3,13	3,54	3,56	3,66	4,30
dic-23	4,50	4,00	4,05	3,05	2,65	2,70	3,40	3,25	3,70	3,65	3,80	4,45
mar-24	4,50	4,00	3,90	3,00	2,65	2,65	3,35	3,30	3,70	3,65	3,90	4,55
jun-24	4,50	4,00	3,75	2,80	2,55	2,60	3,10	3,20	3,60	3,50	3,80	4,50
sep-24	4,25	3,75	3,55	2,65	2,45	2,55	2,95	3,10	3,55	3,35	3,70	4,45
dic-24	3,75	3,25	3,40	2,55	2,45	2,50	2,85	3,10	3,50	3,25	3,70	4,40
mar-25	3,50	3,00	3,20	2,35	2,40	2,40	2,60	3,05	3,40	2,95	3,65	4,30
jun-25	3,50	3,00	3,05	2,25	2,40	2,35	2,50	3,05	3,35	2,85	3,65	4,25
sep-25	3,25	2,75	2,85	2,20	2,35	2,35	2,45	3,00	3,35	2,80	3,60	4,25
dic-25	3,25	2,75	2,80	2,20	2,30	2,35	2,45	2,95	3,35	2,80	3,55	4,25

Fuente: AFI

# ...aún en zona restrictiva para devolver la inflación al objetivo del 2%



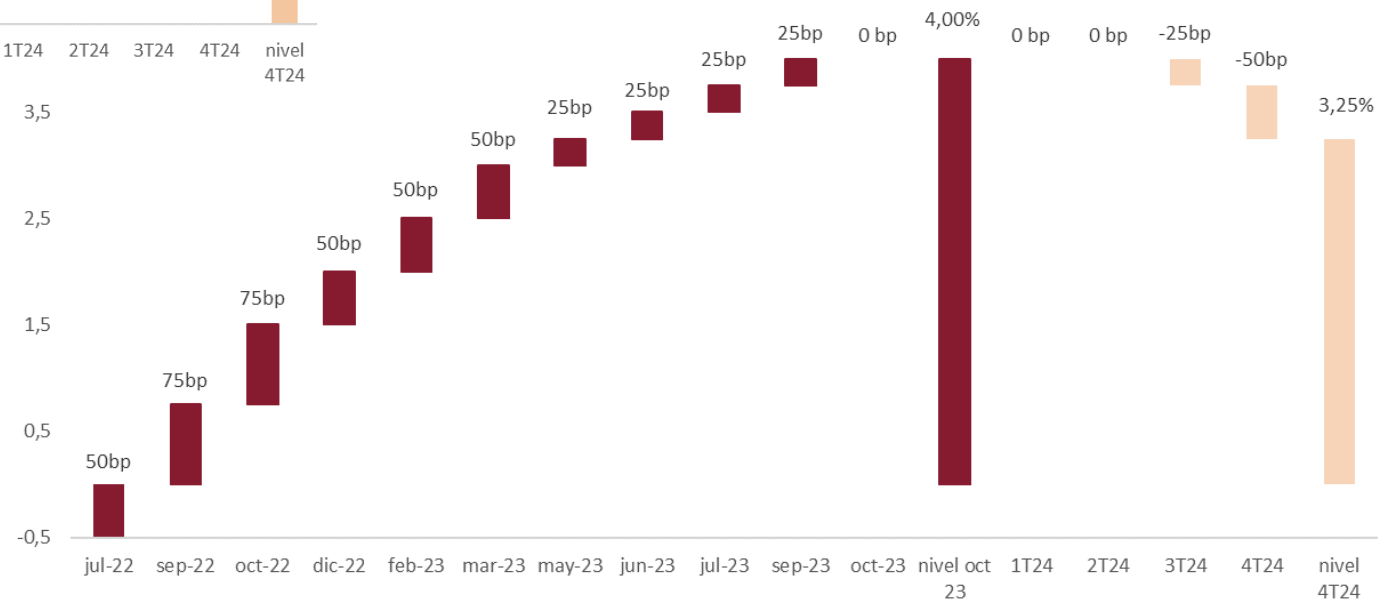
### Bajada de tipos de la FED (R4e)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Esperamos que los **tipos de intervención** se mantengan en 2024 en zona restrictiva y aún lejos de niveles neutrales (~3% EE.UU. y ~2-2,5% Eurozona)

### Bajada de tipos del BCE (R4e)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Los balances de los bancos centrales seguirán reduciéndose. Sólo intervenciones “quirúrgicas”.

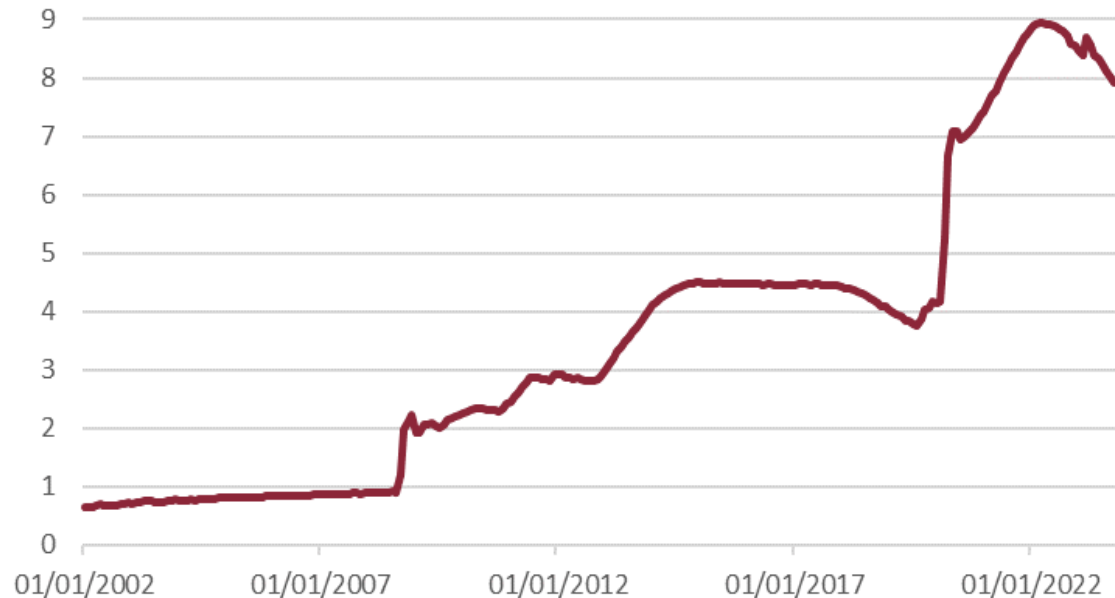


La barra libre de liquidez se ha terminado.

Desde máximos, **reducción de balances del 11% (Fed) y 21% (BCE)**. Continuará la **reducción de balances (QT)**, aunque a un ritmo gradual.

Sólo se producirán **compras de deuda puntuales** para evitar inestabilidad financiera (“**intervenciones quirúrgicas**”). Ej: crisis de la banca regional americana (marzo 2023), plan fiscal expansivo en Reino Unido (sept-22).

FED (bln usd)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

BCE (bln eur)



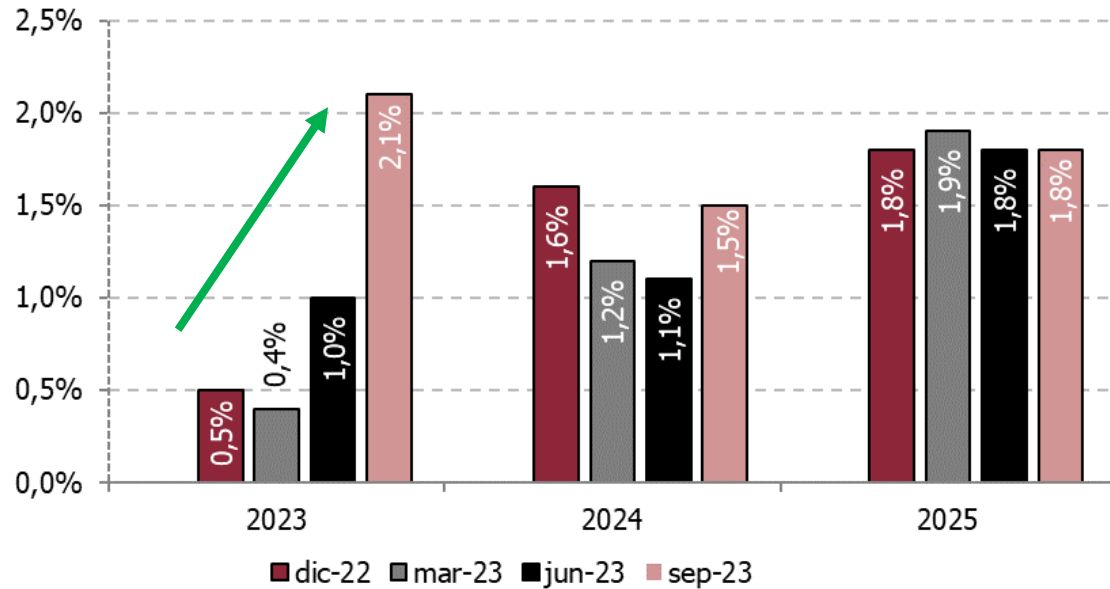
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Resiliencia de la economía americana en 2023, no materializándose la esperada recesión.

Moderación esperada en **2024 (soft landing)** por el **impacto total de las subidas de tipos** (+525 pb desde marzo 2022) y condiciones financieras más restrictivas. **Clave: evolución del empleo, consumo.**

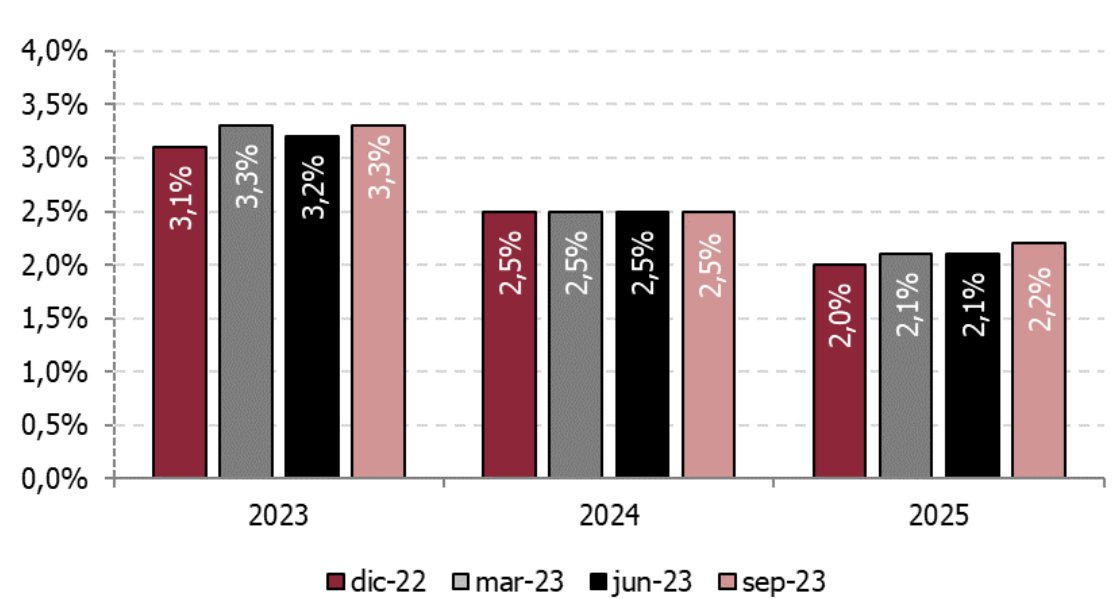
Inflación moderándose, pero sin alcanzar objetivo del 2% hasta 2025.

Previsiones PIB en reuniones Fed



Fuente: Fed y elaboración propia

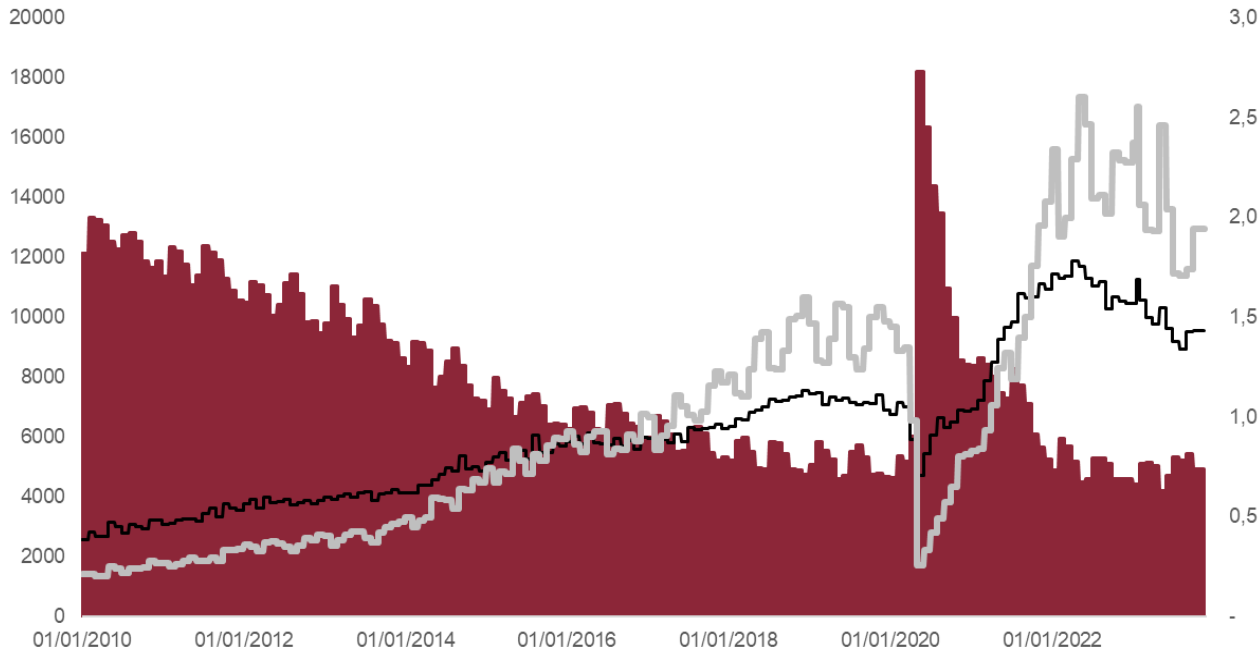
Previsiones inflación en reuniones Fed



Fuente: Fed y elaboración propia



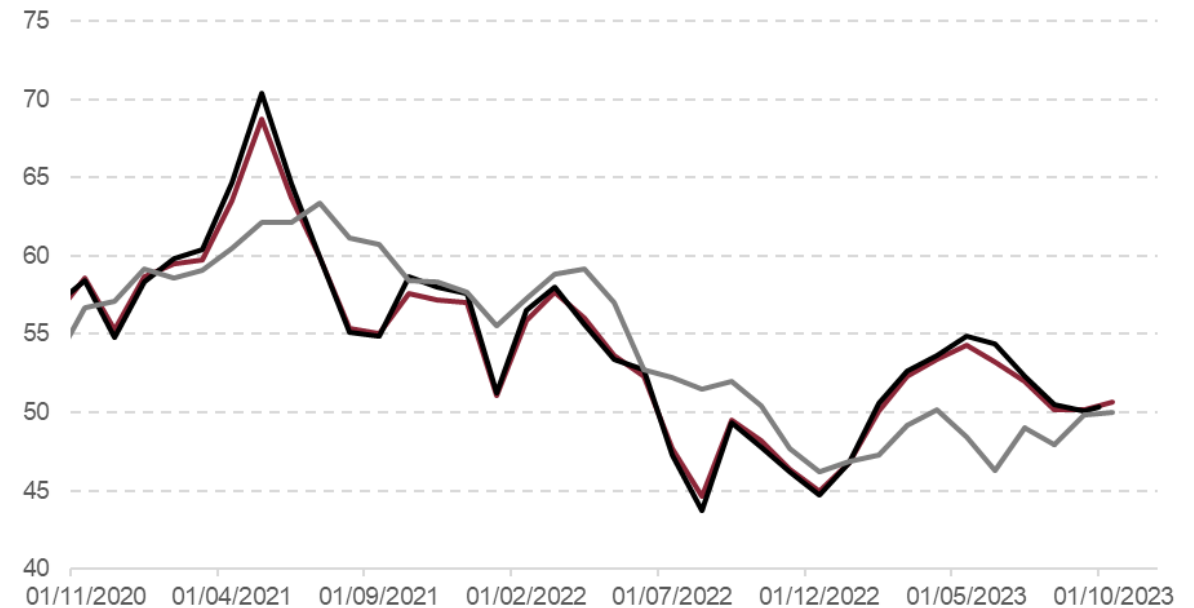
### Desempleo vs. Vacantes EE.UU. (miles) y ratio



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

**2 vacantes por cada desempleado**

### EE.UU. PMIs compuesto, manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

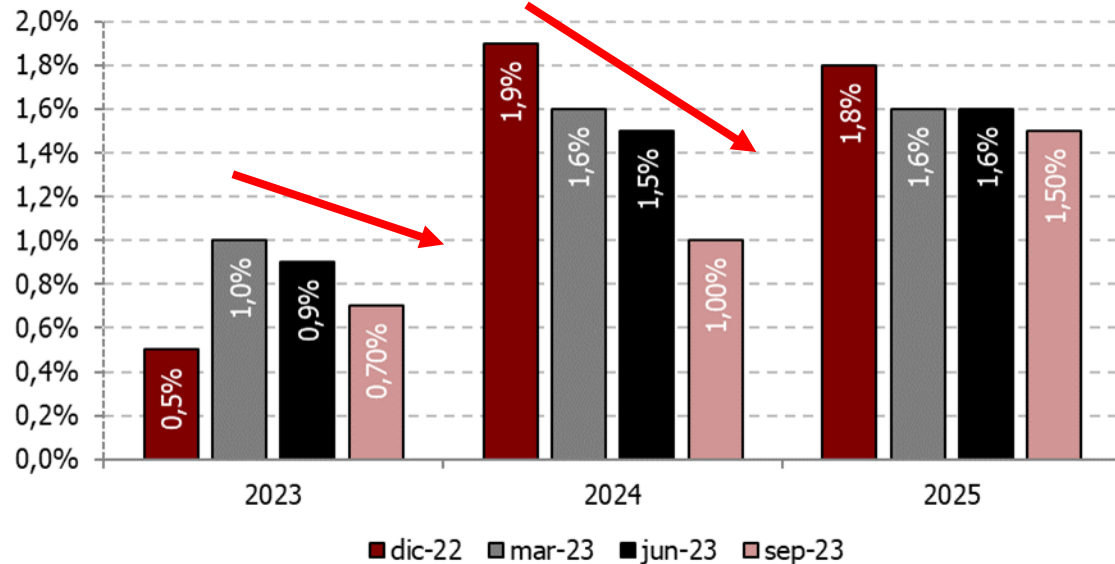
**Moderación en PMIs**

Fuerte ralentización del crecimiento en 2023.

La previsión de ligera aceleración en 2024 podría resultar optimista al producirse el impacto total de la subida de tipos (+450 pb desde jul-2022).

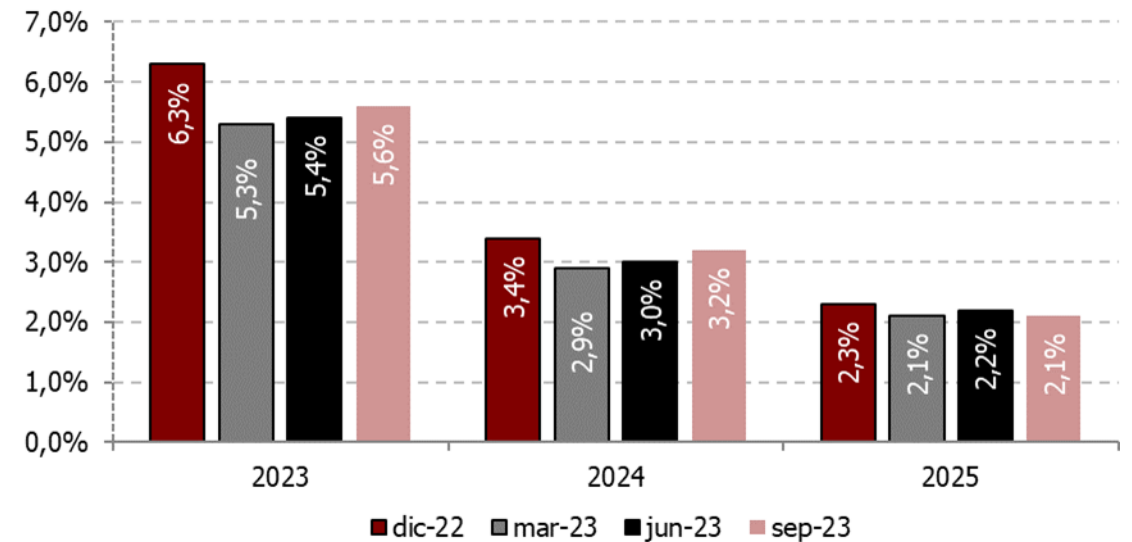
Inflación moderándose, pero sin alcanzar objetivo del 2% hasta 2025.

Previsiones PIB en reuniones BCE



Fuente: BCE y elaboración propia

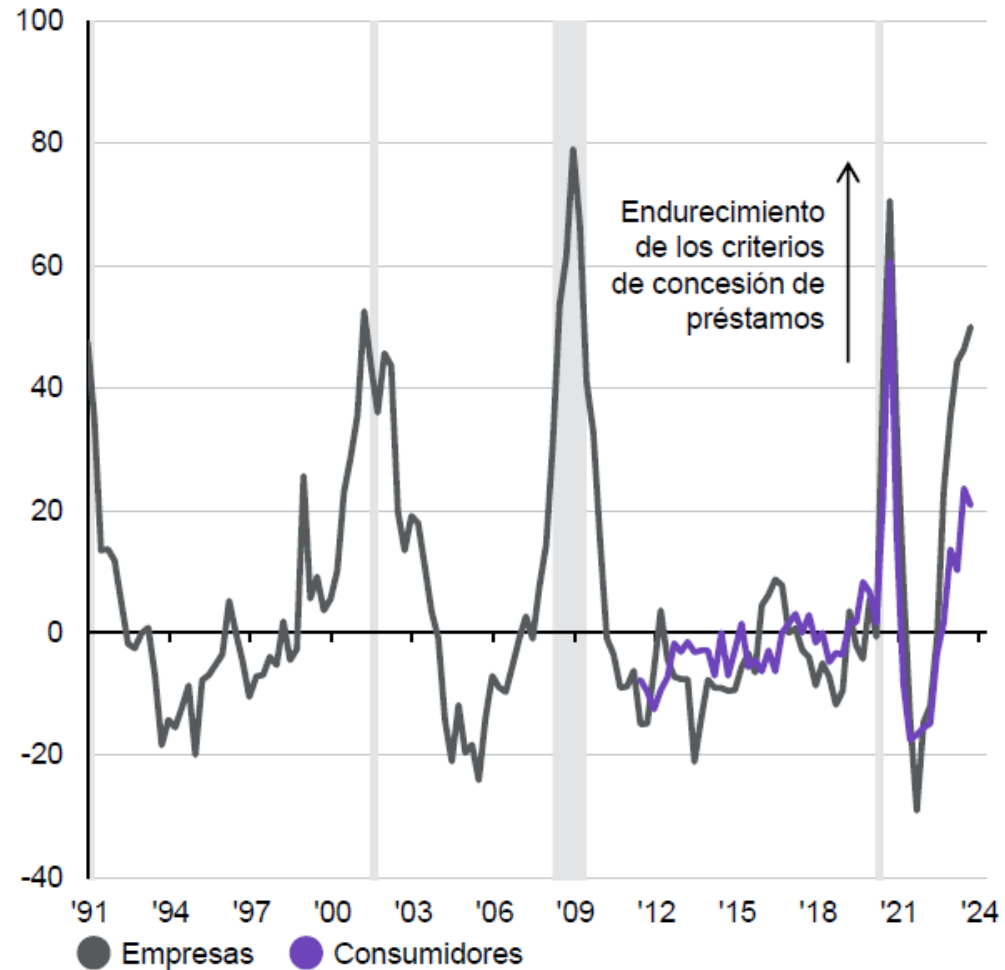
Previsiones inflación en reuniones BCE



Fuente: BCE y elaboración propia

## Condiciones del crédito en EE. UU.

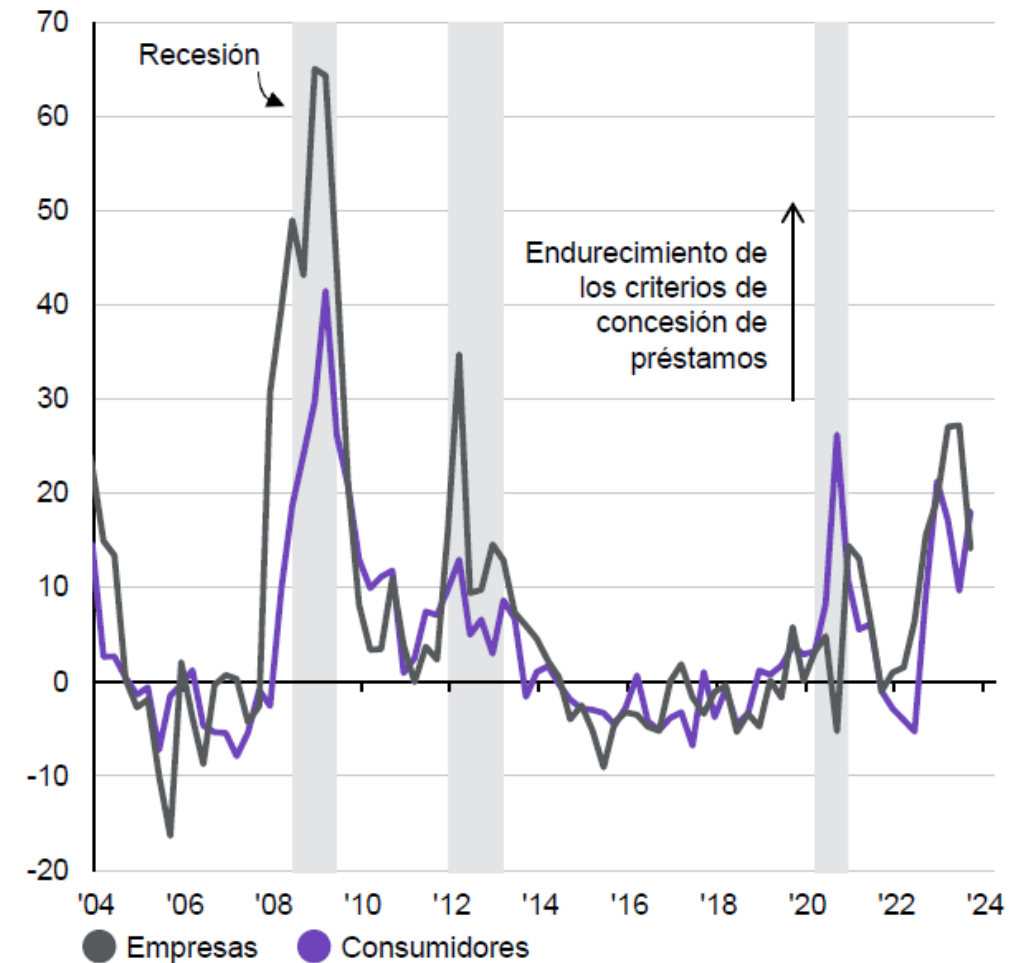
% de bancos que endurecen los criterios de concesión de préstamos



Fuente: JP Morgan Asset Management

## Situación del crédito en la zona euro

% de bancos que endurecen los criterios de concesión de créditos



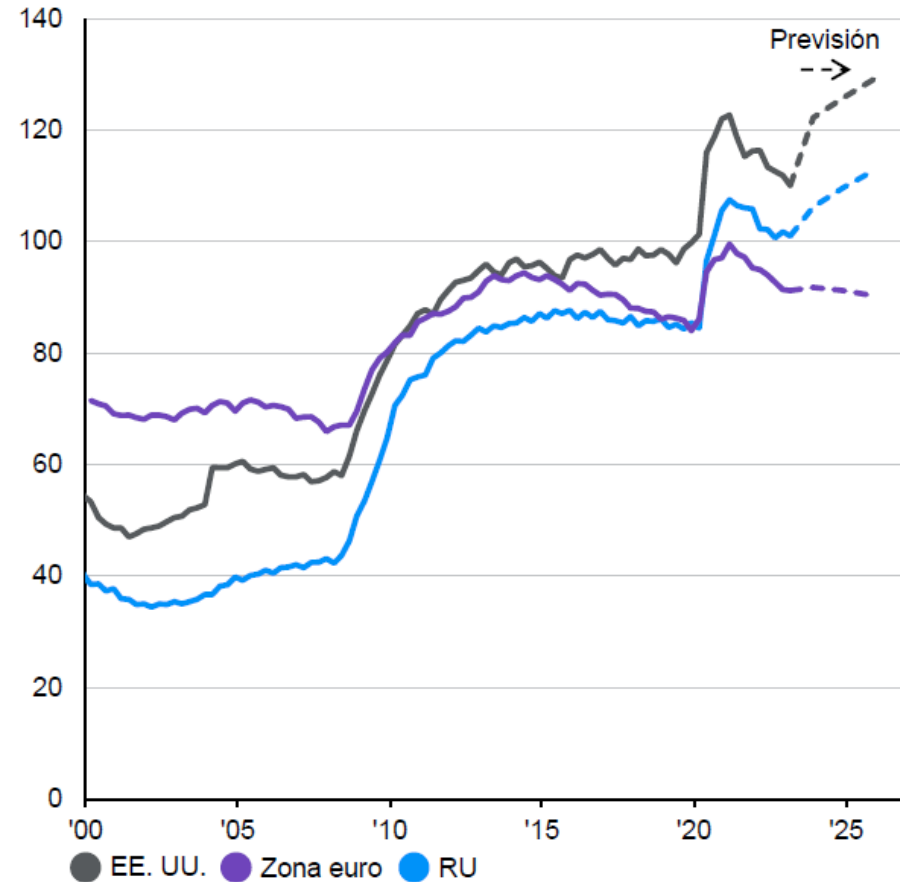
Fuente: JP Morgan Asset Management

# Políticas fiscales no contribuirán al crecimiento



## Deuda pública

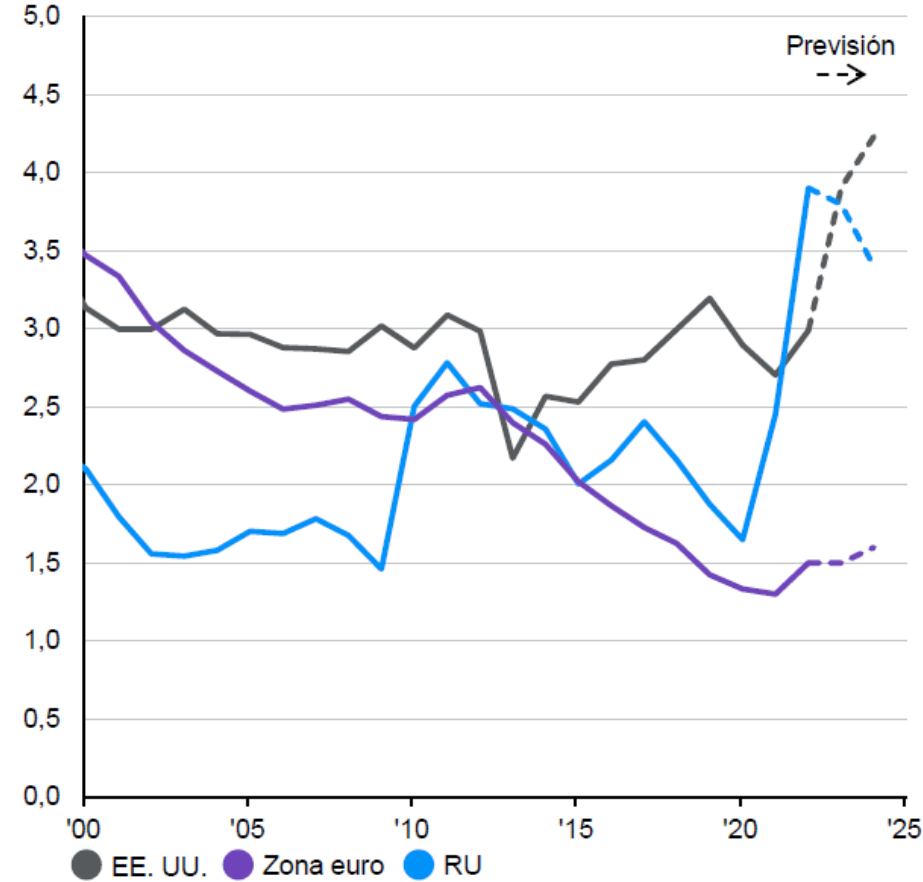
% del PIB nominal



Fuente: JP Morgan Asset Management

## Pagos de intereses del Gobierno

% del PIB nominal



Fuente: JP Morgan Asset Management

Necesidad de **coherencia entre políticas monetarias y fiscales**. Evitar “sorber” (política monetaria restrictiva) y “soplar” (política fiscal expansiva) al mismo tiempo.

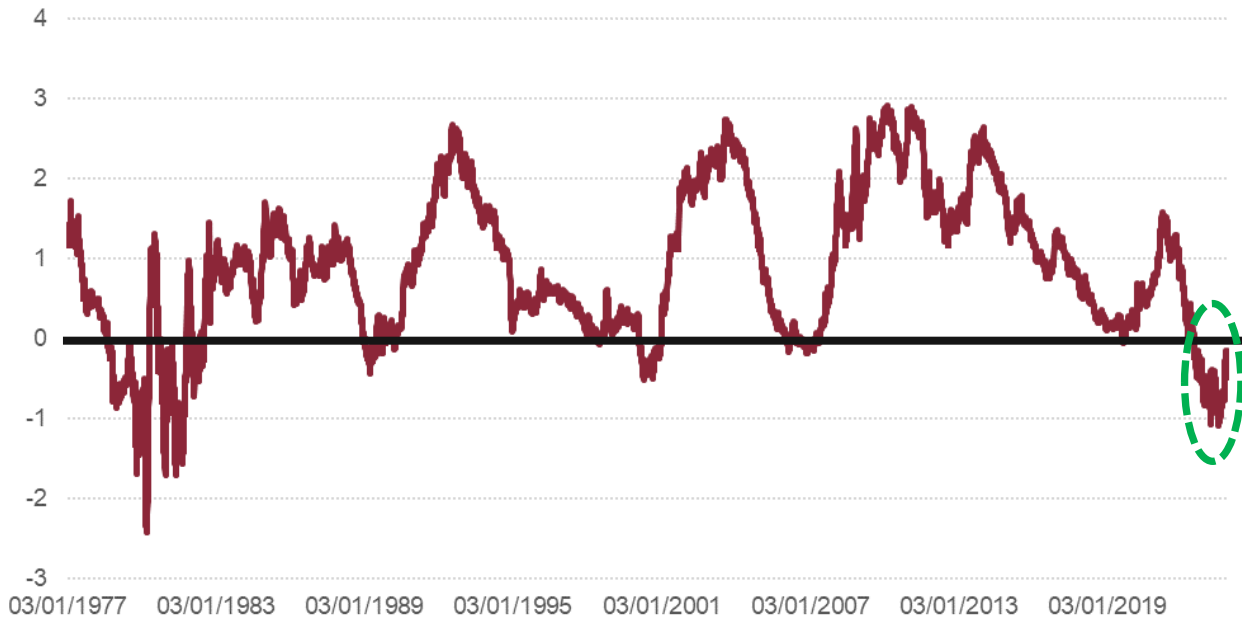
Las **políticas fiscales se irán alineando con las políticas monetarias** para enfriar ciclo e inflación.

Los **elevados niveles de deuda y su creciente coste exigen consolidación fiscal**.

# La inversión de las curvas se suaviza, posibilidad de aterrizaje suave



### EE.UU. Spread 10 años - 2 años



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

### Alemania Spread 10 años - 2 años



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

# Escenario de crecimiento 2024: aterrizaje suave



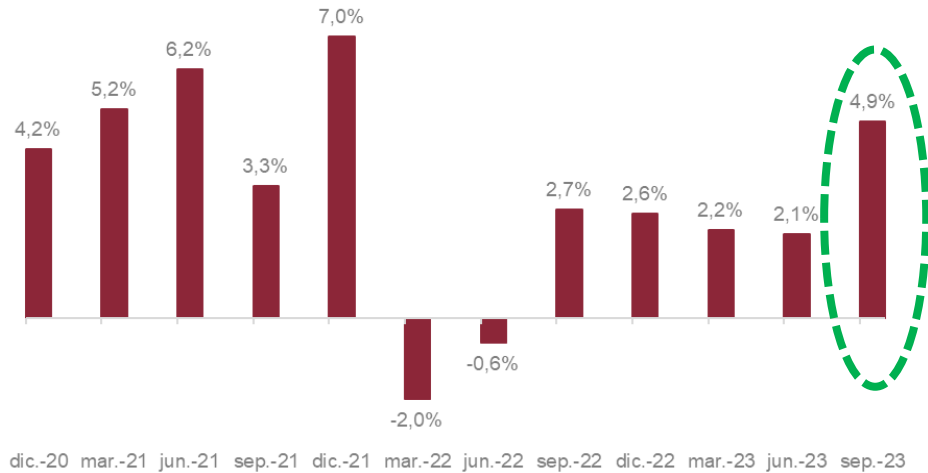
Tras un 2023 en que se ha evitado la temida recesión, esperamos débil crecimiento en 2024, ~1% para economías desarrolladas, recogiendo el impacto total de subidas de tipos y condiciones financieras aún restrictivas

PIB (% anual)				CE (NOV 23)			OCDE (NOV 23)			FMI (OCT 23)		
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mundo	-3,3	6,1	3,4	3,1	2,9	3,2	2,9	2,7	3,0	3,0	2,9	3,2
Desarrolladas	-4,7	5,2	2,6	1,7	1,5	1,9				1,5	1,4	1,8
EEUU	-3,5	5,7	1,9	2,4	1,4	1,8	2,4	1,5	1,7	2,1	1,5	1,8
Área Euro	-6,6	5,3	3,4	0,6	1,2	1,6	0,6	0,9	1,5	0,7	1,2	1,8
Alemania	-4,9	2,8	1,9	-0,3	0,8	1,2	-0,1	0,6	1,2	-0,5	0,9	2,0
Francia	-8,2	7,0	2,5	1,0	1,2	1,4	0,9	0,8	1,2	1,0	1,3	1,8
Italia	-8,9	6,6	3,8	0,7	0,9	1,2	0,7	0,7	1,2	0,7	0,7	1,0
España	-11,0	5,1	5,8	2,4	1,7	2,0	2,4	1,4	2,0	2,5	1,7	2,1
Japón	-4,8	1,6	1,1	1,9	0,8	0,6	1,7	1,0	1,2	2,0	1,0	0,7
Reino Unido	-9,9	7,4	4,3	0,6	0,5	1,3	0,5	0,7	1,2	0,5	0,6	2,0
Emergentes	-2,2	6,8	4,0	4,2	4,1	4,3				4,0	4,0	4,1
Brasil	-4,1	4,6	2,9	2,8	1,6	1,8	3,0	1,8	2,0	3,1	1,5	1,9
México	-8,2	4,8	3,1	3,3	2,1	2,0	3,4	2,5	2,0	3,2	2,1	1,5
Rusia	-3,1	4,7	-2,1	2,0	1,6	1,6	1,3	1,1	1,0	2,2	1,1	1,0
India	-8,0	8,9	6,7	6,6	6,1	6,5	6,3	6,1	6,5	6,3	6,3	6,3
China	2,3	8,1	3,0	5,2	4,6	4,6	5,2	4,7	4,2	5,0	4,2	4,1

Fuente: CE, OCDE, FMI, elaboración propia

- **EEUU.** Crecimiento más fuerte de lo esperado en 2023 (mercado laboral, consumo privado). **Aumentan probabilidades de *soft landing* en 2024:** agotamiento del ahorro acumulado, moderación de empleo y salarios, política monetaria se mantendrá restrictiva.
- **Europa: seguirá estancada.** Países como **Alemania** seguirán acusando la mayor dependencia energética (gas barato ruso sustituido por GNL caro) y de China. Tipos aún en niveles restrictivos, agotamiento del ahorro acumulado.
- **China.** La burbuja inmobiliaria seguirá drenando al crecimiento, **necesaria digestión de deuda.** Sin reformas estructurales que impulsen la productividad, **difícil recuperar los crecimientos del pasado (+10%).**

**Sólido PIB EE.UU.**  
(apoyo del consumo)



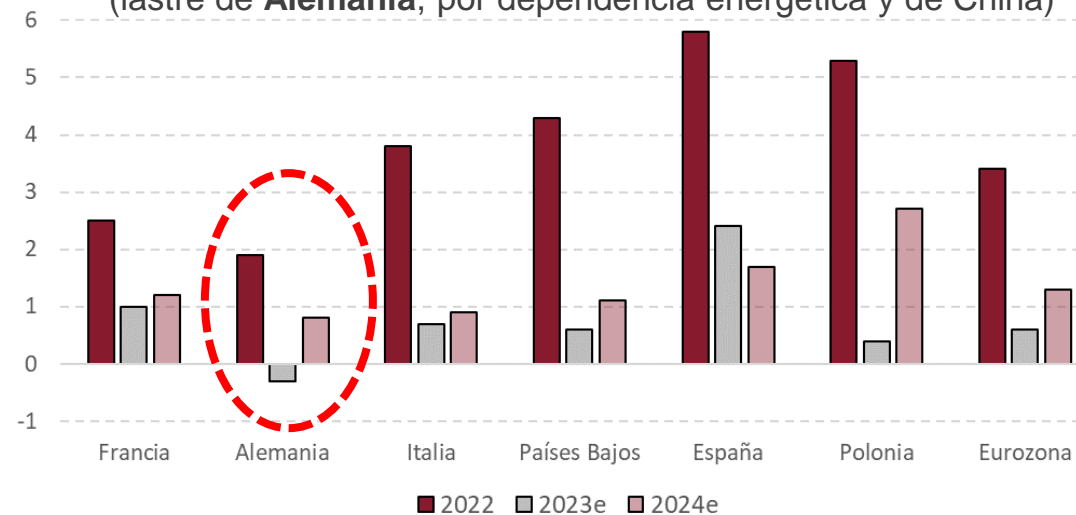
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**Rebaja PIB China 2023e**  
(lastre del sector inmobiliario)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**Previsiones crecimiento Comisión Europea**  
(lastre de Alemania, por dependencia energética y de China)



Fuente: Comisión Europea

% anual	2022	2023	2024	2025
<b>PIB real</b>	<b>5.8</b>	<b>2.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>
Consumo Final	3.4	2.4	2.2	1.5
Hogares	4.5	2.3	2.2	1.3
AA.PP.	-0.2	2.7	2.2	1.9
FBCF	2.4	1.9	2.9	2.1
Bienes de equipo	1.9	0.7	5.2	1.8
Construcción	2.6	2.9	1.0	1.3
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>1.6</b>
Exportaciones	15.2	0.7	-2.1	3.7
Importaciones	7.0	0.4	-0.3	3.3
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>2.9</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.2</b>
IPC (media anual)	8.4	3.8	3.2	2.4
Deflactor PIB	4.4	5.9	3.5	3.9
PIB nominal	10.2	8.3	5.1	5.7
Empleo	3.1	2.7	1.2	2.2
Tasa de paro	12.9	12.1	11.8	11.6
<b>Saldo público PDE (% PIB)</b>	<b>-4.7</b>	<b>-3.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.0</b>
<b>Deuda pública PDE (% PIB)</b>	<b>113.0</b>	<b>107.6</b>	<b>106.2</b>	<b>104.4</b>
<b>Balanza por cc (% PIB)</b>	<b>0.6</b>	<b>2.2</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>

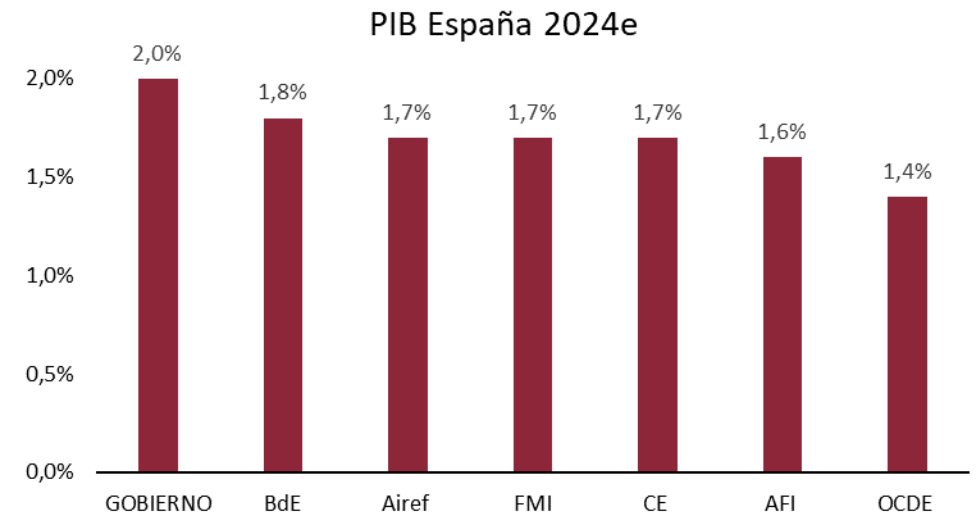
(\*) Aportación al crecimiento del PIB

Fuente: AFI

Desaceleración PIB 2024e +1,6% afectado por:

- **Consumo hogares desacelerándose** por moderación del empleo y de los salarios.
- **Inversión empresarial** apoyada por fondos **NGEU** (representan en torno a 0,7%-0,8% del 1,6% de crecimiento previsto del PIB). Es clave que se vayan ejecutando de forma adecuada.

IPC 2024e +3,2%, los precios no se acercarán al objetivo del 2% hasta 2025e.



Fuente: organismos



El drástico giro en la política monetaria ha provocado un cambio sustancial en el escenario inversor. Ahora existen alternativas de inversión rentables (renta fija).

En nuestro escenario: desaceleración del ciclo, inflación aún alta, tipos aún restrictivos y creciente riesgo geopolítico, ¿en qué invertimos?

**Renta fija.** Vuelve a ofrecer rentabilidad. Ser selectivos:

- **Deuda Pública:** duraciones cortas atractivas (3% en Europa, 5% en EE.UU.). Ir alargando duraciones (sin prisa), a medida que se aproximen los recortes de tipos de intervención y vigilando la evolución de balances de los bancos centrales.
- **Crédito:** enfocarse en *Investment Grade*, más protegida que el *High Yield* ante el deterioro previsto del ciclo, incremento de tasas de *default* y “muro” de vencimientos a finales de 2024-2025.

**Renta Variable.** Ganadores y perdedores en el entorno actual (economía y Bolsas en “K”). Importancia del *stock picking*.

- Invertir en: sólidos balances, atractivas y sostenibles RPD (Cartera R4 Dividendo +27% en 2023), márgenes elevados y estables.
- Precaución con elevado apalancamiento, salvo en compañías de calidad con capacidad para reducir deuda.
  - **Apoyos:** 1) Atractivas valoraciones de partida en Europa y España, así como en S&P 493 (ex “7 magníficos”), 2) Aterrizaje suave de la economía; 3) Bajadas de tipos de intervención a lo largo del año, 4) Elevada rentabilidad por dividendo.
  - **Riesgos:** 1) Prematuro descuento de bajada de tipos (objetivo de inflación aún lejano), 2) Excesiva desaceleración del ciclo (recesión); 3) Riesgo a la baja en BPAs (márgenes); 4) Riesgo geopolítico (Israel-Hamás, Rusia-Ucrania, China-Taiwán; elecciones EE.UU., Parlamento Europeo y Taiwán).

**Divisas.** Esperamos progresiva depreciación del USD hacia la zona de 1,15-1,20 vs euro.

**Materias primas.** Crudo y oro, potenciales ganadores en el entorno actual.

# Vuelve a haber valor en la renta fija

dic-21	2 años	5 años	7 años	10 años	30 años
Alemania	-0,64	-0,49	-0,40	-0,24	0,11
Francia	-0,66	-0,29	-0,18	0,13	0,85
España	-0,61	-0,18	0,08	0,51	1,31
Italia	-0,09	0,37	0,65	1,10	1,94
Portugal	-0,65	-0,28	0,03	0,41	1,29
Grecia	-0,26	0,60	0,44	1,33	1,95
USA	0,74	1,24	1,39	1,46	1,86



nov-23	2 años	5 años	7 años	10 años	30 años
Alemania	2,84	2,37	2,36	2,43	2,68
Francia	3,26	2,74	2,78	3,00	3,54
España	3,29	3,08	3,19	3,44	4,08
Italia	3,42	3,60	3,82	4,18	4,73
Portugal	2,89	2,76	2,86	3,10	3,77
Grecia	3,21	3,09	3,44	3,64	4,07
USA	4,66	4,23	4,30	4,29	4,48

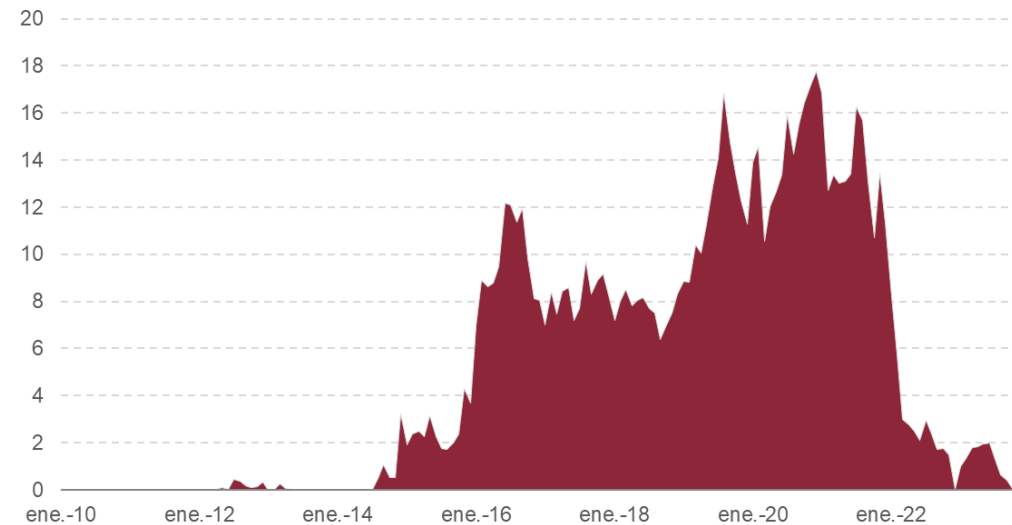
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 29/11/2023

## Var tipos desde dic-21 (en puntos porcentuales)

	2 años	10 años
Alemania	3,5	2,7
Francia	3,9	2,9
España	3,9	2,9
Italia	3,5	3,1
Portugal	3,5	2,7
Grecia	3,5	2,3
USA	3,9	2,8

## Deuda con Rentabilidad negativa

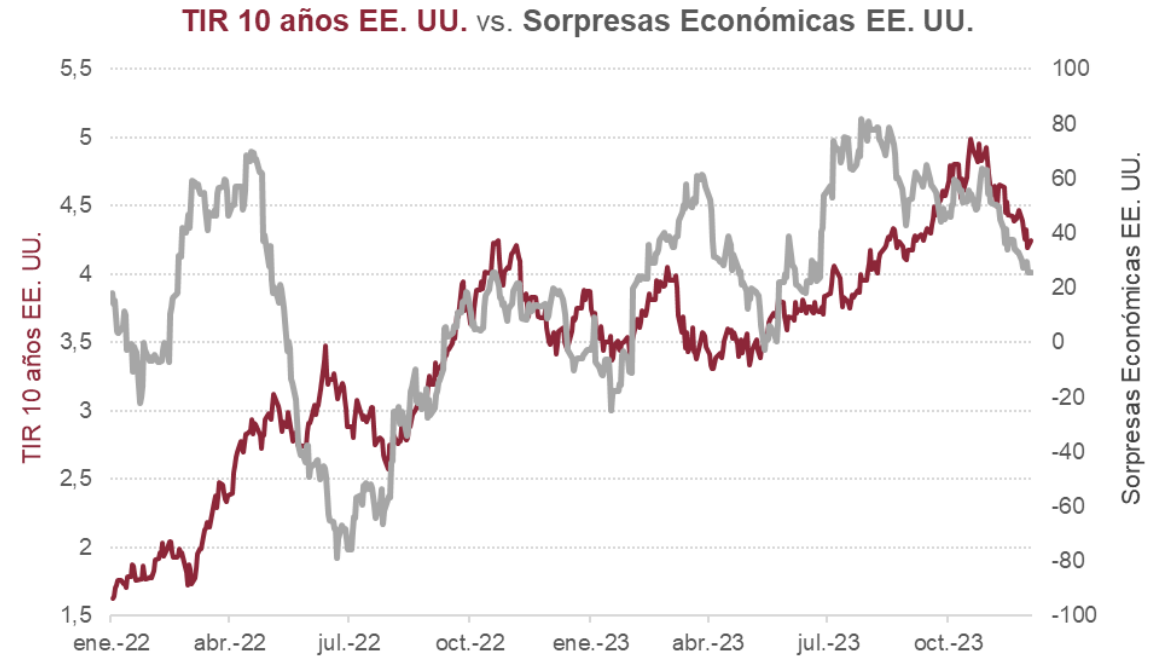
(valor de mercado, bln USD, Bloomberg Barclays Global Agg)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

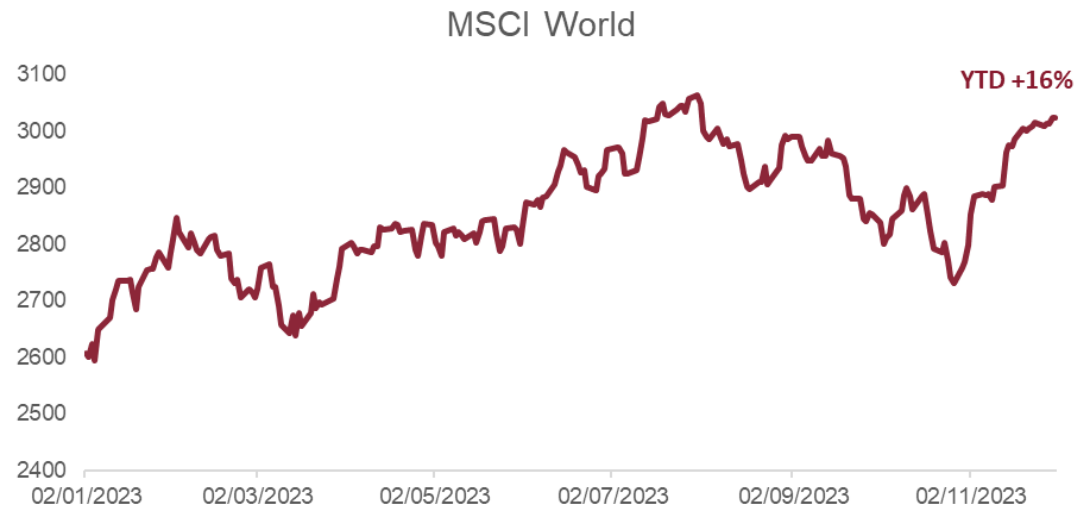
## TIRes:

- **Presión a la baja por:**
  - Datos macro que muestren **desaceleración del ciclo**.
  - Datos macro que muestren **desinflación adicional**.
- **Presión al alza por:**
  - **Elevada oferta de papel** (alto gasto público y refinanciación de deuda). Atención a demanda en subastas de deuda.
  - **Menor demanda** (reducción de balances de los bancos centrales).
  - **Mensajes hawkish** de bancos centrales ante una **inflación que aún no alcanza su objetivo (2025e)**.
  - **Vuelta de las reglas fiscales en Europa**.
    - Distintas posiciones:
      - Alemania → referencias concretas de cifras de déficit y deuda.
      - Francia (Italia+España) → mayor flexibilidad.
    - Afectarán a presupuestos 2025.
    - Posible ajuste 0,5% déficit cada año y % reducción de deuda.
    - Posibles exenciones por gastos en: Defensa, Transición Ecológica, Transformación Digital.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Buen comportamiento de las bolsas en 2023

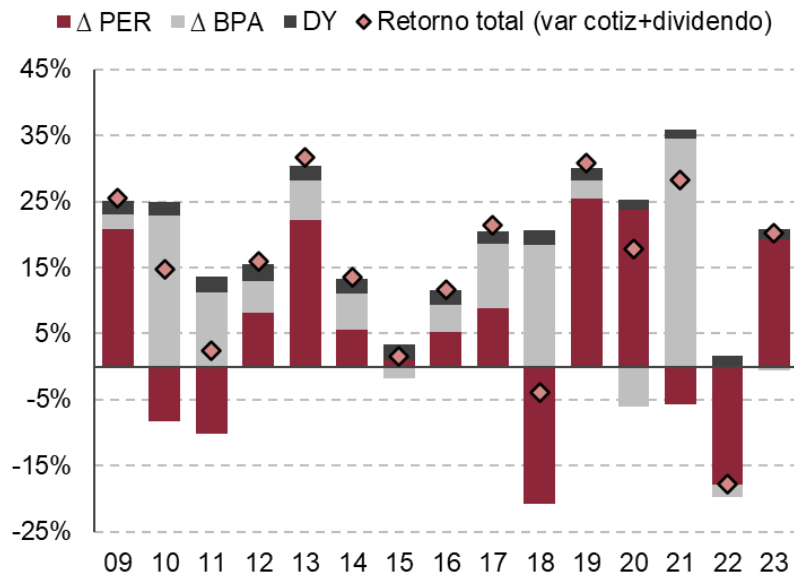


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Expansión de PERes en EE.UU., pero limitada en Europa y mínima en España

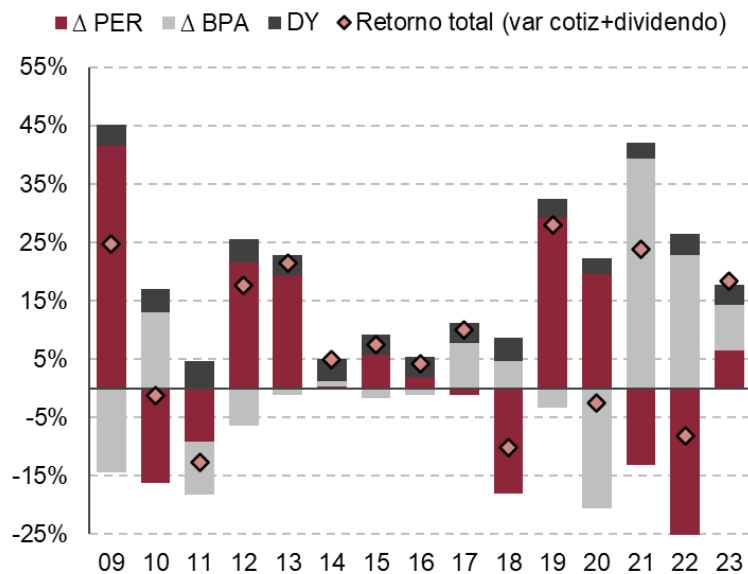


### Descomposición de retornos anuales del S&P



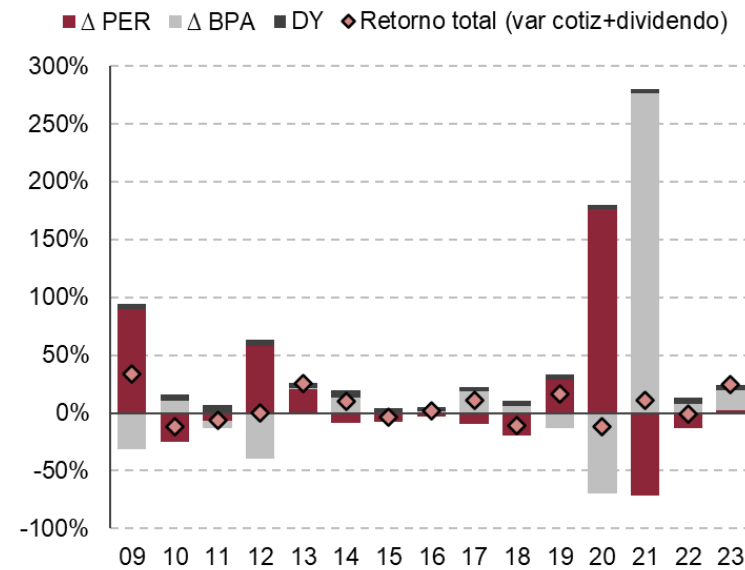
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

### Descomposición de retornos anuales del Eurostoxx



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

### Descomposición de retornos anuales del Ibex

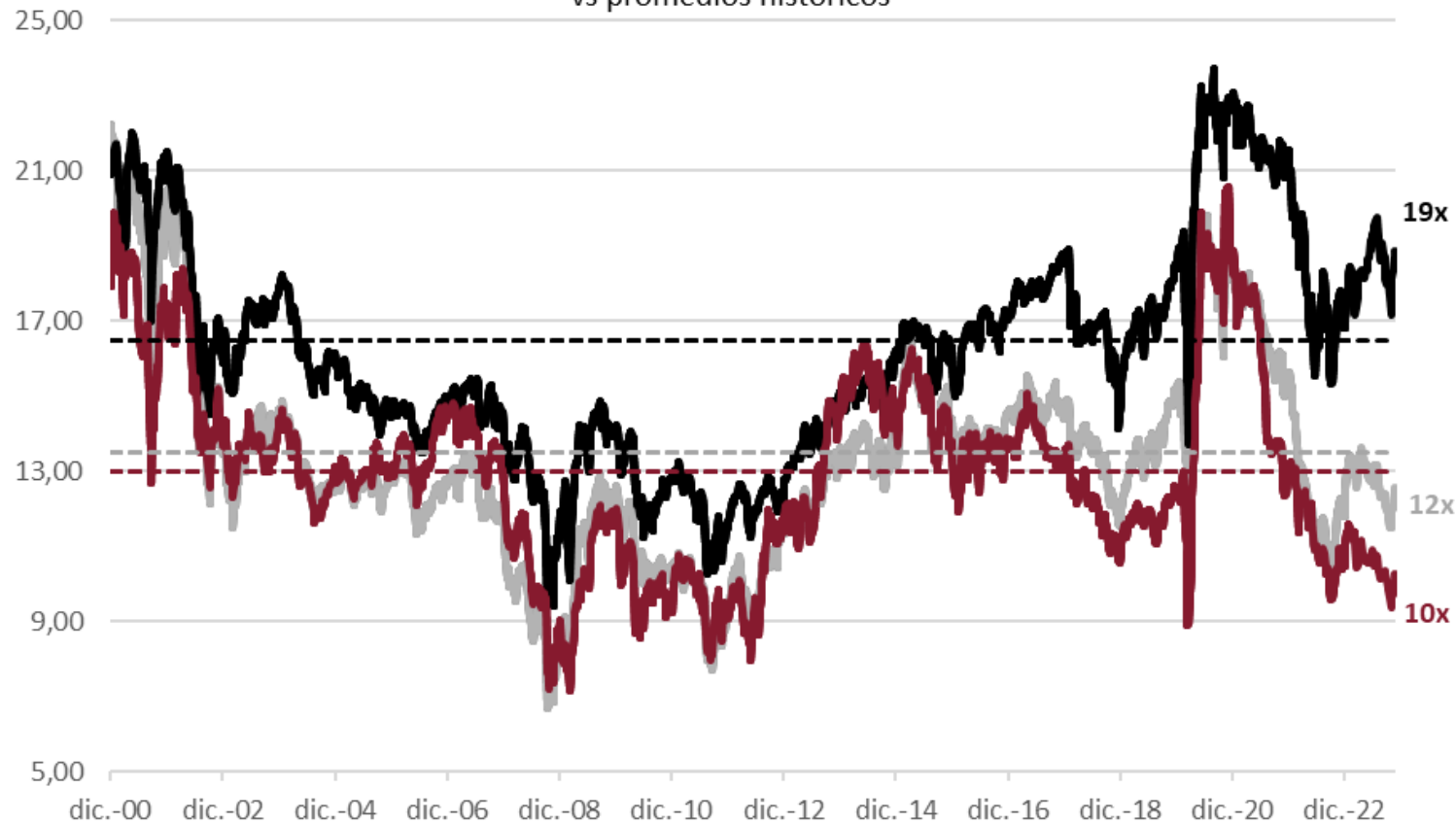


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Las valoraciones son atractivas en términos históricos (Europa y España)...



PER 12m forward: S&P vs EuroStoxx 50 vs Ibex 35  
vs promedios históricos



Fuente: Factset y elaboración propia

**EE.UU. PER 19x**  
Prima 14% vs media 2000-hoy (16x)

**Europa PER 12x**  
Descuento 7% vs media 2000-hoy (14x)

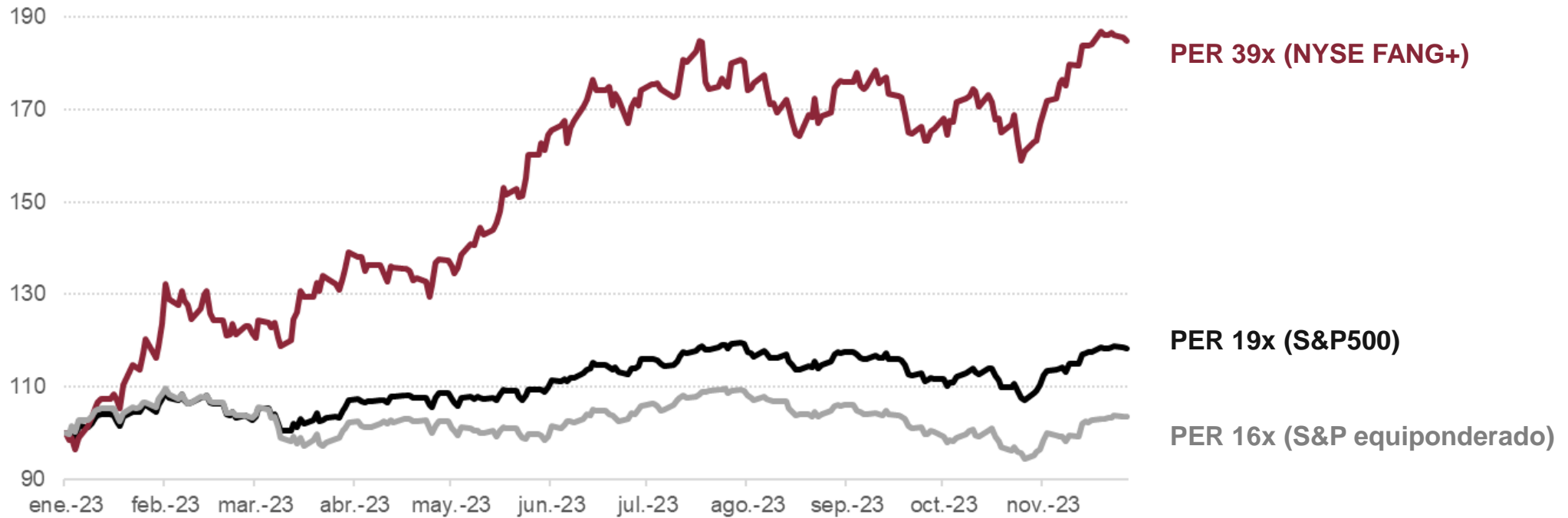
**España PER 10x**  
Descuento 21% vs media 2000-hoy (13x)

# ...y razonables en EE.UU. (excluyendo a los 7 Magníficos)



Evolución índices EE.UU.  
(base 100 enero 2023)

**NYSE FANG+ Index, S&P 500 Index y S&P 500 Equal Weighted Index**



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

# Evolución sectorial EE.UU. y Europa: importancia del *stock picking*



28/11/2023	2023	5D	30D	6 MESES	2022	2021	2020	2019	2018	1 AÑO	3 AÑOS
<b>S&amp;P500 (\$)</b>											
Tecnología	50,8%	0,2%	14,8%	11,9%	-28,9%	34,7%	42,2%	48,0%	-1,6%	43,6%	52,8%
Sanidad	-4,9%	-0,1%	5,1%	2,3%	-3,6%	22,9%	11,4%	18,7%	4,7%	-4,8%	19,6%
Materiales	4,2%	0,6%	8,2%	7,1%	-14,1%	23,3%	18,1%	21,9%	-16,4%	0,9%	14,0%
Comunicaciones	50,5%	0,1%	12,6%	13,8%	-40,4%	21,2%	22,2%	30,9%	-16,4%	45,0%	11,2%
Industriales	7,1%	-0,3%	9,2%	7,5%	-7,1%	18,4%	9,0%	26,8%	-15,0%	6,1%	18,7%
Cons. Discrecional	30,3%	0,8%	9,4%	9,4%	-33,6%	37,7%	21,3%	28,7%	4,5%	15,3%	14,1%
Cons. Básico	-4,5%	1,3%	5,7%	-1,6%	-3,2%	15,5%	7,6%	24,0%	-11,2%	-6,1%	8,3%
Serv. Públicos (utilities)	-11,4%	1,1%	6,5%	-2,2%	-1,4%	12,9%	-2,8%	22,2%	0,5%	-10,4%	-2,4%
Financiero	2,7%	0,3%	11,9%	9,8%	-12,4%	34,2%	-4,1%	29,2%	-14,7%	-0,6%	23,5%
Inmobiliario	-1,3%	1,6%	13,1%	2,3%	-28,4%	41,1%	-5,2%	24,9%	-5,6%	-2,9%	0,6%
Energía	-4,4%	0,0%	-0,9%	7,7%	59,0%	52,3%	-37,3%	7,6%	-20,5%	-5,7%	118,9%
Bancos	-5,9%	0,3%	14,9%	7,7%	-21,6%	36,4%	-16,8%	36,5%	-18,4%	-10,9%	2,1%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

28/11/2023	2023	5D	30D	6 MESES	2022	2021	2020	2019	2018	1 AÑO	3 AÑOS
<b>MSCI EUROPA (€)</b>											
Tecnología	26,4%	0,8%	12,8%	0,9%	-28,7%	36,5%	14,5%	37,6%	-6,8%	14,5%	31,3%
Sanidad	3,8%	-1,1%	2,1%	-4,4%	-4,4%	24,8%	-1,9%	31,8%	-0,6%	2,0%	24,6%
Constr. & Materials	4,8%	-0,1%	6,8%	4,6%	-9,2%	25,3%	9,4%	26,4%	-13,9%	1,6%	25,5%
Comunicaciones	13,3%	1,8%	6,7%	1,9%	-12,3%	13,6%	-13,5%	4,7%	-9,6%	7,2%	12,3%
Industriales	16,9%	0,9%	11,1%	1,9%	-16,9%	29,8%	3,7%	35,1%	-13,2%	13,2%	27,3%
Utilities	10,2%	1,9%	8,1%	0,9%	-8,1%	9,2%	11,7%	29,8%	2,9%	8,2%	11,8%
Bancos	20,9%	0,6%	7,2%	10,1%	1,0%	39,9%	-28,3%	13,7%	-23,9%	22,7%	65,6%
Autos	18,0%	0,2%	8,0%	-2,0%	-16,1%	30,3%	4,8%	18,2%	-25,7%	13,1%	30,1%
Basic Resources	0,1%	0,5%	2,9%	-4,6%	-8,3%	21,5%	-3,5%	25,3%	-8,9%	-3,8%	11,3%
Oil & Gas	10,7%	0,1%	-2,6%	14,9%	36,9%	36,5%	-33,9%	8,7%	-0,6%	8,3%	99,8%
Food & Beverage	11,1%	1,7%	0,7%	-0,4%	-24,4%	32,9%	-5,4%	16,3%	1,4%	5,3%	10,7%
Consumer Discr.	10,4%	-0,8%	7,2%	-7,7%	-16,8%	24,1%	6,5%	33,0%	-14,4%	8,3%	17,3%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia



	Renta Fija Corto Plazo	Renta Fija Largo Plazo	Renta Variable
EE.UU.	4,7%	4,3%	5,4%
Europa	3,2%	3,3%	8,0%
España	3,3%	3,4%	9,6%

Fuente: Bloomberg, Factset y elaboración propia

#### Rentabilidades medidas como:

- Renta Fija Corto Plazo (TIRes 2 años)
- Renta Fija Largo Plazo (TIRes 10 años)
- Earnings Yield (Rentabilidad de los beneficios empresariales medida como la inversa del PER)

**En valoraciones relativas  
a la Renta Fija:**

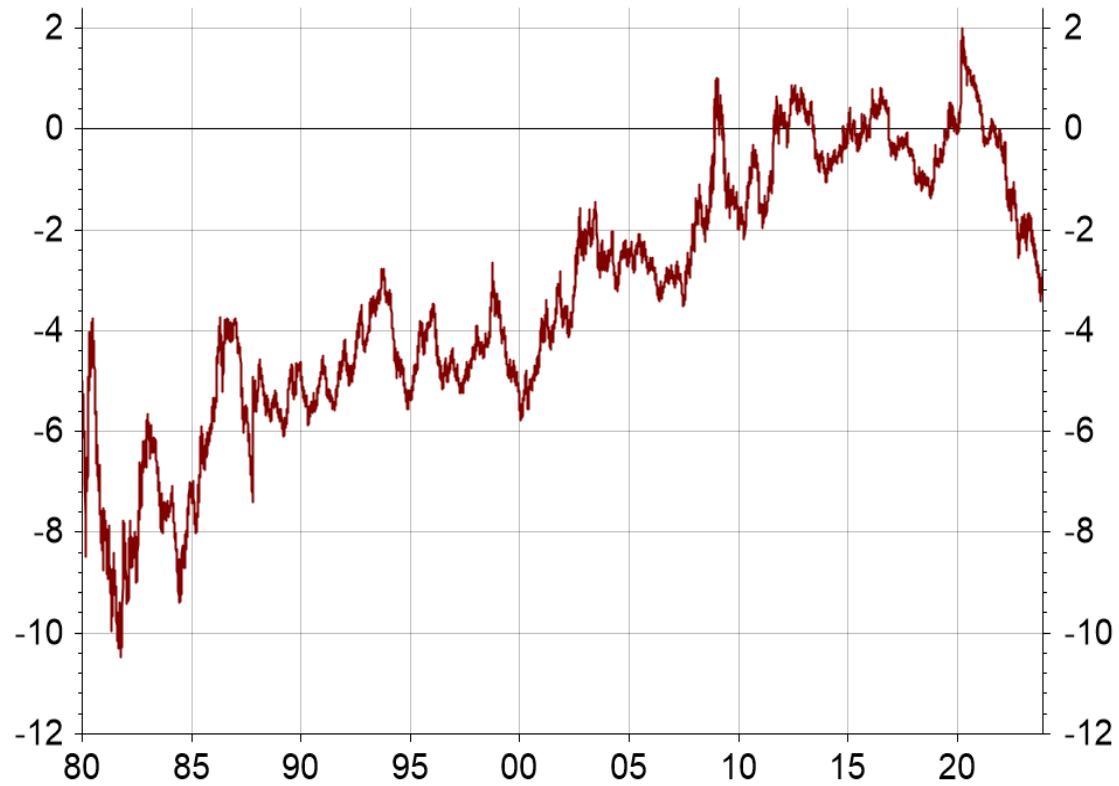
**Bolsas Europa y España  
atractivas**

**Bolsas EE.UU. neutrales**

# Rentabilidad por Dividendo vs TIRes 10 años



Spread RPD S&P vs TIR EEUU 10 años



Fuente: Refinitiv Datastream

Spread RPD Europa vs TIR Bund 10 años



Fuente: Refinitiv Datastream

# Los resultados empresariales seguirán siendo claves...



Veremos si la evolución del ciclo permite cumplir con el BPA 2024e.

## Variación estimada BPAs

	2018/17	2019/18	2020/19	2021/20	2022/21	2023e/22	2024e/23
<b>S&amp;P 500</b>	21%	1%	-14%	50%	5%	2%	11%
<b>Eurostoxx 50</b>	1%	-1%	-32%	72%	21%	4%	5%
<b>Ibex 35</b>	-5%	4%	-64%	144%	32%	14%	2%

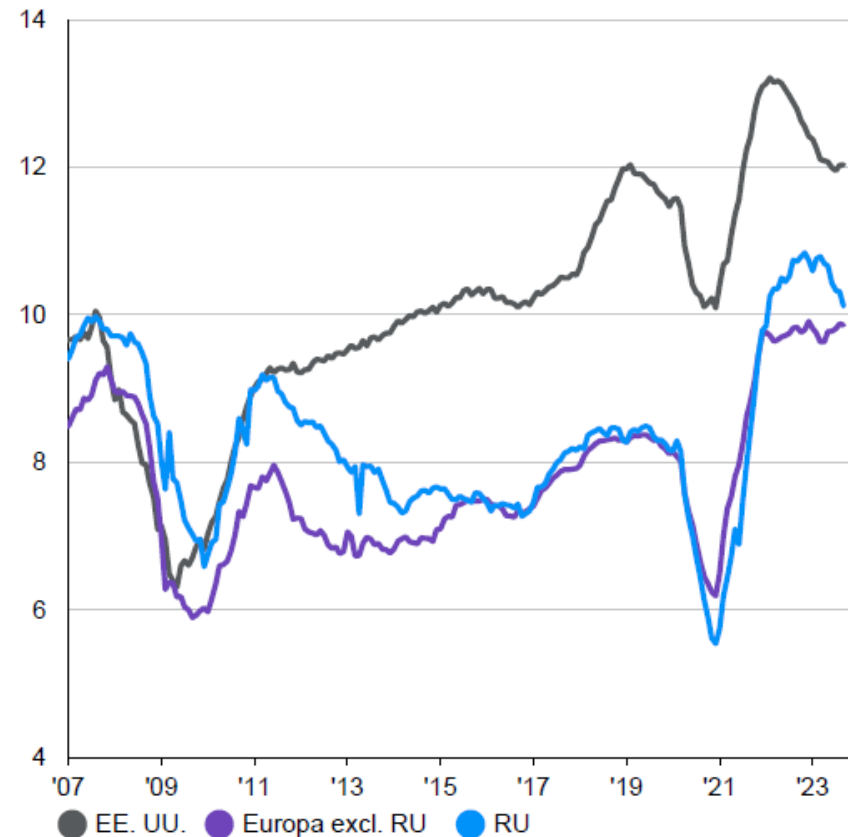
Fuente: Factset y elaboración propia

**Se aprecia una mayor cautela en las guías en un contexto de desaceleración económica esperada** ante los efectos retardados de las subidas de tipos de interés y unas condiciones financieras aún restrictivas

Atención a la **evolución de márgenes 2024**: las **previsiones de expansión de los mismos podrían ser optimistas** (difícil expansión en un contexto de presiones inflacionistas y salariales, así como de desaceleración de la demanda que reduce la capacidad de fijación de precios).

## Márgenes de beneficios

%, márgenes de beneficios a 12 meses en relación con las ventas



Fuente: JP Morgan Asset Management

## Encuesta de la NFIB en EE. UU.: precios y salarios

% de encuestados, media móvil de tres meses



Fuente: JP Morgan Asset Management

# El riesgo geopolítico podría propiciar mejores puntos de entrada



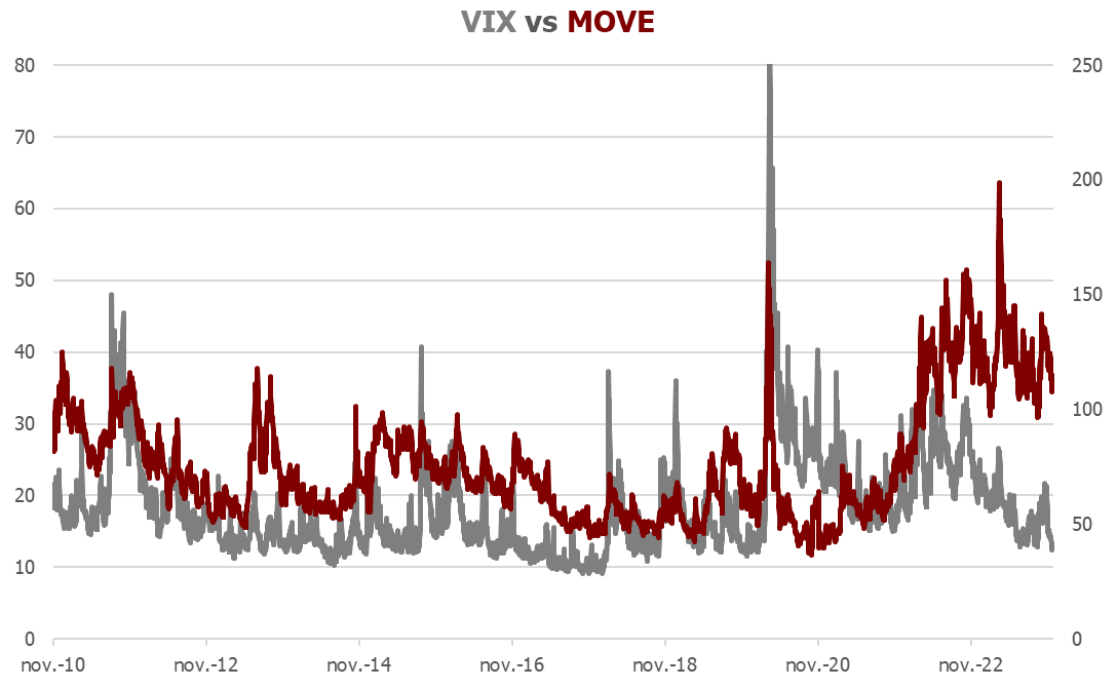
Las bolsas no se han visto penalizadas por el conflicto Israel-Hamás. Una potencial extensión del mismo a todo Oriente Medio podría generar volatilidad al alza (VIX -bolsas- en mínimos vs volatilidad elevada en MOVE -bonos-) y presionar a las bolsas a la baja.

Existen asimismo múltiples focos de atención geopolítica en 2024.

	Desde inicio guerra Israel-Hamás
IBEX 35	9%
EUROSTOXX 50	6%
SPX 500	6%
NASDAQ 100	7%
MSCI CHINA	0%
BRENT	-5%
TTF (gas Europa)	10%
EURUSD	3%
ORO	11%

Datos a 30/11/2023

Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Bloomberg

## Focos de atención geopolítica 2024

### Procesos electorales

Taiwán (Ene-24)  
Parlamento Europeo (May-24)  
Presidenciales EE.UU. (Nov-24)

### Conflictos geopolíticos

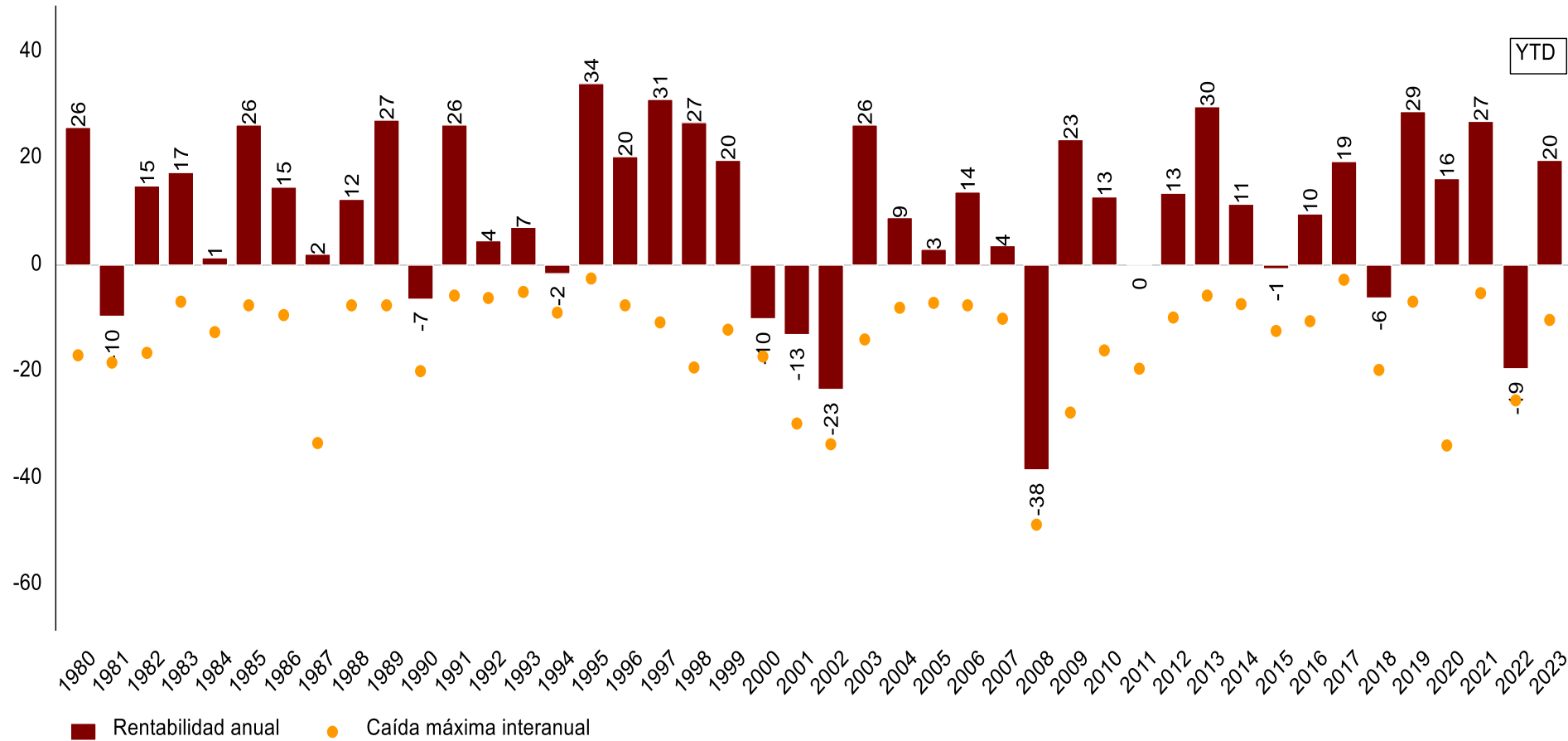
Rusia-Ucrania  
Israel-Hamás

# Riesgos cíclicos, de tipos y geopolíticos podrían propiciar mejores puntos de entrada. Las caídas son para comprar con una visión de medio plazo



Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

S&P 500



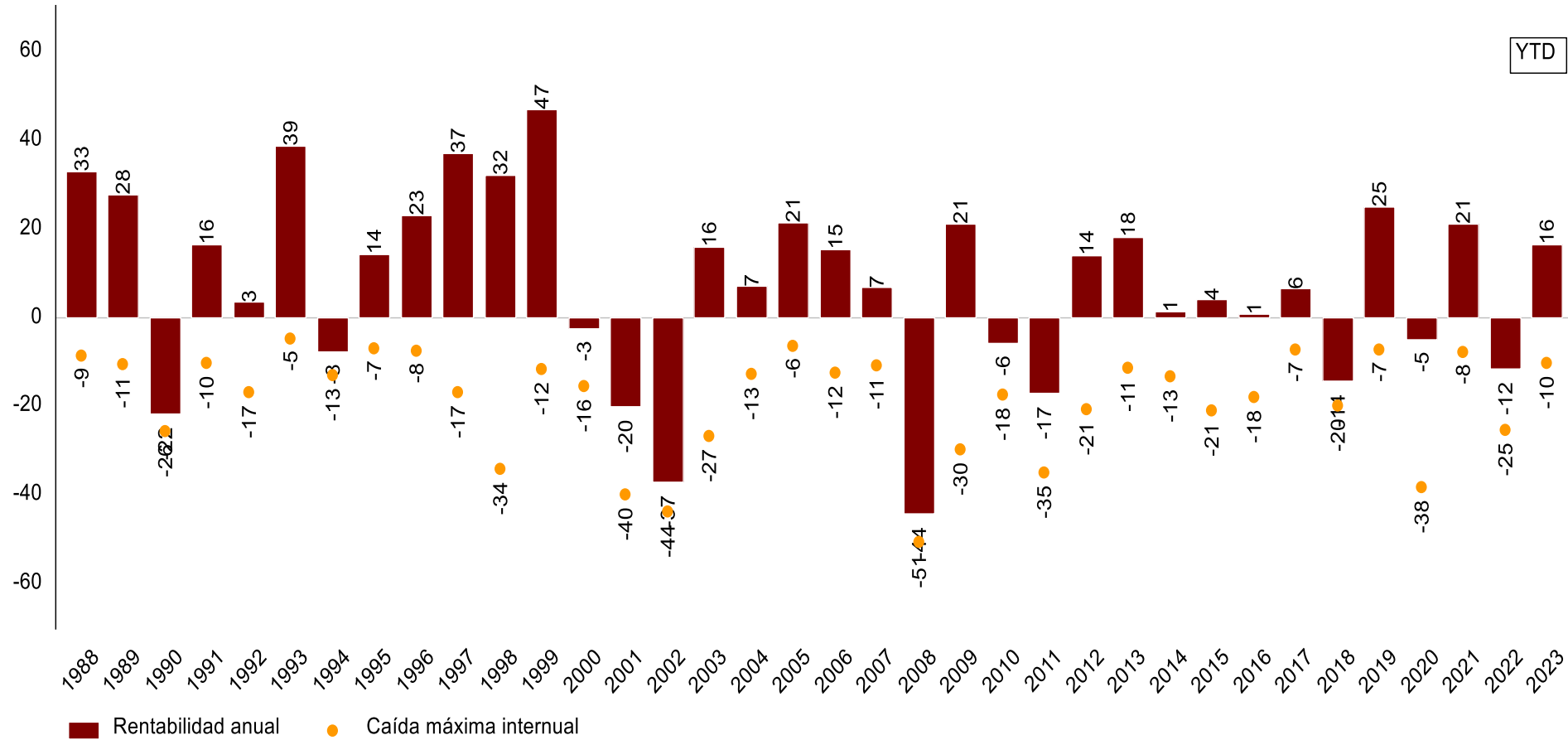
Fuente: Refinitiv Datastream

# Las caídas son para comprar con una visión de medio plazo



Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

Euro Stoxx 50



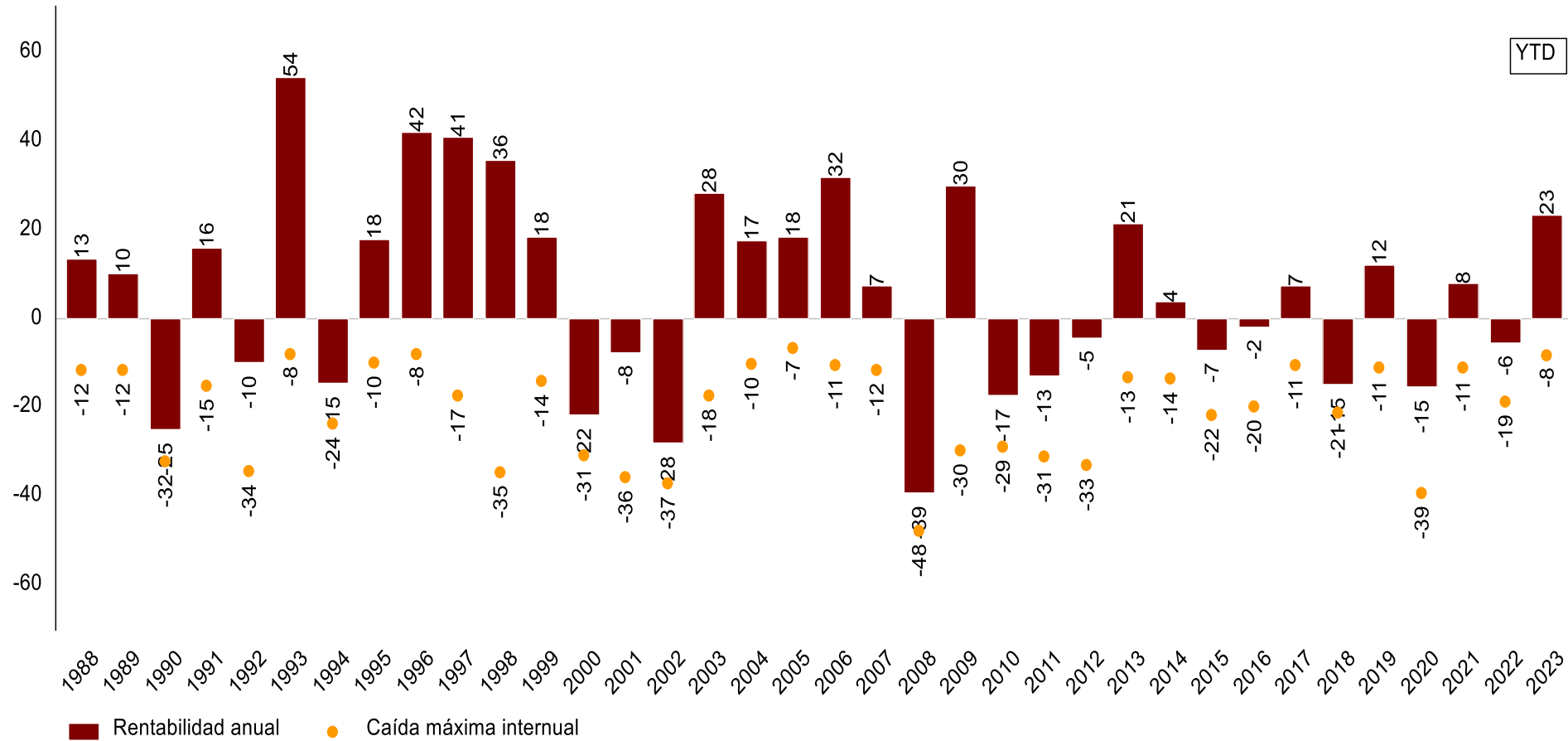
Fuente: Refinitiv Datastream

# Las caídas son para comprar con una visión de medio plazo



Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

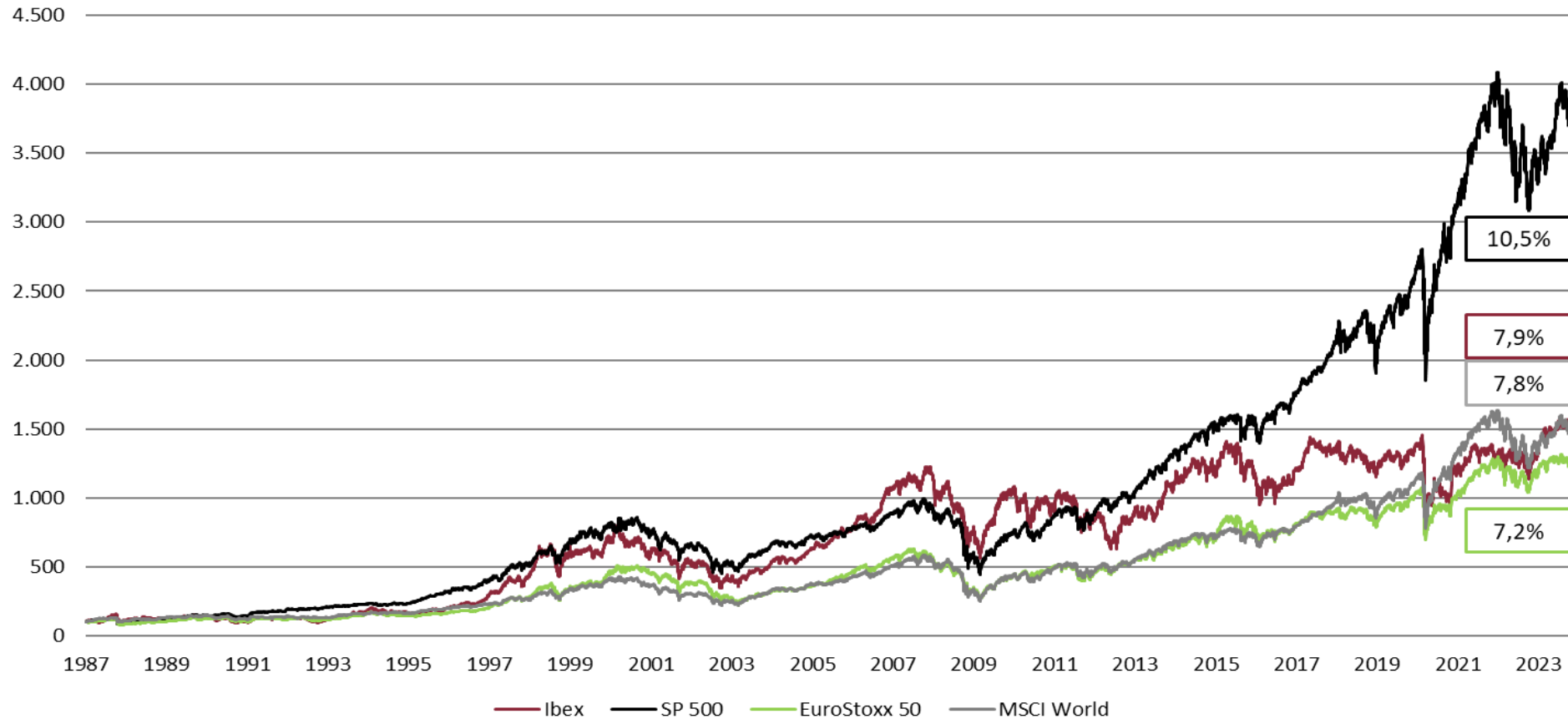
IBEX 35



Fuente: Refinitiv Datastream



## Retorno total incl. dividendos (1987=100)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**RENTA FIJA:** Rentabilidades atractivas. Aumentando ligeramente la **duración**.

**DEUDA PÚBLICA:** las **TIRes son muy atractivas**. Vemos los **Supras** y algún **semi-core** (Francia) especialmente interesantes al ofrecer en algunos casos rentabilidades superiores al Gobierno español con mejor calidad crediticia. Mejor **core** que periferia.

**RENTA FIJA PRIVADA:** la actual TIR hace que éste sea un **buen nivel de entrada**.

**INVESTMENT GRADE:** las rentabilidades actuales son una **oportunidad para seguir mejorando la calidad de las carteras**. Dentro del **sector financiero** preferimos el Sur de Europa e Irlanda por la estructura del balance, que seguirá recogiendo las subidas de tipos. Dentro del **sector corporativo** preferimos sectores defensivos.

**HIGH YIELD:** en HY seguimos siendo muy **cautos** ya que prevemos un **incremento de los niveles de default** en un contexto de deterioro cíclico y, además, **hay una elevada necesidad de refinanciación** de este tipo de emisores en 2024 y 2025.

	--	-	Neutral	+	++
Liquidez					
Renta Fija					
Gobiernos					
Crédito IG					
Crédito Financiero					
High Yield					

# Valoración *Bottom Up* Ibex 35



Compañía	PRECIO ACTUAL	PRECIO OBJETIVO RENTA 4	DTO (+) / PRIMA (-)	DTO (+) / PRIMA (-) relativo a Ibex	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL ACTUAL (MLN EUROS)	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL OBJETIVO (MLN EUROS)	PONDERACIÓN ACTUAL
ACCIONA	132,15	147,00	11%	-5%	7.249	8.064	1,1%
Acciona Energia	27,84	28,75	3%	-13%	9.166	9.466	1,4%
ACERINOX	10,04	14,30	42%	26%	2.503	3.565	0,4%
ACS	36,93	40,40	9%	-7%	10.273	11.238	1,6%
AENA	159,90	166,20	4%	-13%	23.985	24.930	3,7%
AMADEUS	64,20	64,50	0%	-16%	28.922	29.057	4,4%
ARCELORMITTAL	23,55	35,60	51%	35%	20.079	30.360	3,1%
BANCO SABADELL	1,35	1,98	47%	30%	7.585	11.141	1,2%
BANCO SANTANDER	3,85	5,67	47%	31%	62.277	91.764	9,5%
BANKINTER	6,44	7,77	21%	4%	5.787	6.984	0,9%
BBVA	8,66	8,90	3%	-14%	51.661	53.093	7,9%
CAIXABANK	4,16	4,68	12%	-4%	31.216	35.110	4,8%
CELLNEX TELECOM	35,25	46,00	30%	14%	24.903	32.498	3,8%
ENAGAS	17,10	18,14	6%	-10%	4.479	4.753	0,7%
ENDESA	19,42	21,22	9%	-7%	20.561	22.467	3,2%
FERROVIAL	31,77	35,60	12%	-4%	23.532	26.369	3,6%
FLUIDRA	18,30	18,40	1%	-16%	3.516	3.535	0,5%
GRIFOLS	13,21	22,50	70%	54%	5.629	9.588	0,9%
IAG	1,84	2,53	37%	21%	9.054	12.436	1,4%
IBERDROLA	11,52	13,60	18%	2%	73.123	86.364	11,2%
INDITEX	38,37	39,50	3%	-14%	119.586	123.108	18,3%
INDRA	14,33	18,60	30%	13%	2.531	3.286	0,4%
INMOBILIARIA COLONIAL	6,18	7,00	13%	-3%	3.335	3.777	0,5%
LOGISTA	23,88	31,00	30%	13%	3.170	4.115	0,5%
MAPFRE	2,01	2,27	13%	-3%	6.178	6.991	0,9%
MELIÁ HOTELS	5,81	7,50	29%	13%	1.279	1.653	0,2%
MERLIN PROPERTIES	9,38	10,30	10%	-7%	4.406	4.839	0,7%
NATURGY ENERGY	27,68	28,00	1%	-15%	26.839	27.149	4,1%
REDEIA	15,33	16,50	8%	-9%	8.292	8.928	1,3%
REPSOL	13,92	19,50	40%	24%	17.775	24.909	2,7%
ROVI	56,15	60,00	7%	-10%	3.033	3.241	0,5%
Sacyr	3,09	4,13	34%	17%	2.112	2.821	0,3%
Solaria	17,40	18,30	5%	-11%	2.174	2.287	0,3%
TELEFÓNICA	4,02	4,60	15%	-2%	23.193	26.566	3,6%
Unicaja	1,02	1,28	25%	9%	2.711	3.398	0,4%

IBEX ACTUAL	OBJ. 12 MESES	POTENCIAL
10.178	11.860	17%

España: Sobreponderar

Análisis *Bottom up*:  
Ibex ~ 11.850 puntos

# Recomendaciones, Precio Objetivo y Potencial



Compañía	Recomendación	Precio Objetivo	Potencial	Compañía	Recomendación	Precio Objetivo	Potencial	Compañía	Recomendación	Precio Objetivo	Potencial
Acciona	Mantener	147,00	13%	Clínica Baviera	Mantener	26,30	20%	LDA	Mantener	0,90	2%
Acciona Energía	Mantener	28,75	5%	Corticeira Amorim	Sobreponderar	11,50	26%	LLYC	Sobreponderar	13,50	57%
Acerinox	Sobreponderar	14,30	40%	Deoleo	Sobreponderar	0,29	25%	Logista	Sobreponderar	31,00	29%
ACS	Mantener	40,40	9%	DIA	Sobreponderar	0,03	125%	Making Science	Sobreponderar	16,20	51%
Aedas	Sobreponderar	21,00	21%	Dominion	Sobreponderar	6,00	80%	Mapfre	Mantener	2,27	12%
Aena	Infraponderar	166,20	4%	Ebro Foods	Sobreponderar	24,00	53%	Meliá Hotels	Sobreponderar	7,50	31%
Almirall	Sobreponderar	10,40	22%	Ecoener	Sobreponderar	6,50	73%	Merlin Properties	Sobreponderar	10,30	10%
Altia	Sobreponderar	5,20	16%	Enagas	Mantener	18,14	7%	Metrovacesa	Sobreponderar	9,90	18%
Altri	Mantener	5,10	6%	Ence	Sobreponderar	3,90	31%	Naturgy Energy	Infraponderar	28,00	2%
Amadeus	Mantener	64,50	1%	Endesa	Mantener	21,22	10%	Navigator	Mantener	4,10	10%
Applus	Sobreponderar	11,50	16%	Faes Farma	Sobreponderar	4,36	38%	Neinor	Sobreponderar	12,10	14%
ArcelorMittal	Sobreponderar	35,60	52%	Ferrovial	Mantener	35,60	12%	Proeduca	Sobreponderar	21,70	23%
Arima	Sobreponderar	10,00	48%	Fluidra	Infraponderar	18,40	-2%	Prosegur	Sobreponderar	3,80	108%
Arteche	Sobreponderar	6,00	56%	Gestamp	Sobreponderar	5,85	65%	Prosegur Cash	Sobreponderar	0,90	71%
Atresmedia	Sobreponderar	5,00	30%	Gigas	Sobreponderar	9,80	19%	Redeia	Infraponderar	16,50	7%
Atrys Health	Sobreponderar	7,31	97%	Greenvolt	Mantener	7,85	11%	Repsol	Sobreponderar	19,50	38%
Knowmad Mood	Mantener	3,50	7%	Grenergy	Sobreponderar	35,20	17%	Revenga Smart Solution	Sobreponderar	4,05	23%
Azkoyen	Sobreponderar	9,40	65%	Grifols	Sobreponderar	22,50	74%	Rovi	Mantener	60,00	6%
Banco Sabadell	Sobreponderar	1,98	47%	IAG	Sobreponderar	2,53	38%	Sacyr	Sobreponderar	4,13	32%
Banco Santander	Sobreponderar	5,67	48%	Iberdrola	Sobreponderar	13,60	19%	Solaria	Mantener	18,30	5%
Bankinter	Sobreponderar	7,77	21%	Inditex	Mantener	39,50	3%	Soltec	Sobreponderar	6,20	93%
BBVA	Mantener	8,90	4%	Indra	Sobreponderar	18,60	30%	Talgo	Sobreponderar	5,00	17%
CAF	Sobreponderar	50,50	58%	Inmobiliaria Colonial	Sobreponderar	7,00	14%	Técnicas Reunidas	Sobreponderar	14,10	57%
Caixabank	Mantener	4,68	14%	Inmobiliaria del Sur	Sobreponderar	10,40	46%	Telefónica	Sobreponderar	4,60	15%
Cellnex Telecom	Sobreponderar	46,00	31%	Inversa Prime	Sobreponderar	1,52	23%	Tubacex	Sobreponderar	5,30	55%
CIE Automotive	Sobreponderar	35,50	37%	Izertis	Sobreponderar	10,64	20%	Tubos Reunidos	Sobreponderar	0,83	27%
Clerph Estructuras	Sobreponderar	4,63	15%	Lar España	Sobreponderar	9,20	50%	Unicaja	Sobreponderar	1,28	25%
								Vidrala	Sobreponderar	99,30	17%

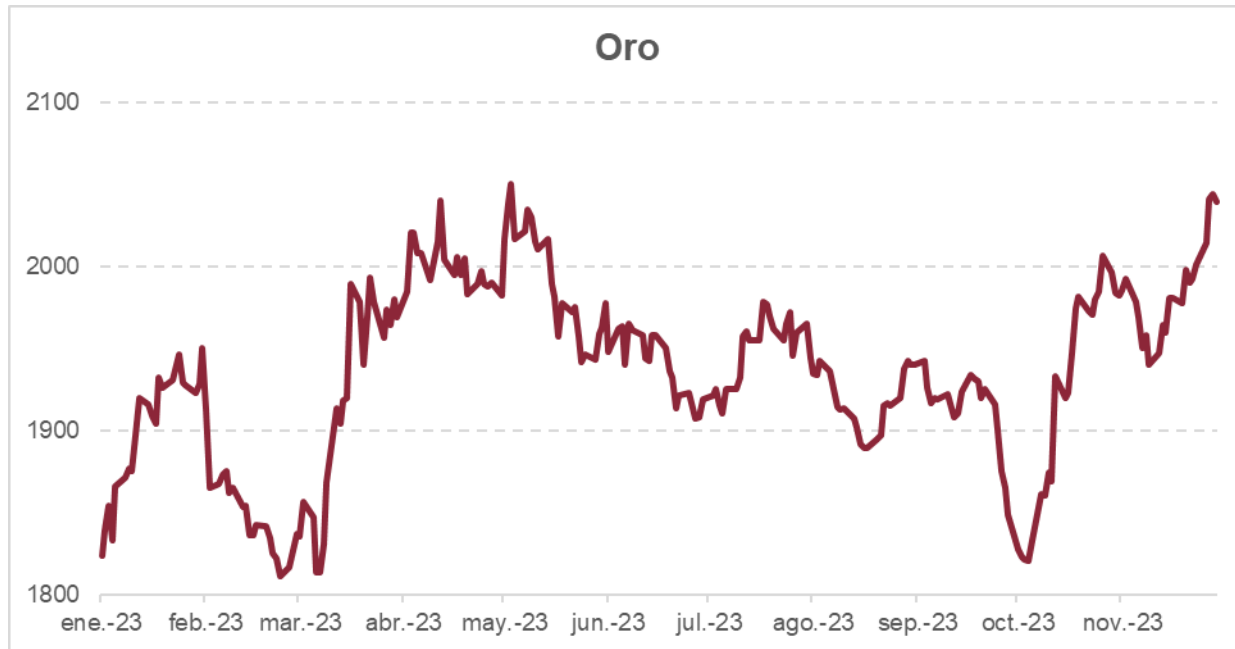
Fuente: Renta 4 Banco, datos a 1/12/2023

# Cambios de Recomendación / Precio Objetivo



Compañía	Precio Objetivo nuevo	Revisión precio objetivo	Recomendación nueva	Recomendación anterior	Compañía	Precio Objetivo nuevo	Revisión precio objetivo	Recomendación nueva	Recomendación anterior	Compañía	Precio Objetivo nuevo	Revisión precio objetivo	Recomendación nueva	Recomendación anterior
Acciona	147,00	-29%	Mantener	Mantener	Clínica Baviera	26,30	20%	Mantener	Mantener	LDA	0,90	-8%	Mantener	Mantener
Acciona Energia	28,75	-26%	Mantener	Mantener	Corticeira Amorim	11,50	6%	Sobreponderar	Sobreponderar	LLYC	13,50	-3%	Sobreponderar	Sobreponderar
Acerinox	14,30	-5%	Sobreponderar	Sobreponderar	Deoleo	0,29	4%	Sobreponderar	Mantener	Logista	31,00	-1%	Sobreponderar	Sobreponderar
ACS	40,40	28%	Mantener	Mantener	DIA	0,03	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Making Science	16,20	-14%	Sobreponderar	Sobreponderar
Aedas	21,00	2%	Sobreponderar	Sobreponderar	Dominion	6,00	2%	Sobreponderar	Sobreponderar	Mapfre	2,27	5%	Mantener	Mantener
Aena	166,20	14%	Infraponderar	Mantener	Ebro Foods	24,00	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Meliá Hotels	7,50	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
Almirall	10,40	2%	Sobreponderar	Mantener	Ecoener	6,50	-19%	Sobreponderar	Sobreponderar	Merlin Properties	10,30	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
Altia	5,20	70%	Sobreponderar	Mantener	Enagas	18,14	-3%	Mantener	Mantener	Metrovacesa	9,90	2%	Sobreponderar	Sobreponderar
Altri	5,10	-14%	Mantener	Mantener	Ence	3,90	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Naturgy Energy	28,00	10%	Infraponderar	Infraponderar
Amadeus	64,50	n.d.	Mantener	Mantener	Endesa	21,22	0%	Mantener	Mantener	Navigator	4,10	-9%	Mantener	Mantener
Applus	11,50	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Faes Farma	4,36	-3%	Sobreponderar	Sobreponderar	Neinor	12,10	10%	Sobreponderar	Sobreponderar
ArcelorMittal	35,60	10%	Sobreponderar	Sobreponderar	Ferrovial	35,60	20%	Mantener	Mantener	Proeduca	21,70	-4%	Sobreponderar	Sobreponderar
Arima	10,00	5%	Sobreponderar	Mantener	Fluidra	18,40	2%	Infraponderar	Mantener	Prosegur	3,80	-5%	Sobreponderar	Sobreponderar
Arteche	6,00	9%	Sobreponderar	Sobreponderar	Gestamp	5,85	2%	Sobreponderar	Sobreponderar	Prosegur Cash	0,90	-11%	Sobreponderar	Sobreponderar
Atresmedia	5,00	7%	Sobreponderar	Mantener	Gigas	9,80	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Redeia	16,50	-4%	Infraponderar	Infraponderar
Atrys Health	7,31	-7%	Sobreponderar	Sobreponderar	Greenvolt	7,85	-2%	Mantener	Sobreponderar	Repsol	19,50	n.d.	Sobreponderar	En Revisión
Knowmad Mood	3,50	-13%	Mantener	Mantener	Grenergy	35,20	16%	Sobreponderar	Sobreponderar	Revenga Smart Solution	4,05	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
Azkoyen	9,40	-2%	Sobreponderar	Sobreponderar	Grifols	22,50	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Rovi	60,00	12%	Mantener	Mantener
Banco Sabadell	1,98	-3%	Sobreponderar	Sobreponderar	IAG	2,53	14%	Sobreponderar	Sobreponderar	Sacyr	4,13	7%	Sobreponderar	Sobreponderar
Banco Santander	5,67	34%	Sobreponderar	Sobreponderar	Iberdrola	13,60	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Solaria	18,30	0%	Mantener	Sobreponderar
Bankinter	7,77	-5%	Sobreponderar	Sobreponderar	Inditex	39,50	5%	Mantener	Sobreponderar	Soltec	6,20	-14%	Sobreponderar	Sobreponderar
BBVA	8,90	6%	Mantener	Sobreponderar	Indra	18,60	21%	Sobreponderar	Sobreponderar	Talgo	5,00	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
CAF	50,50	13%	Sobreponderar	Sobreponderar	Inmobiliaria Colonial	7,00	6%	Sobreponderar	Sobreponderar	Técnicas Reunidas	14,10	14%	Sobreponderar	Sobreponderar
Caixabank	4,68	-16%	Mantener	Sobreponderar	Inmobiliaria del Sur	10,40	3%	Sobreponderar	Sobreponderar	Telefónica	4,60	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
Cellnex Telecom	46,00	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Inversa Prime	1,52	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Tubacex	5,30	18%	Sobreponderar	Sobreponderar
CIE Automotive	35,50	3%	Sobreponderar	Sobreponderar	Izertis	10,64	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Tubos Reunidos	0,83	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
Clerph Estructuras	4,63	3%	Sobreponderar	Sobreponderar	Lar España	9,20	26%	Sobreponderar	Sobreponderar	Unicaja	1,28	-14%	Sobreponderar	Sobreponderar
										Vidrala	99,30	-2%	Sobreponderar	Sobreponderar

Fuente: Renta 4 Banco



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

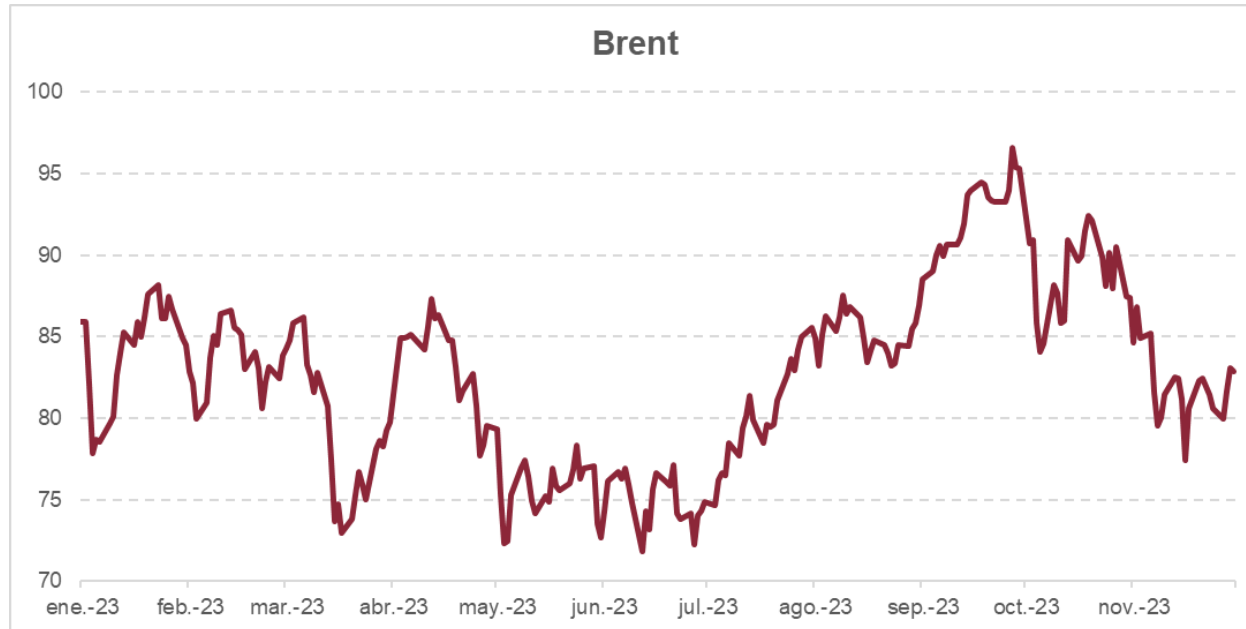
## Apoyos:

1. **Calidad de activo refugio** en el actual **contexto geopolítico**.
2. **Compras de bancos centrales**.
3. **Fin de subidas de tipos de intervención**.

## Formas de inversión en oro:

- ETF Oro (físico).
- Mineras de oro.

**Crudo**, apoyado por recortes de oferta a los que se suman nuevos **riesgos sobre la producción** ante la situación en Oriente Próximo.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

## Formas de inversión en crudo:

- Petroleras.
- Fondos Inversión Petroleras.

### La oferta de crudo, clave.

**Escenarios de riesgo del Banco Mundial:** evolución prevista de los precios del crudo en función del comportamiento de la oferta.

#### Moderado

- Oferta:  $-0,5\text{Mbd} < x < -2\text{Mbd}$
- Precio:  $+3\% < x < +13\%$

**93-102 USD/bi**

#### Medio

- Oferta:  $-3\text{Mbd} < x < -5\text{Mbd}$
- Precio:  $+21\% < x < +35\%$

**109-121 USD/bi**

#### Severo

- Oferta:  $-6\text{Mbd} < x < -8\text{Mbd}$
- Precio:  $+56\% < x < +75\%$

**140-157 USD/bi**

Fuente: Banco Mundial

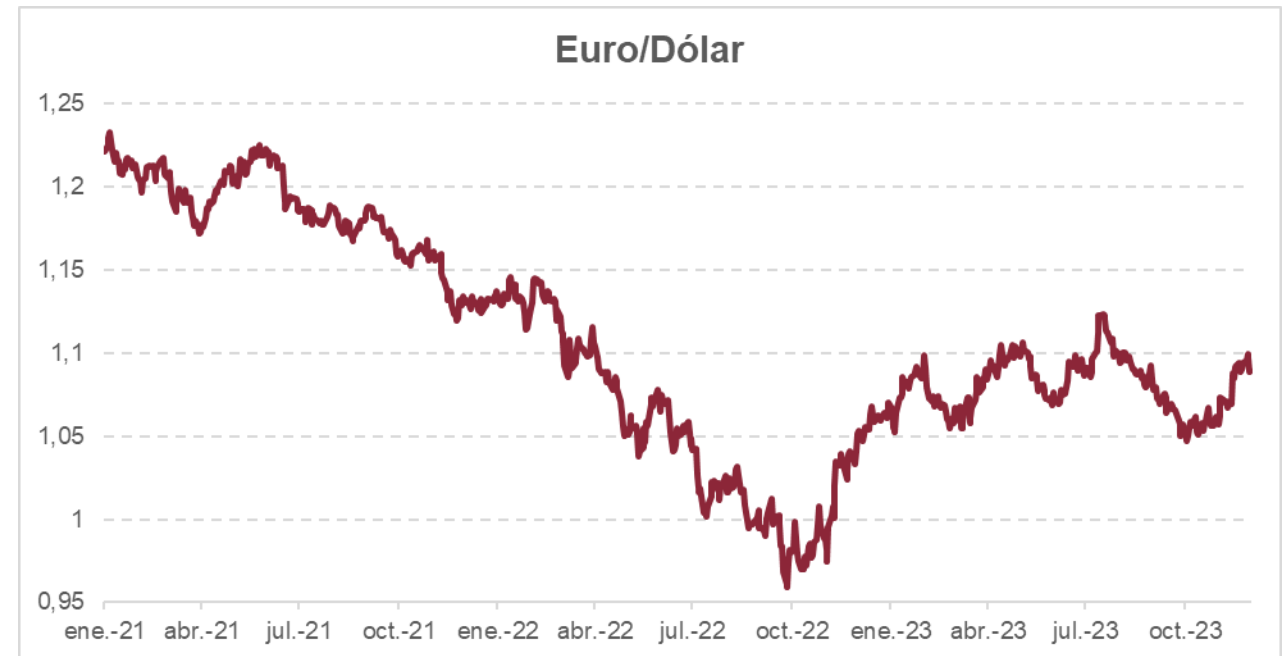
Esperamos progresiva depreciación del USD hacia la zona de 1,15-1,20 vs euro.

## Riesgos a la baja sobre el USD:

- Desaceleración del ciclo económico EE.UU. y continuidad en la tendencia de desinflación que adelanten las bajadas de tipos de la Fed.
- Reducción del gap de crecimiento entre Eurozona y EE.UU.
- Mayor apetito por el riesgo.

## Riesgos al alza sobre el USD:

- Adelanto de bajadas de tipos del BCE.
- Debilidad de China.
- Resiliencia del ciclo americano.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



**Fin de una época de política monetaria.** Hacia la nueva normalidad: ni tipos cero (ni negativos), ni barra libre de liquidez.

**Tipos altos por más tiempo.** Ante una **inflación aún alejada del 2%**, los tipos se mantendrán en terreno restrictivo en 2024 (EEUU 4,5%-4,75%, Europa 3,25%) para **volver a neutral** (3% y 2%-2,5% respectivamente) **solo cuando la inflación converja al objetivo** (¿2025?), sin descartar **revisión al alza** del mismo (3%) ante factores inflacionistas estructurales.

**Bajo crecimiento por más tiempo.** El modelo de **crecimiento en base a una deuda creciente** es intrínsecamente **insostenible** (se anticipa demanda futura y, por tanto, se limita la misma). El endurecimiento monetario y financiero lastrará el ciclo económico, presionando también los **beneficios empresariales**.

**El drástico giro en la política monetaria ha provocado un cambio sustancial en el escenario inversor.** Ahora existen alternativas rentables (renta fija).

- La **Renta Fija** vuelve a ofrecer rentabilidad. Preferimos duraciones cortas. Ir alargando sin prisa.
- En **Renta Variable**, ganadores y perdedores en el entorno actual (K).
- En **Materias primas**, oro y crudo como inversiones preferidas.

## DISCLAIMER

### 1. Información objetiva

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/reanalisis/empresas.html>) podrá consultar, para este valor y sobre las recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses: (i) la fecha y la hora en la que se finalizó cada uno de los informes publicados; (ii) la recomendación y (iii) el precio objetivo. Nota: la fecha y hora se identifican con las de la primera difusión de la recomendación a la que hacen referencia.

### 2. Certificación de analistas

El Departamento de Análisis de Renta 4 Banco está integrado por los siguientes analistas: Natalia Aguirre y César Sánchez-Grande (Directores), Álvaro Arístegui, Javier Díaz, Pablo Fernández, Nuria Álvarez, Eduardo Imedio, Ángel Pérez e Iván San Félix (Analistas)

El/los analista/s que participan en la elaboración de la recomendación o recomendaciones de este informe de análisis, identificados en el mismo, certifican por la presente que las opiniones que se expresan reflejan fielmente sus opiniones personales.

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por Renta 4 Banco, aunque éstos no reciben compensación directamente vinculada a operaciones relativas a servicios de inversión o auxiliares prestados por Renta 4 Banco a cualquier otro tipo de operaciones o comisiones de negociación que Renta 4 Banco o cualquier otra persona perteneciente al Grupo Renta 4 (en adelante "el Grupo") realice o reciba.

### 3. Información importante

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por el departamento de Análisis de Renta 4 Banco con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso.

Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por ninguna de las personas del Grupo por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las entidades del Grupo no asumen compromiso alguno de comunicar cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Las entidades del Grupo no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores.

De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Los empleados del Grupo pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Salvo que se indique lo contrario en el presente informe, no existe intención de actualizar esta información.

### 4. Información respecto a la comunicación de intereses o conflictos de intereses

No aplicable: El analista que firma el presente informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.

Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.

El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta <https://www.r4.com/normativa>, así como con una Política de Conflictos de Interés [https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid\\_conflictos.pdf](https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_conflictos.pdf), ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).

Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science

No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.

No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con atSistemas (asesor registrado), Clínica Baviera, Grupo Ecoener, Castellana Properties (asesor registrado), Izertis (asesor registrado), Llorente y Cuenca (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Making Science (asesor registrado), Revenga Smart Solutions, Unicaja e Inversa Prime Sociimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis esponsorizado con Amper, Azkoyen, Clerhp Estructuras, DIA, Inmobiliaria del Sur, Nextil, Revenga Smart Solutions y Tubos Reunidos, servicios por los que cobra honorarios. Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENERS.A. y de IZERTIS S.A.

### 5. Sistemas de recomendaciones

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg, Factset, Prensa económica (entre otros Expansión, Cinco Días, El Economista, FT, etc.), Prensa General (El Mundo, El País, ABC, La Razón, etc.), Webs de Información económica (Bolsa de Madrid, Sociedad de Bolsas, BME Growth, versiones digitales de prensa económica y general, etc.), Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, BCE, FED, Bank of England, Bank of Japan.

Los precios objetivos y recomendaciones se establecen de acuerdo con la evolución esperada hasta el final del año natural, salvo indicación contraria en el propio informe. A partir del mes de diciembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja, VAN, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo.

Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Sobreponderar, potencial de revalorización mayor al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Infraponderar, potencial de revalorización inferior al del índice de referencia (Ibex35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Mantener, potencial de revalorización similar al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe). Estas definiciones son indicativas. Las recomendaciones pueden diferir de estas guías cuando esté justificado por factores de mercado, tendencias de la industria, eventos específicos de la compañía, etc.

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/reanalisis/empresas.html>) podrá consultar, a fecha actual, de las recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco para el universo de compañías en cobertura: (i) la cotización del último informe; (ii) el precio objetivo; (iii) el tipo de recomendación; (iv) la fecha y hora del último informe; (v) el analista; (vi) la validez del precio objetivo y (vii) el porcentaje de las categorías de recomendación (sobreponderar, infraponderar, mantener o en revisión) sobre el total de las recomendaciones realizadas en los últimos 12 meses.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.