

Estrategia de Inversión 2T 2025

Nadie sabe casi nada. Ciclo expansivo cuestionado. Reajuste. Recesión improbable. Posicionamiento algo menos agresivo.



Todos nuestros informes, carteras modelo, vídeos y demás información está disponible en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Índice

Resumen	4
1.- Visión Global	5
2.- Mercados y Estrategia de Inversión	14
2.1.- Bolsas	14
2.2.- Bonos	19
2.3.- Divisas	21
3.- Contexto Económico 2025	22
3.1.- EE.UU.	22
3.2.- UEM	24
3.3.- España	26
3.4.- Portugal	28
3.5.- Otras economías	30
Síntesis de estimaciones	39
ANEXO I: Carteras Modelo de Fondos, ETFs y Acciones. Bankinter Roboadvisor y Capital Advisor	43
ANEXO II: Carteras de Inversión Temática	45
ANEXO III: Ratios y estimaciones para las compañías del Ibex-35 y EuroStoxx-50	46
ANEXO IV: Estadística de Recomendaciones Emitidas	50

Equipo de Análisis y Mercados

▪ Análisis

Ramón Forcada
Juan Tuesta
Rafael Alonso
Pedro Echeguren
Guilherme Pavão

Aránzazu Cortina
Elena Fernández-Trapiella
Aránzazu Bueno
Jorge Pradilla

Pilar Aranda
Esther Gutiérrez de la Torre
Juan Moreno
Carlos Pellicer

▪ Mesa de Ejecución y Ventas

Lorena Pinedo
Félix Montero
Daniel Pérez

Carlos Martínez Monedero
David Francia

Nicolás Angulo
Raúl Moreno

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

▪ Advertencias legales e identificación de fuentes de información relevantes

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

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Resumen

- **Algo ha comenzado a cambiar, aunque aún no pueda cuantificarse ni su alcance, ni su profundidad. Pero no es mejor.**- Es obvio que no es posible extraer conclusiones fiables de una información errática, confusa e imprecisa... que es el denominador común de la nueva Administración Americana. Por eso admitimos que sabemos poco. Desde luego, menos que antes. Y que tal vez lo único cierto sea que los riesgos se mueven al alza, tras un largo periodo de contención.
- **Ni el crecimiento, ni la inflación, ni el riesgo implícito asumido al invertir son los mismos ahora que hace unos meses.**- Acaba de arrancar lo que podría llegar a ser una guerra arancelaria de gran alcance... o bien, por el contrario, tener consecuencias limitadas y disminuir en intensidad con el paso del tiempo, en función de las correcciones que se apliquen al comprobar que se trata de un **proceso en el que todos pierden**. Eso redundará en una disminución de los beneficios empresariales (tanto por la pérdida de vigor del Consumo Privado y la Inversión Empresarial, como por la absorción parcial del coste de los aranceles contra los márgenes empresariales), que son los que determinan, como factor principal, las **valoraciones** de las compañías y, por extensión, la evolución de las bolsas en el medio y largo plazo. Así que, obviamente, **a menores beneficios, menores valoraciones y evolución más modesta de las bolsas**. Además, tenemos la evidencia de que una inflación superior suele venir acompañada de tipos de interés también superiores (o menos bajos, en nuestro ciclo económico actual), factor que también hace que las valoraciones de las compañías sean inferiores. Y, por extensión natural, de las bolsas. Nuestras valoraciones actualizadas sólo otorgan potencial de revalorización positivo - y francamente modesto - a la bolsa americana, de manera que resulta inevitable **reducir exposición a riesgo**.
- **Si es necesario reaccionar, lo mejor es hacerlo cuanto antes. De lo contrario incurriríamos en una especie de "parálisis por el análisis".**- Si los riesgos son superiores, el crecimiento y los beneficios se revisan a la baja, las perspectivas de inflación al alza y la información resulta difícilmente interpretable de forma fiable, lo más razonable es asumir algo menos de riesgo. Permanecer con niveles de exposición elevados como hasta ahora - y que tan buenos resultados nos ha dado - como si nada hubiera cambiado no se entendería fácilmente porque no sería coherente con el deterioro progresivo del contexto. En consecuencia, reducimos 10 puntos porcentuales lineales a todos los niveles de exposición recomendados para cada perfil de riesgo. Por lo tanto, nuestra escala actualizada queda de la siguiente manera: 70% Agresivo/50% Dinámico/40% Moderado/25% Conservador/20% Defensivo.
- **Precaución, pero no miedo. Adaptación y reducción riesgos.**- El giro geoestratégico americano vuelve vulnerable el ciclo económico y eso ya empieza a afectar a las perspectivas de inflación, crecimiento económico y de resultados corporativos. La situación se ha complicado algo más en el primer trimestre de 2025, así que conviene no infravalorar unos riesgos que se mueven al alza, incluso a pesar de que el reajuste esté tardando en llegar a Europa. No sería la primera vez que sucedería así. El mercado americano se adapta al cambio y alerta siempre antes. Controlar riesgos debe ser la prioridad, al menos hasta verano. Y, mientras tanto, realizar un seguimiento frecuente y exhaustivo de posiciones, reduciendo la exposición a riesgo de manera preventiva y táctica, que aún no es estratégica.

1.- Visión Global.

"Permitir una injusticia implica abrir la puerta a todas las que le siguen."

Willy Brandt. Canciller de la RFA entre 1969 y 1974. Premio Nobel de la Paz e impulsor de las relaciones entre Alemania Occidental, Alemania Oriental, Polonia y la Unión Soviética. Perseguido por la Gestapo, cambió su auténtico nombre (Herbert Ernst Karl Frahm) por Willy Brandt, su alias desde entonces.

:: Algo ha comenzado a cambiar, aunque aún no pueda cuantificarse ni su alcance, ni su profundidad. Pero no es mejor.-

Honestamente, nadie sabe casi nada en este nuevo contexto de confusión continua. Ni en el frente económico, ni en el geoestratégico... que influye ahora más que antes en la economía. Pero nadie o casi nadie está dispuesto a admitirlo. No es nuestro caso. Sabemos menos que antes y nuestras estimaciones podrían ser menos fiables. Es obvio que no es posible extraer conclusiones fiables de una información errática, confusa e imprecisa... que es el denominador común de la nueva Administración Americana. Por eso admitimos que sabemos poco. Desde luego, menos que antes. Y que tal vez lo único cierto sea que **los riesgos se mueven al alza**, tras un largo periodo de contención.

:: Ni el crecimiento, ni la inflación, ni el riesgo implícito asumido al invertir son los mismos ahora que hace unos meses.-

Acaba de arrancar lo que podría llegar a ser una **guerra arancelaria** de gran alcance... o bien, por el contrario, tener consecuencias limitadas y disminuir en intensidad con el paso del tiempo, en función de las correcciones que se apliquen al comprobar que **se trata de un proceso en el que todos pierden**.

En momentos históricos previos en que también se aplicaron aranceles y se extendió el proteccionismo, como fue el caso en el periodo de entreguerras I Guerra Mundial (1914/18) - II Guerra Mundial (1939/45) del s.XX, terminó demostrándose que tiene lugar una disminución del comercio, una reducción del crecimiento económico, una inflación superior (la experiencia histórica demuestra que se trasladan a precios finales entre el 30% y el 50% de los aranceles) y una menor creación de empleo.

Por supuesto, eso redundará en una **disminución de los beneficios empresariales** (tanto por la pérdida de vigor del Consumo Privado y la Inversión Empresarial, como por la absorción parcial del coste de los aranceles contra los márgenes empresariales), que son los que determinan, como factor principal, las valoraciones de las compañías y, por extensión, la evolución de las bolsas en el medio y largo plazo. Así que, obviamente, **a menores beneficios, menores valoraciones y evolución más modesta de las bolsas**.

Además, tenemos la evidencia de que **una inflación superior suele venir acompañada de tipos de interés también superiores** (o menos bajos, en nuestro ciclo económico actual), factor que también hace que las valoraciones de las compañías sean inferiores. Y, por extensión natural, de las bolsas. Por tanto, no estamos mejor que hace 3 ó 12 meses, sino peor. Al menos en términos de expectativas. Y las expectativas, más que la realidad, marcan la dirección del mercado: bolsas, bonos, divisas...

Lo único realmente cierto es que los riesgos se mueven al alza, tras un largo periodo de contención.

Cualquier guerra arancelaria es un proceso en el que todas las partes pierden. Experiencias pasadas demuestran que no se trata de una suma cero, en que unos ganan lo que otros pierden.

:: Si es necesario reaccionar, lo mejor es hacerlo cuanto antes. De lo contrario incurrimos en una especie de "parálisis por el análisis".-

Por eso, cuando los cambios se producen inesperadamente es mejor **reaccionar enseguida** y abordar lo más importante en primer lugar. De lo contrario, se puede caer en *la parálisis por el análisis*. Y no queremos que sea nuestro caso ahora, porque opinamos que nunca lo ha sido.

Si los riesgos son superiores, el crecimiento y los beneficios se revisan a la baja, las perspectivas de inflación al alza y la información resulta difícilmente interpretable de forma fiable, **lo más razonable es asumir algo menos de riesgo**. Permanecer con niveles de exposición elevados como hasta ahora - y que tan buenos resultados nos ha dado - como si nada hubiera cambiado no se entendería fácilmente porque no sería coherente con el deterioro progresivo del contexto. En consecuencia, **reducimos 10 puntos porcentuales lineales a todos los niveles de exposición recomendados para cada perfil de riesgo**. Por lo tanto, nuestra escala actualizada queda de la siguiente manera: 70% Agresivo/50% Dinámico/40% Moderado/25% Conservador/20% Defensivo. Esta es la novedad más relevante de nuestra Estrategia de Inversión 2T 2025.

Debemos reaccionar enseguida y lo más razonable es asumir algo menos de riesgo.

Tabla 1.1.- Niveles recomendados de Exposición a Riesgo según perfiles (los anteriores se indican entre paréntesis).

Perfil	Exposición recomendada a Renta Variable (%)
Defensivo	20% (vs 30% ant.)
Conservador	25% (vs 35% ant.)
Moderado	40% (vs 50% ant.)
Dinámico	50% (vs 60% ant.)
Agresivo	70% (vs 80% ant.)

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

:: Los indicadores adelantados son clave para saber qué está cambiando.-

Si queremos reaccionar a tiempo, apoyados en argumentos y datos sólidos antes que en intuiciones, debemos dar prioridad a la interpretación de los indicadores adecuados. Ahora **es prioritario analizar con especial atención los indicadores de sentimiento y/o adelantados**, sobre todo los americanos porque reaccionan antes que los del resto de geografías, particularmente que los europeos. Hay que escuchar con especial atención a estos indicadores, especialmente a sus registros a partir de marzo, porque desde ese mes entramos en una fase delicada por la aplicación de aranceles y por el giro americano con respecto a Ucrania.

Es prioritario analizar con especial atención los indicadores de sentimiento y/o adelantados americanos, que reaccionan antes que los europeos y ya han comenzado a debilitarse.

Es un hecho que los primeros indicadores adelantados comenzaron a deteriorarse a partir de la segunda semana de marzo. El primero en mostrar un repentino y apreciable deterioro fue el **Índice de Confianza de la Universidad de Michigan** publicado el día 14: 57,9 puntos desde 64,7 y muy por debajo a los 63,0 puntos esperados, observando, además y lo que es más grave, serios repuntes en sus componentes de expectativas de inflación (Gráfico 1.1).

Gráfico 1.1.- Índice de Confianza Universidad de Michigan: Expectativas de Inflación.



A continuación, el día 17, el *Empire Manufacturing*: nada menos que -20,0 desde +5,7, esperándose -1,5. Eso sí es todo un retroceso brusco. Y, más adelante esa misma semana, el día 20, el denominado coloquialmente *Philly* o Índice de Confianza Empresarial de la Fed de Filadelfia también en retroceso, aunque no dramático (12,5 puntos desde 18,1 y frente a 8,5 esperado) y el **LEI o Indicador Adelantado** (-0,3% desde -0,2%). Hemos reunido todos ellos en el denominado Grupo de Gráficos 1.2 de la página 9 siguiente, en los cuales se puede apreciar, sin excepción, un repentino y apreciable giro de caída.

En definitiva, a mediados de marzo ya teníamos **4 indicadores americanos de sentimiento relevantes encadenando retrocesos** de una forma aparentemente coordinada y que resulta coherente con nuestra estimación de que ha empezado a materializarse un deterioro que no puede ignorarse, aunque tampoco dramatizarse. Porque este tipo de indicadores de sentimiento se denominan adelantados precisamente porque adelantan lo que veremos después en los indicadores intermedios (PMIs, por ejemplo) y retrasados (PIB, empleo...).

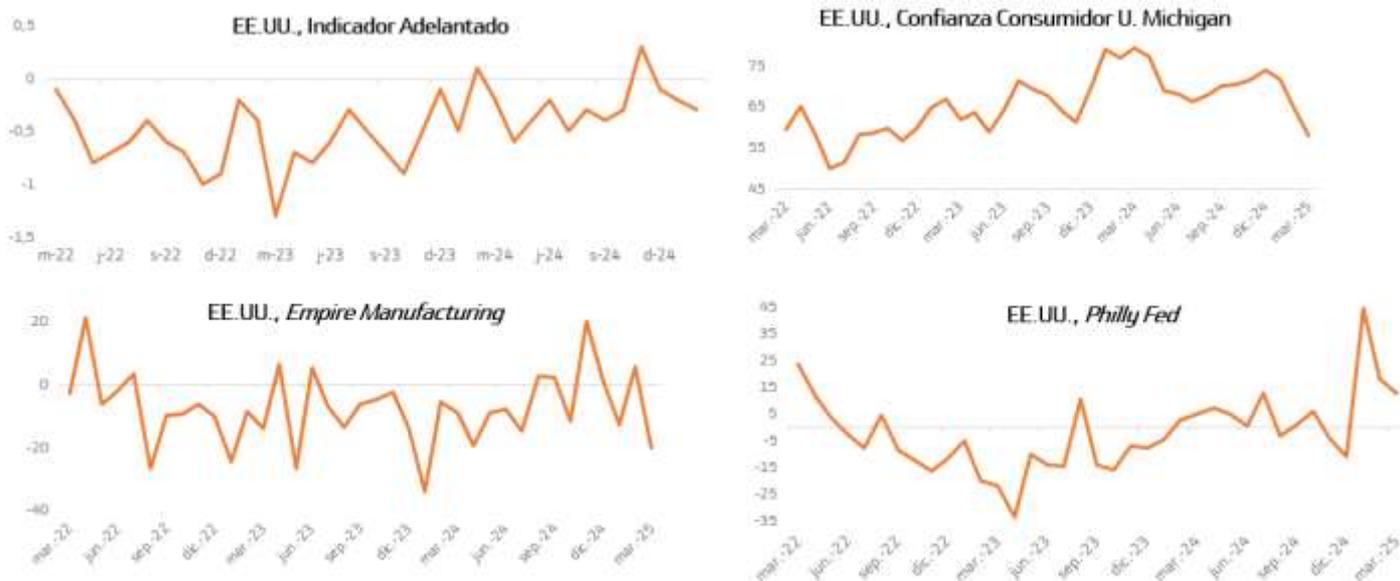
A mediados de marzo ya teníamos 4 indicadores americanos de sentimiento relevantes encadenando retrocesos, siendo lo más preocupante el repunte de las expectativas de inflación del Índice de Confianza de la Universidad de Michigan.

:: La ambigüedad de la Fed resulta extraña.-

Resulta difícil de explicar por qué **Powell** (Fed) ni siquiera hiciera alusión a ninguno de estos indicadores adelantados en su intervención tras la reunión de la Fed de los días 18 y 19 de marzo, tratando, por el contrario, de quitar hierro a la situación al decir, en términos generales y de forma algo vaga, que no hay que preocuparse por el ciclo económico porque no está en riesgo.

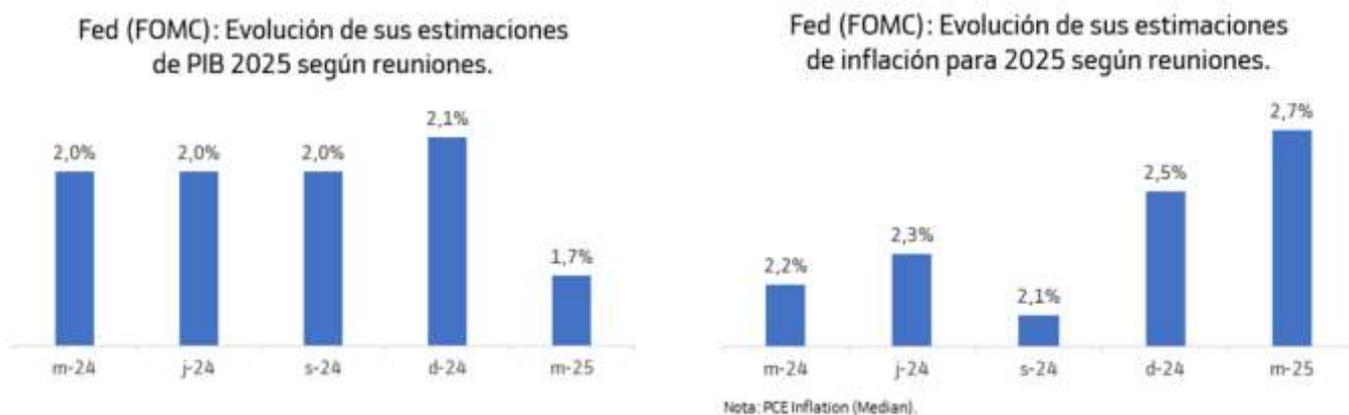
Sorprende esa inexpresividad y tranquilidad de Powell teniendo en cuenta que **la Fed no ha vuelto a bajar tipos desde Dic.2024**, cuando los dejó en 4,25/4,50% - que por algo sería -, mientras que en el comunicado de su reunión de marzo **revisó sustancialmente a la baja sus estimaciones para 2025 de crecimiento y al alza las de inflación**: PIB desde +2,1% hasta +1,7% e inflación (Deflador del Consumo Privado PCE) desde +2,5% hasta +2,7% (la Tasa Subyacente hasta +2,8% desde +2,5%, que es bastante).

Conjunto de Gráficos 1.2.- Estados Unidos: principales indicadores adelantados.



Además de estimar menos crecimiento y más inflación, la Fed advirtió en su comunicado de marzo no sólo que la incertidumbre sobre la economía ha aumentado, sino que **hizo desaparecer la parte del texto en que había venido afirmando que los riesgos sobre inflación y empleo están (es decir, estaban, que ya no lo están) equilibrados**. El fondo de su mensaje parece, analizado muy en frío, claramente menos tranquilizador que los anteriores. Es como si dijeran: "Bien, sabemos cada vez menos sobre lo que ocurre, probablemente creceremos menos y soportaremos más inflación, pero el impacto de los aranceles será transitorio y nuestra visión a largo plazo no cambia, así que continuaremos bajando tipos". Pero no parece que eso sea coherente con su revisión de estimaciones macro, ni que motive a la bolsa americana a seguir subiendo.

Gráfico 1.3.- Reserva Federal de los Estados Unidos: estimaciones de crecimiento e inflación.



Wall St. ha aguantado dignamente hasta ahora - aunque retrocede ca.-4% en 2025 hasta el 24 de marzo - porque, a cambio de esas estimaciones macro revisadas a la baja, la Fed insiste en que aplicará 2 bajadas más de tipos este año (hasta 3,75/40%), otras 2 en 2026 y otra más en 2027, para terminar en 3,00/3,25%. Pero nosotros creemos que hacer eso se volverá cada vez más difícil ante la amenaza de repunte de la inflación, que se agravará con la ampliación geográfica (represalias europeas, canadienses, chinas, etc) de la aplicación de los aranceles a partir de abril. Por eso estimamos que sólo aplicará las 2 bajadas de 2025 (hasta 3,75/4,00%) y ninguna más.

Estimamos que la Fed sólo aplicará las 2 bajadas de 2025 (hasta 3,75/4,00%) y ninguna más.

Gráfico 1.4.- Expansión de la Economía Americana y nivel de tipos de interés.

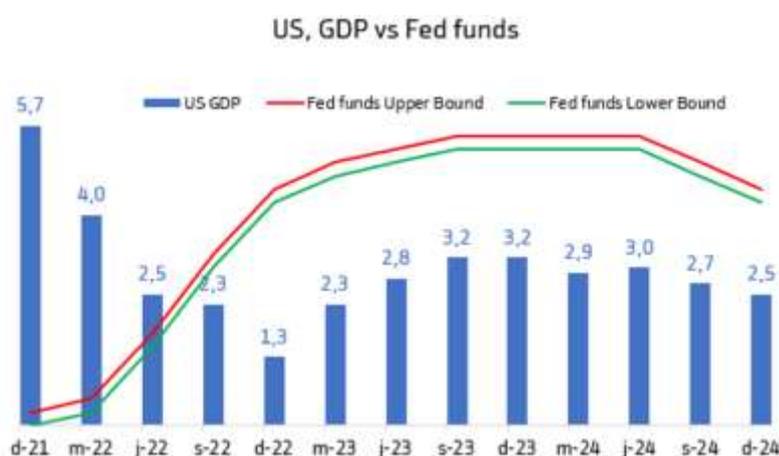
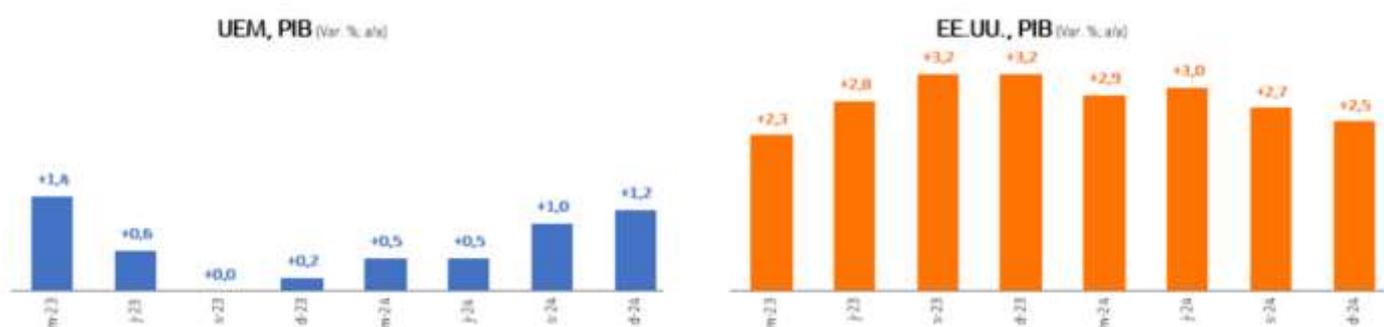


Gráfico 1.5.- Ciclo económico: comparativa entre Estados Unidos y Europa.



:: El BCE dispone ya de poco recorrido para bajar tipos, aunque aún no lo admita abiertamente porque se encuentra en la fase de cambio progresivo de su mensaje.-

El BCE cuantifica el impacto de los aranceles americanos en +0,5% inflación y -0,5% en PIB. Cualquier estimación cuantificada es siempre mejor que ninguna estimación. Insistimos en que todas las partes pierden en una guerra arancelaria; en que la idea de que una guerra comercial es suma cero es equivocada. Y en que ni los aranceles americanos resolverán su déficit

comercial superior a 900.000M\$, ni la reducción del tamaño de la administración (funcionarios y agencias) resolverá un déficit fiscal de aproximadamente 2Bn\$/año. Como tampoco mayor gasto en infraestructuras y defensa, en combinación con la flexibilización del límite constitucional al incremento anual de la deuda, en Alemania resolverá el insuficiente crecimiento (PIB) de la UEM, que estimamos será +0,9% este año y +1,3% el próximo.

Tabla 1.2.- Tipos de Intervención de los principales bancos centrales: estimaciones reunión a reunión.

		2025															
		Real 30-ene		Real 06-mar		Estimado 17-abr		Estimado 05-jun		Estimado 24-jul		Estimado 11-sep		Estimado 30-oct		Estimado 18-dic	
		Dep.	Dtor.	Dep.*	Dtor.*	Dep.	Dtor.	Dep.*	Dtor.*	Dep.	Dtor.	Dep.*	Dtor.*	Dep.	Dtor.	Dep.*	Dtor.*
BCE		2,75	2,90	2,50	2,65	2,50	2,65	2,25	2,40	2,25	2,40	2,25	2,40	2,25	2,40	2,25	2,40
		-25		-25		+0		-25		+0		+0		+0		+0	
		2025															
		Real 29-ene		Real 19-mar		Estimado 07-may		Estimado 18-jun		Estimado 30-jul		Estimado 17-sep		Estimado 29-oct		Estimado 10-dic	
		Low	High	Low*	High*	Low	High	Low*	High*	Low	High	Low*	High*	Low	High	Low*	High*
FOMC		4,25	4,50	4,25	4,50	4,25	4,50	4,25	4,50	4,25	4,50	4,00	4,25	4,00	4,25	3,75	4,00
		+0		+0		+0		+0		+0		-25		+0		-25	
		2025															
		Real*		Real		Estimado*		Estimado		Estimado*		Estimado		Estimado*		Estimado	
		06-feb		20-mar		08-may		19-jun		07-ago		18-sep		06-nov		18-dic	
BoE		4,50		4,50		4,50		4,50		4,25		4,25		4,00		4,00	
		-25		+0		+0		+0		-25		+0		-25		+0	
		2025															
		Real		Real		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado	
		24-ene		19-mar		01-may		17-jun		31-jul		19-sep		30-oct		19-dic	
BoJ		0,50		0,50		0,50		0,50		0,75		0,75		1,00		1,00	
		+25		+0		+0		+0		+25		+0		+25		+0	
		2026															
		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado	
		05-feb		19-mar		30-abr		11-jun		23-jul		10-sep		29-oct		17-dic	
		Dep.	Dtor.	Dep.*	Dtor.*	Dep.	Dtor.	Dep.*	Dtor.*	Dep.	Dtor.	Dep.*	Dtor.*	Dep.	Dtor.	Dep.*	Dtor.*
BCE		2,25	2,40	2,25	2,40	2,25	2,40	2,25	2,40	2,25	2,40	2,25	2,40	2,25	2,40	2,25	2,40
		+0		+0		+0		+0		+0		+0		+0		+0	
		2026															
		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado	
		28-ene		18-mar		29-abr		17-jun		29-jul		16-sep		28-oct		09-dic	
		Low	High	Low*	High*	Low	High	Low*	High*	Low	High	Low*	High*	Low	High	Low*	High*
FOMC		3,75	4,00	3,75	4,00	3,75	4,00	3,75	4,00	3,75	4,00	3,75	4,00	3,75	4,00	3,75	4,00
		+0		+0		+0		+0		+0		+0		+0		+0	
		2026															
		Estimado*		Estimado		Estimado*		Estimado		Estimado*		Estimado		Estimado*		Estimado	
		feb		marzo		mayo		junio		agosto		sept.		nov.		dic.	
BoE		3,75		3,75		3,75		3,75		3,75		3,75		3,75		3,75	
		-25		+0		+0		+0		+0		+0		+0		+0	
		2026															
		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado		Estimado	
		Enero		Marzo		Abril		Junio		Julio		Sept.		Oct.		Dic.	
BoJ		1,00		1,00		1,00		1,00		1,00		1,00		1,00		1,00	
		+0		+0		+0		+0		+0		+0		+0		+0	

En cuanto a tipos de interés, algo parecido a la Fed, pero menos rotundo, ocurrirá con el BCE. Hasta ahora estimábamos que aplicaría su última bajada de tipos en su reunión del 17 de abril de este año (-25 p.b., hasta 2,25%/2,40% Depósito/Crédito), pero retrasamos este movimiento estimado a su siguiente reunión del 5 de junio. Es decir, **bajará lo mismo que pensábamos antes, pero una reunión más tarde**. Sería coherente con lo que

creemos es la forma progresiva de ir transmitiendo al mercado su cambio hacia una política monetaria menos suave ante la posibilidad de que la inflación repunte durante el segundo semestre de 2025 al trasladarse a precios finales una parte de las subidas arancelarias, como hemos comentado anteriormente. Si, por el contrario, nos equivocásemos y el BCE bajase tipos incluso hasta 1,50%/1,65% como estima una parte no minoritaria del mercado, pensamos que eso sería una mala noticia porque significaría que estaría anteponiendo razones políticas (estimular un PIB insuficiente) a la corrección técnica (mantener la inflación contenida, preservando un margen de maniobra suficiente entre tipos directores e inflación esperada). No obstante, debemos reconocer que tal vez confiemos demasiado en la rigurosidad monetaria del BCE y que finalmente aplique alguna bajada de tipos más de las que nosotros estimamos formalmente.

En todo caso, al final la discusión se limita a esperar una o dos bajadas más o no y eso no es determinante para el contexto en su conjunto. Lo realmente relevante es que **los bancos centrales bajarán tipos menos y más tarde de lo esperado, que es lo que venimos defendiendo desde hace al menos un año**. Y eso no es mejor para bolsas y bonos, sino peor.

Los bancos centrales bajarán tipos menos y más tarde de lo esperado, que es lo que venimos defendiendo desde hace al menos un año. Y eso no es mejor para bolsas y bonos, sino peor.

:: El riesgo geoestratégico no se ha reducido y, por tanto, su contribución a elevar la prima de riesgo tampoco.-

Además, tenemos un **reposicionamiento geoestratégico americano cada vez más ambiguo** que impide revisar a la baja la prima de riesgo por geoestrategia. Estados Unidos ha pasado de enfrentar una inteligente estrategia militar de desgaste en Ucrania basada en principios que habría terminado debilitando a Rusia y, por tanto, reduciendo su capacidad de amenaza y desestabilización futura, a otra consistente en alcanzar una paz inestable aparentemente a cualquier precio que sólo conseguirá envalentonar a Rusia y a perpetuarla como amenaza de medio y largo plazo. Y eso será mucho más caro (gasto en defensa) y peligroso (prima de riesgo).

Porque si se aceptase una paz insegura (o tal vez sólo un alto el fuego temporal) a cambio de conceder a Rusia el territorio invadido, aceptar el fin del suministro de armas a Ucrania para defenderse, suspender la movilización de soldados ucranianos, reducir su ejército a una dimensión testimonial, aceptar que ninguna fuerza internacional supervise la situación (es decir: "no queremos que estéis para que veáis lo que vamos a hacer"), implantar un gobierno afín a Rusia (que defiende que el modelo a imitar en este sentido es el de Bielorrusia), que Ucrania renuncie a incorporarse a la UE y la OTAN... entonces la siguiente exigencia rusa será, probablemente, incorporar como territorio propio el Corredor Suwalki que conecta su estado vasallo Bielorrusia con el emplazamiento de Kaliningrado y que es donde se encuentra la flota rusa del Mar Báltico, que es territorio polaco (es decir, OTAN), o bien directamente que la OTAN se retire de lo que considera su "perímetro de seguridad", es decir, de Polonia y los Países Bálticos (Lituania, Estonia y Letonia). Y eso tampoco sería mejor, sino peor.

Si se aceptase una paz insegura en Ucrania (o tal vez sólo un alto el fuego temporal) a cambio de realizar todo tipo de concesiones, entonces la siguiente exigencia rusa marcaría un punto de no retorno en cuanto a riesgos geoestratégicos y costes económicos.

:: La persistencia de una situación geopolítica incierta, en combinación con estimaciones de PIB y beneficios corporativos revisándose a la baja sólo puede dar como resultado reducir los riesgos asumidos.-

Es por ello que tipos superiores a lo esperado, en combinación con beneficios empresariales y PIBs 2025 revisándose progresivamente a la baja (proceso que no ha hecho más que comenzar y que no se sabe cuál puede ser su profundidad), como se muestra en las tablas 1.3 y 1.4 y en el

Gráfico 1.6 que se ofrecen a continuación, y primas de riesgo algo superiores a lo habitual debido al riesgo geoestratégico que permanece abierto (y que estimamos en 25 p.b.), sólo pueden dar como resultado valoraciones de bolsas revisadas a la baja (Tabla 1.5).

Tabla 1.3.- Beneficios Por Acción (variación en %) reales 2024 y estimados 2025/26.

BPA, Var. %	2024r	2025e		2026e	
		Antes ¹	Ahora ²	Antes ¹	Ahora ²
EE.UU.	+9,9%	+13,6%	+11,8%	+12,0%	+12,9%
UEM	-4,9%	+6,8%	+5,4%	+9,0%	+9,6%
Europa	-1,6%	+5,5%	+5,5%	+8,7%	+8,6%
España	+10,0%	+2,1%	+5,1%	+4,9%	+5,5%
Portugal	+9,5%	-0,4%	-3,4%	+9,3%	+10,5%

Notas: (1) En Dic.2024. (2) En Marzo 2025.

Gráfico 1.6.- Revisión entre diciembre 2024 y marzo 2025 de los Beneficios Por Acción 2025 estimados para Estados Unidos y Europa.

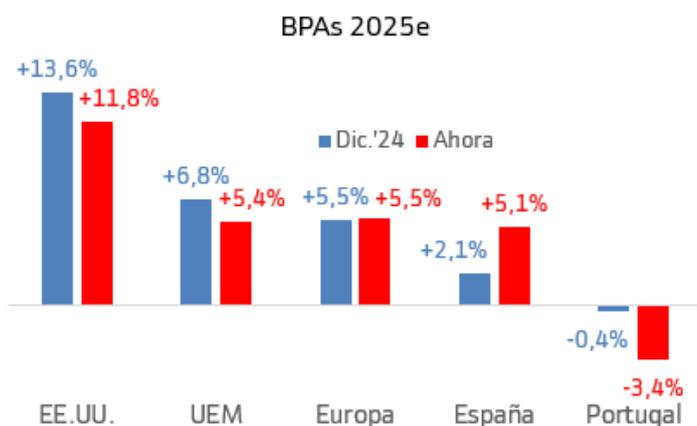


Tabla 1.4.- Crecimiento e Inflación en principales economías. Estimaciones actuales y anteriores.

	PIB					Inflación				
	2024r	2025e		2026e		2024r	2025e		2026e	
		Anterior ⁽¹⁾	Actual	Anterior ⁽¹⁾	Actual		Anterior ⁽¹⁾	Actual	Anterior ⁽¹⁾	Actual
UEM	+0,9%	+1,0%	+0,9%	+1,3%	+1,3%	+2,4%	+2,2%	+2,2%	+2,1%	+2,0%
España ⁽²⁾	+3,2%	+2,2%	+2,5%	+1,9%	+1,9%	+2,8%	+2,3%	+2,3%	+2,3%	+2,3%
Portugal	+1,9%	+1,7%	+2,3%	+2,1%	+1,9%	+3,0%	+2,2%	+2,5%	+2,1%	+2,2%
EE.UU.	+2,8%	+2,4%	+1,6%	+2,1%	+2,0%	+2,9%	+2,7%	+3,0%	+2,4%	+2,5%
R.Unido	+0,9%	+1,3%	+1,2%	+1,8%	+1,5%	+2,5%	+2,6%	+2,6%	+2,2%	+2,4%
Irlanda ⁽³⁾	+1,2%	+3,7%	+2,7%	+3,2%	+2,5%	+1,7%	+2,3%	+2,0%	+2,1%	+2,0%
Suiza	+1,3%	+1,5%	+1,3%	+1,6%	+1,5%	+0,6%	+1,2%	+0,7%	+1,3%	+1,0%
Japón	+0,1%	+1,2%	+1,1%	+0,9%	+0,8%	+3,6%	+1,9%	+2,0%	+1,7%	+1,8%
China	+5,0%	+4,5%	+4,5%	+4,3%	+4,3%	+0,1%	+1,0%	+0,7%	+1,5%	+1,5%
India	+6,7%	+6,9%	+7,1%	+6,7%	+6,7%	+5,2%	+4,5%	+4,5%	+4,3%	+4,3%
Brasil	+3,4%	+2,1%	+1,9%	+2,5%	+1,8%	+4,8%	+4,0%	+5,1%	+3,5%	+4,0%
Méjico	+1,3%	+1,2%	+1,1%	+1,3%	+1,5%	+4,2%	+4,2%	+3,5%	+4,0%	+3,4%
Argentina	-1,7%	+4,5%	+4,7%	+4,0%	+4,5%	+117,7%	+21,3%	+24,2%	+13,7%	+16,0%

e = Estimación propia

(1) Informe de Estrategia de Inversión 1T 2025 publicado en diciembre 2024. (2) Escenario central.

(3) Estimaciones basadas en la Demanda Interna ajustada, (excl. efecto multinacionales)

Tabla 1.5.- Potenciales estimados para las principales bolsas y su evolución desde 2021.

Bolsas	Potencial	Revisión	2025	2024	2023	2022	2021
Índice BKT EE.UU.	+3,6%	-14,0%	-2%	+23%	+24%	-19%	+27%
Índice BKT Europa	-17,8%	-5,1%	+11%	+8%	+19%	-12%	+21%
Índice BKT España	-3,5%	+3,5%	+15%	+15%	+23%	-6%	+8%
Índice BKT Portugal	-11,0%	-2,0%	+6%	-0%	+12%	+3%	+14%

Nota importante: Las estimaciones compendian las compañías incluidas en los índices propios de Bankinter sobre las bolsas de EE.UU., UEM, Europa, España y Portugal y que mantienen grados de correlación en el rango 86,7% y 99,9% con los índices y ETFs indexados más comúnmente tomados como referencia. Corresponden a consensos considerados fiables por Análisis y Mercados Bankinter.

Tabla 1.6.- TIR de los principales bonos de referencia a 10 años e identificación de las que consideramos son sus fronteras de riesgo.

BONOS. AHORA vs FRONTERAS DE RIESGO				
Bono	31/12/23r	31/12/24r	Ahora	Riesgo
T-Note	3,86	4,57	4,22	5,00
Bund	2,03	2,36	2,78	2,80/3,00
ES10YT	2,98	3,06	3,41	3,50/4,00
PT10YT	2,63	2,84	3,28	3,50/4,00
IT10YT	3,69	3,52	3,83	4,00/4,50

Nota: Las TIR del momento actual están tomadas al 21.03.2025.

:: En definitiva, precaución pero no miedo. Adaptación y reducir riesgos.

El giro geoestratégico americano vuelve vulnerable el ciclo económico y eso ya empieza a afectar a las perspectivas de inflación, crecimiento económico y de resultados corporativos.

La situación se ha complicado algo más en el primer trimestre de 2025, así que conviene no infravalorar unos riesgos que se mueven al alza, incluso a pesar de que el reajuste esté tardando en llegar a Europa. No sería la primera vez que sucedería así. **El mercado americano se adapta al cambio y alerta siempre antes.**

De todas formas, admitimos que nadie sabe lo suficiente como para tomar decisiones sin sentirse inseguro e incómodo. Nosotros no somos ninguna excepción al respecto. Debemos tener la humildad suficiente para reconocer que esto es así, ya que no pueden extraerse conclusiones fiables de datos confusos y situaciones ambiguas. **Controlar riesgos debe ser la prioridad, al menos hasta verano. Y, mientras tanto, realizar un seguimiento frecuente y exhaustivo de posiciones, reduciendo la exposición a riesgo de manera preventiva y táctica, que aún no es estratégica.**

Controlar riesgos debe ser la prioridad, al menos hasta verano. Y, mientras tanto, realizar un seguimiento frecuente y exhaustivo de posiciones, reduciendo la exposición a riesgo de manera preventiva y táctica, que aún no es estratégica.

2.- Mercados y Estrategia de Inversión

2.1.- Bolsas. Potencial limitado. Rebajamos exposición a bolsas -10% de forma lineal a todos los perfiles.

Trump ha supuesto un factor disruptivo en este comienzo de 2025, con medidas de política exterior más agresivas y erráticas de lo inicialmente esperado. Como consecuencia, aumenta la incertidumbre y la bolsa americana retrocede -4% en lo que va de año. En este entorno, sorprendentemente, las bolsas europeas han subido +12%, ante un menor riesgo percibido por la posibilidad de un acuerdo de paz entre Rusia y Ucrania y un aumento del gasto público en Alemania, que favorecería su recuperación económica.

Revisamos a la baja nuestras valoraciones de bolsas (-5% Europa y -14% EE.UU. vs anterior), con las 3 principales variables moviéndose a peor:

- Los **resultados empresariales** se revisan a la baja: En un entorno de menor crecimiento económico, se reduce la expectativa de resultados empresariales. En los últimos tres meses (ene-mar), los BPAs estimados para 2025 se han rebajado -4% en EE.UU. y -2% en Europa. Hay que tener en cuenta que los de Europa ya se recortaron -6% el trimestre anterior y que el crecimiento esperado es +5,4% 2025e, frente al +11,8% de EE.UU., donde todavía podríamos ver recortes adicionales en los próximos meses.
- Aumenta la **rentabilidad de los bonos soberanos**, como referencia de "activo libre de riesgo". Las tensiones comerciales generan nuevas presiones inflacionistas, lo que frenará a los bancos centrales en el proceso de rebajas de tipos y mantendrá la TIR de los bonos soberanos elevadas durante más tiempo. Estimamos Bund al 2,80% (vs 2,00% anterior) y T-Note al 4,40% 2025e (vs 4,20% anterior).
- **Prima de riesgo** todavía elevada: Se mantienen los riesgos geoestratégicos y aumentan los comerciales, derivados de mayores aranceles. Por ello, añadimos +75p.b. de prima adicional a la media histórica (10 años), tanto en EE.UU. como en Europa. Es el resultado de: (i) revisar al alza EE.UU. +25p.b. vs trimestre anterior, por mayores tensiones comerciales y (ii) rebajar -25p.b. la de Europa, por menor riesgo político tras las elecciones en Alemania.

Comienzo de año marcado por Trump. Sorprende el buen comportamiento de Europa (+12%) frente a EE.UU. (-4% YTD)

Rebajamos valoraciones de bolsas. Las principales variables se mueven a peor.

Tabla 2.1.1. Desglose primas de riesgo por región.

Prima de riesgo						Clases de riesgos
ESPAÑA		EE.UU.		UEM		
2T 2025	1T 2025	2T 2025	1T 2025	2T 2025	1T 2025	
25	25	25	25	25	25	Geoestrategia
25	25	0	0	0	25	Elecciones/Política
0	0	0	0	0	0	Materias Primas
25	25	25	25	25	25	BCE/Fed
0	0	0	0	0	0	China
25	25	25	0	25	25	Otros: Aranceles, etc.
100	100	75	50	75	100	Prima de riesgo

Bolsas sin potencial.

En este entorno, las bolsas no ofrecen potencial. EE.UU. está en precio y Europa sobrevalorada:

- (i) **Índice BKT EE.UU.:** Rebajamos la valoración -14%, penalizada por: (i) Revisión a la baja de resultados empresariales -4% en el último trimestre, aunque apuntan todavía a crecimientos de doble dígito (+11,8% 2025e y +12,9% 2026e); (ii) Aumenta la prima de riesgo (+25p.b.) ante las políticas arancelarias de Trump, que generan mayores tensiones comerciales, pudiendo tener impacto negativo en el crecimiento económico. (iii) Incrementamos nuestra estimación de TIR de T-Note hasta el 4,40% 2025e vs 4,20% anterior. Como consecuencia, la bolsa americana apenas ofrece potencial de revalorización (+3,6%).
- (ii) **Índice BKT Europa:** Recortamos la valoración -5%, a pesar de la rebaja de prima de riesgo (-25p.b.), tras las elecciones alemanas. Sin embargo: (i) Estimamos TIR Bund en 2,80% 2025e (vs 2,00% anterior), ante el esperado incremento de gasto público de Alemania; (iii) Los resultados empresariales vuelven a revisarse a la baja, -2% este trimestre, tras hacerlo en -6% el trimestre anterior. Apuntan a crecimiento de +5,4% en 2025e y +9,6% en 2026e. En definitiva, la bolsa europea está sobrevalorada en torno a un 18%.
- (iii) **Índice BKT España:** Es la excepción dentro de Europa. La valoración se mantiene estable y consideramos que está en precio. Descuenta ya un escenario de menor crecimiento de resultados empresariales (+5,1% 2025e y +5,5% 2026e), que de hecho se revisan al alza +2% en el último trimestre. Por otra parte, asumimos mayor diferencial del bono español a 10 años frente al Bund (+80p.b. vs +70p.b. anterior) y mantenemos niveles de prima de riesgo por encima de la media europea por política.
- (iv) **Índice BKT Portugal:** Rebajamos la valoración -6%, debido en gran medida a la revisión a la baja de resultados empresariales (-6% en el trimestre). Por otra parte, incrementamos la estimación de TIR del bono portugués hasta +3,30% para final de 2025, lo que implica reducir la prima frente al Bund hasta +50p.b. vs +65p.b. anterior. Esto se ve parcialmente compensado por la reducción de la prima de riesgo en -25p.b. en línea con Europa. En conclusión, consideramos que la bolsa portuguesa está también algo sobrevalorada.

Potencial estimado a dic.2025:

- *EE.UU. +3,6%*
- *Europa -17,9%*
- *España -3,5%*
- *Portugal -11%*

Tabla 2.1.2. Potenciales de bolsas a diciembre 2025

Bolsas	Potencial 2025e	PER'25e ⁽¹⁾		PER'26e ⁽¹⁾		BNA ⁽²⁾		Bono 10A ⁽³⁾	WACC
		Objetivo	Actual	Objetivo	Actual	2025e	2026e		
Índice BKT EE.UU.	+3,6%	23,1x	22,3x	20,5x	19,8x	+11,8%	+12,9%	4,4%	7,4%
Índice BKT Europa	-17,9%	13,1x	15,9x	11,9x	14,5x	+5,4%	+9,6%	3,3%	9,4%
Índice BKT España	-3,5%	12,0x	12,5x	11,4x	11,8x	+5,1%	+5,5%	3,6%	10,2%
Índice BKT Portugal	-11,0%	11,4x	12,8x	10,3x	11,6x	-3,4%	+10,5%	3,3%	9,5%

Nota importante: Valoraciones calculadas tomando como referencia las compañías incluidas en los índices propios de Bankinter sobre las bolsas de EE.UU., Europa, España y Portugal y que mantienen grados de correlación en el rango 86,7% y 99,9% con los índices y ETFs indexados más comúnmente tomados como referencia.

(1) PER calculado tomando como referencia el BPA 2025 esperados según consensos considerados fiables.

(2) Estimación crecimiento anual del Beneficio Neto Atribuible en 2025e y 2026e.

(3) Estimaciones de Bankinter de B10A para final del año 2025. En Europa se calcula un bono sintético ponderado según el peso de las compañías de cada país.

En este contexto de mayor incertidumbre y sin potencial en bolsas, reducimos exposición a renta variable, de forma táctica. Recortamos -10% linealmente en todos los perfiles, por lo que situamos la exposición entre el

Reducimos exposición a renta variable un 10% lineal en todos los perfiles.

20% del Defensivo y el 70% del Agresivo. Además, adoptamos un perfil más cauto en la selección de valores.

Geográficamente, **seguimos priorizando EE.UU.** sobre Europa, dónde el mayor crecimiento de resultados empresariales (+11,8% en EE.UU. vs +5,4% en Europa) debería actuar como soporte. En Emergentes, mantenemos **India** como única idea de inversión, con un binomio rentabilidad riesgo asumible, e insistimos en que hay que seguir fuera de China, dónde el ciclo económico se deteriora y los estímulos anunciados son de momento, confusos, poco concretos y no asumen compromisos reales.

Priorizamos EE.UU. sobre Europa. India es nuestra única recomendación en emergentes.

Tabla 2.1.3. Exposición recomendada a Renta Variable por Perfil de Riesgo

Perfil	Exposición recomendada a Renta Variable (%)
Defensivo	20% (vs 30% ant.)
Conservador	25% (vs 35% ant.)
Moderado	40% (vs 50% ant.)
Dinámico	50% (vs 60% ant.)
Agresivo	70% (vs 80% ant.)

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

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Sectorialmente, damos un giro respecto a trimestres anteriores y favorecemos los sectores considerados "defensivos" frente a los de "crecimiento".

Favorecemos sectores defensivos vs crecimiento.

Mantenemos los sectores de **Defensa** ([link Cartera Temática](#)) y **Ciberseguridad** ([link Cartera Temática](#)) dada la expectativa de elevadas inversiones futuras en el desarrollo de estos dos sectores en el contexto geopolítico actual. Reiteramos también nuestro posicionamiento en compañías de **elevado dividendo** dentro de los sectores de **Utilities e Infraestructuras** ([Cartera Modelo Selección Dividendo](#)). Por último, mantenemos Bancos, con más sesgo hacia Europa, **en un entorno de tipos de interés más benigno** (TIR de los bonos elevada), mejora en los índices de calidad crediticia y rentabilidad/ROTE atractiva. En EE.UU., **nuestra estrategia es más selectiva, con JP Morgan y Morgan Stanley** como entidades favoritas por valoración. En **Seguros**, la rentabilidad por dividendo es elevada y sostenible con ratios de solvencia muy holgadas.

Mantenemos Defensa, Ciberseguridad, Utilities, Infraestructuras y Bancos.

Como novedad, incorporamos el sector **Telecomunicaciones**. Además de un crecimiento estable y elevada rentabilidad por dividendo, ofrece posibles catalizadores, como: (i) mejora del entorno regulatorio a nivel europeo, (ii) reducción de costes financieros y (iii) operaciones corporativas.

Incorporamos a nuestra selección el sector Telecomunicaciones.

Finalmente, reducimos exposición de forma táctica a sectores de crecimiento, como **Tecnología, Semiconductores y Tecnología de la Salud**, que podrían verse penalizados en un entorno de incertidumbre como el actual. También sacamos de nuestra lista el sector **Inmobiliario** dado que podría seguir lastrado por un entorno de TIR de bonos elevados durante más tiempo y dudas sobre el crecimiento económico global.

Reducimos de forma táctica exposición a Tecnología, Semiconductores y Tecnología de la Salud.

Tabla 2.1.4. Sectores recomendados

SECTOR	COMPAÑÍAS	FONDOS & ETFs
DEFENSA	Rheinmetall, Leonardo, Thales, Indra, BAE, RTX, Gen Dynamics, LH Martin, Northrop, Aerovironment	Ningún fondo ni ETF se adecúa al sector
CIBERSEGURIDAD	Palo Alto, CrowdStrike, Fortinet, Okta, CyberArk, Gen Digital	FONDO: ALLIANZ CYBER SECURITY
UTILITIES / TRANSICIÓN ENERGÉTICA	Enel, Iberdrola, E.On, Redeia, Endesa, Constellation Energy	FONDO: NORDEA CLIMATE AND ENVIRONMENTAL EQUITY, BGF SUSTAINABLE ENERGY
INFRAESTRUCTURAS	Vinci, Sacyr, Cellnex, ACS, Ferrovial	FONDO: M&G GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE, FRANKLIN CLEARBRIDGE INFRASTRUCTURE VALUE FUND
TELECOMUNICACIONES	Deutsche Telekom, Telefónica, T-Mobile, AT&T	Ningún fondo ni ETF se adecúa al sector
BANCOS / ASEGURADORAS	Bancos: CaixaBank, Santander, Intesa, Unicredit, Commerzbank, JP Morgan, Morgan Stanley // Aseguradoras: Axa, Allianz, Mapfre	ETF: iSHARES S&P 500 FINANCIALS

Tabla 2.1.5. Tabla detallada de nuestras valoraciones para bolsas de cara a diciembre 2025.

Índice BKT EE.UU.	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	4,40%	4,40%	4,40%
2.- Inc. BNA 2025e ⁽¹⁾	+16,8%	+11,8%	+6,8%
Potencial estimado ⁽²⁾	+8,8%	+3,6%	-1,5%
PER 2025 estimado actual	21,2x	22,3x	23,5x
PER 2025 estimado Teórico	24,3x	23,1x	23,1x

Índice BKT Europa	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A ⁽³⁾	3,26%	3,26%	3,26%
2.- Inc. BNA 2025e ⁽¹⁾	+10,4%	+5,4%	0,4%
Potencial estimado ⁽²⁾	-13,8%	-17,9%	-22,0%
PER 2025 estimado actual	15,2x	15,9x	16,8x
PER 2025 estimado Teórico	13,7x	13,1x	12,4x

Índice BKT España	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	3,60%	3,60%	3,60%
2.- Inc. BNA 2025e ⁽¹⁾	+10,1%	+5,1%	0,1%
Potencial estimado ⁽²⁾	-1,4%	-3,5%	-5,6%
PER 2025 estimado actual	11,9x	12,5x	13,1x
PER 2025 estimado Teórico	12,3x	12,0x	11,8x

Índice BKT Portugal	Estimaciones según escenarios		
	Favorable	Central	Desfavorable
1.- Bono 10A	3,30%	3,30%	3,30%
2.- Inc. BNA 2025e ⁽¹⁾	+1,6%	-3,4%	-8,4%
Potencial estimado ⁽²⁾	-6,5%	-11,0%	-15,4%
PER 2025 estimado actual	12,2x	12,8x	13,5x
PER 2025 estimado Teórico	12,0x	11,4x	10,8x

(1) BNAs de consenso ajustados según estimaciones Bankinter.

(2) Cálculos con cierre 19 de marzo de 2025. Precio objetivo a dic-2025. Calculado según método PER Objetivo.

(3) Compuesto del B10A europeo según el peso de las compañías de cada país en BKT Europa

VALORACIONES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

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

Tabla 2.1.6. Análisis de sensibilidad: Bolsa EE.UU.-

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		4,9%	4,7%	4,4%	4,2%	3,9%
BPA vs Consenso	-10%	-18,2%	-12,8%	-6,7%	0,3%	8,5%
	-5%	-13,7%	-8,0%	-1,5%	5,9%	14,6%
	0%	-9,1%	-3,2%	3,6%	11,5%	20,6%
	5%	-4,6%	1,7%	8,8%	17,1%	26,6%
	10%	0,0%	6,5%	14,0%	22,6%	32,6%

Tabla 2.1.7. Análisis de sensibilidad: Bolsa Europa

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,8%	3,5%	3,3%	3,0%	2,8%
BPA vs Consenso	-10%	-31,7%	-29,0%	-26,1%	-23,0%	-19,6%
	-5%	-27,9%	-25,1%	-22,0%	-18,7%	-15,1%
	0%	-24,1%	-21,1%	-17,9%	-14,4%	-10,6%
	5%	-20,3%	-17,2%	-13,8%	-10,1%	-6,2%
	10%	-16,5%	-13,2%	-9,7%	-5,9%	-1,7%

Tabla 2.1.8. Análisis de sensibilidad: Bolsa España

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		4,1%	3,9%	3,6%	3,4%	3,1%
BPA vs Consenso	-10%	-10%	-9,1%	-7,8%	-6,3%	-4,8%
	-5%	-8,4%	-7,1%	-5,6%	-4,1%	-2,5%
	0%	-6,4%	-5,0%	-3,5%	-1,9%	-0,2%
	5%	-4,4%	-2,9%	-1,4%	0,3%	2,2%
	10%	-2,4%	-0,9%	0,8%	2,6%	4,5%

Tabla 2.1.9. Análisis de sensibilidad: Bolsa Portugal

		Rentabilidad del Bono Soberano 10A				
		3,8%	3,6%	3,3%	3,1%	2,8%
BPA vs Consenso	-10%	-25,9%	-23,0%	-19,9%	-16,5%	-12,8%
	-5%	-21,8%	-18,7%	-15,4%	-11,9%	-8,0%
	0%	-17,6%	-14,4%	-11,0%	-7,2%	-3,2%
	5%	-13,5%	-10,2%	-6,5%	-2,6%	1,7%
	10%	-9,4%	-5,9%	-2,1%	2,0%	6,5%

Fuente tablas de sensibilidades: Análisis y Mercados Bankinter

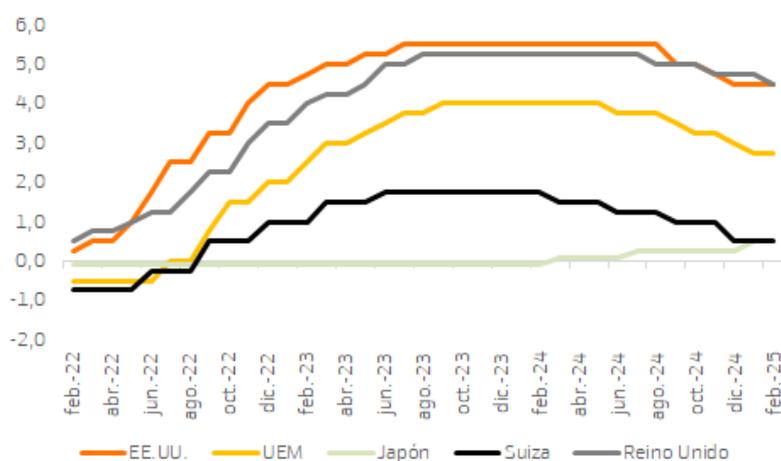
2.2.- BONOS. Volatilidad elevada. Mantenemos nuestra preferencia por el crédito europeo con duraciones cortas y medias.

La volatilidad es la nota dominante en el mercado de bonos. Los riesgos se mueven al alza y las rentabilidades (TIR) lo reflejan. **Los plazos largos presentan un binomio rentabilidad/riesgo menos atractivo.** La incertidumbre geopolítica y el temor a un deterioro en las cuentas públicas penalizará especialmente a estos tramos de la curva. En Europa la necesidad de invertir en defensa supondrá un fuerte impulso fiscal e implicará un aumento de los actuales niveles de endeudamiento y déficit, que parten de bases ya elevadas. Actualmente el FMI estima un déficit sobre PIB de -5,6% en 2025 para las economías desarrolladas con EE.UU. (-7,3%) y Francia (-5,9%) a la cabeza. Todo ello cuestiona la estabilidad de las primas de riesgo, conduce a un repunte de los tipos a largo (Bund +45 p.b. aprox. en el año) y provoca un aumento en la pendiente de las curvas soberanas europeas.

En EE.UU. la incertidumbre arancelaria supone un riesgo extra para la inflación, que viene rebotando desde septiembre tanto en EE.UU. como en Europa, y provoca dudas sobre la resistencia de la economía americana. La Fed se enfrentará a una situación complicada y la TIR del T-Note se resiente (-25 p.b. aprox. en el año). Nuestras estimaciones apuntan a una economía moderando su crecimiento (hasta +1,6% en 2025) con una inflación persistente (+3,0% en 2025). Estimamos dos bajadas de tipos en el conjunto de 2025 hasta 3,75%/4,0%.

En el caso del BCE, la reunión de marzo dio paso a un tono más duro (*hawkish*) que lleva a anticipar un periodo de pausa antes de implementar un nuevo recorte más en junio hasta 2,25%. En definitiva, unos bancos centrales menos proclives a bajar tipos supondrán otro frente de riesgo para los bonos.

Gráfico 2.2.1. Tipos de interés de referencia



La volatilidad es la nota dominante en bonos. En Europa el temor a mayores déficits presiona las rentabilidades al alza. Los plazos largos pierden atractivo en este contexto.

Los bancos centrales serán menos proclives a bajar tipos en un entorno de inflación persistente. Estimamos dos bajadas de tipos adicionales en el caso de la Fed, hasta 3,75%/4,0%, y una en el del BCE, hasta 2,25%.

En este contexto **la estrategia que mantenemos en bonos parece acertada. Seguimos primando las duraciones cortas y medias** (máximo 5 años). Los plazos ultra-cortos pierden atractivo tras los recortes de tipos ya implementados por los bancos centrales (-150 p.b. BCE, -100 p.b. Fed y -75 p.b. BOE) y los estimados para los próximos meses. Su capacidad para compensar la inflación disminuye en un contexto de caída progresiva de sus rentabilidades futuras. En el extremo opuesto, la volatilidad en los tramos largos supone un riesgo que no consideramos recompensado por su extra de rentabilidad. Parte del ajuste (alcista) en TIR ya se ha ejecutado en el caso del Bund, pero el proceso aún no ha concluido en periféricos. El Bund estabilizará en torno a sus niveles actuales. Nuestras estimaciones apuntan a una TIR de 2,80%/3,00% a cierre de año (vs. 2,0% anterior). Los periféricos serán los más presionados en próximos meses. El deterioro de las métricas fiscales conducirá a ampliaciones de las primas de riesgo. En el caso de España elevamos nuestra estimación hasta +80 p.b. (desde +70 p.b.) para 2025. Además, el repunte de TIR del Bund elevará su atractivo y supondrá un obstáculo adicional para el flujo de fondos hacia periféricos.

En el escenario actual consideramos que el crédito ofrece una mayor protección que los gobiernos. Aunque las compañías no son inmunes a las turbulencias de los soberanos, sus métricas de endeudamiento son saludables (deuda financiera neta sobre EBITDA del BKT Europa 2,0x y del BKT EE.UU. 1,1x) y las expectativas de beneficios por acción razonables (+5% 2025e / +10% 2026e BKT Europa y +12% 2025e/+13% 2026e BKT EE.UU.).

Dentro del crédito, primamos las emisiones de alta calidad en un momento en que los diferenciales en *high yield* (bonos por debajo de grado de inversión) están muy comprimidos y el dinamismo del ciclo global se cuestiona ante los riesgos para el comercio que acarrearán los aranceles implementados por EE.UU. Como referencia, en Europa el 3 años AAA cotiza alrededor de 2,70% vs. 3,00% el BBB y 4,00% el BB. En EE.UU. el 3 años AAA cotiza alrededor de 4,22% vs. 4,84% el BBB y 5,80% el BB.

Finalmente, en crédito de calidad (*investment grade*) preferimos Europa frente a EE.UU. Los diferenciales son estrechos en ambos casos. Sin embargo, los americanos se sitúan por debajo de su media histórica de los últimos 10 años mientras en Europa se sitúan ligeramente por encima y una posible reversión a la media ofrece cierto margen de seguridad.

Nuestra estrategia en bonos tiene sentido en el contexto actual. Primamos duraciones cortas y medias (máximo 5 años). Las rentabilidades de los plazos ultra-cortos pierden atractivo mientras los largos no ofrecen un extra de retorno suficiente para compensar su volatilidad.

Nuestra estrategia se centra en crédito de calidad. Los diferenciales de los bonos high yield (por debajo de grado de inversión) están muy comprimidos y el dinamismo del ciclo global se cuestiona ante los riesgos que los aranceles suponen para el comercio.

2.3.- DIVISAS: "La Fed no tiene prisa por bajar tipos y el diferencial de tipos con la UEM juega a favor de la estabilidad del dólar".

DIVISA	RANGO PROBABLE (Dic. 2025)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,05/1,10	El aumento en las perspectivas de Inflación y el deterioro en el saldo de la balanza comercial americana por el impacto de la política comercial/arancelaria pesa negativamente sobre la cotización del dólar. Estimamos que este impacto se compensa parcialmente por un diferencial de tipos que todavía es elevado frente a la UEM. Nuestras previsiones reflejan un rango para el EuroDólar de 1,05/1,10 en 2025 y 1,08/1,15 para 2026.	Lateral/Depreciadora 
Yen	160/170	Esperamos que la depreciación del yen se revierta en los próximos meses gracias a las graduales subidas de tipos de interés por parte del del Banco de Japón, mientras que el BCE aplicará un nuevo recorte de tipos en el año. El objetivo del BOJ es que se intensifique en la economía un círculo virtuoso entre salarios y precios que le permita seguir normalizando su política monetaria sin causar un impacto negativo sobre la economía. Las subidas salariales pactadas hasta ahora (+5,46% con el mayor sindicato de Japón) permiten cierto optimismo. Estimamos un rango de EURJPY de 160/170 para finales de 2025 y de 155/165 para 2026.	Lateral/Apreciadora 
Franco Suizo	0,94/0,98	Esperamos una menor presión en la tendencia de apreciación del franco suizo. El crecimiento y el diferencial de tipos jugarán a favor del euro. El Plan de inversión en defensa e infraestructura de Alemania y la movilización de 800.000M€ en la UEM en los próximos años por el Plan Rearme suponen una importante ronda de estímulos fiscales para activar la economía. Esto traerá mayores niveles de endeudamiento y tipos más elevados en la UEM. Con estos estímulos en Europa, el diferencial con los tipos en Suiza se amplía y resta presión en la tendencia de apreciación del franco suizo. Estimamos un rango de EURCHF de 0,94/0,98 para finales de 2025 y de 0,92/0,96 para 2026.	Lateral (=)
Libra	0,80/0,85	La tendencia apreciativa de la libra se mantendrá. Un mayor crecimiento de PIB que en Europa y un nivel de tipos más elevado favorecerá este ligero movimiento. Además se espera un menor impacto de la guerra comercial que en la Unión Europea, lo que también debería favorecer a la libra. Por tanto, estimamos un rango para el eurolibra de 0,80/0,85 en 2025 y una progresiva recuperación del euro a partir de 2026, hasta el rango 0,82/0,87.	Lateral/Apreciadora 

3.- Contexto Económico 2025

3.1.- EE.UU.: Los fundamentales macroeconómicos todavía son buenos, pero los aranceles restan dinamismo a la economía generan Inflación y dificultan el trabajo a la Fed.

Diagnóstico: Los fundamentales de la economía americana son sólidos, pero los datos más recientes de actividad todavía no reflejan el impacto negativo de la política comercial/arancelaria de la Administración Trump. El PIB crece a un ritmo de +2,5% en 4T 2024 (vs +2,7 en 3T 2024), con una Tasa de Paro de apenas 4,1% en febr. (vs 4,0% ant.) y la renta real de los hogares al alza (+4,0% en salarios vs + 2,8% en IPC). La Inflación avanza en la buena dirección y los tipos de interés se alejan de los máximos de 2024. Como referencia, la tasa subyacente del Deflactor del Consumo, que es el indicador de precios favorito de la Fed afloja hasta +2,6% en enero (vs +3,1% hace 12 m) con los tipos Fed Funds en 4,25%/4,505% (vs 5,25%/5,50% en abril 2024).

Los datos más recientes de actividad todavía no reflejan el impacto negativo de la política comercial/arancelaria.

Perspectivas: La historia demuestra que los aranceles perjudican el **comercio** internacional, generan **Inflación** y deterioran la **confianza** de las empresas, familias e inversores. El resultado es una involución del ciclo que desemboca en un menor ritmo de crecimiento del **PIB global**, volatilidad en los mercados y una rentabilidad inferior a lo habitual (bolsas y bonos). Esto es lo que explica la caída de la **bolsa americana** en 1T 2025, el aumento en los diferenciales de crédito y la demanda de activos refugio como el Oro (~3.000 \$/onza). Los aranceles de la Administración americana acaban de entrar en vigor (4/marzo) y se dirigen básicamente a las importaciones de China (70,0% vs 60,0% ant.) así como a el acero y aluminio (25%) que principalmente procede de Canadá, la UEM y Japón. El problema es que el presidente Trump amenaza con imponer aranceles a México (¿abril?), subir un 10% adicional a China y ampliar la lista de productos europeos (automóviles, medicamentos, semiconductores y bebidas alcohólicas).

La historia demuestra que los aranceles generan Inflación, deterioran la confianza y afectan negativamente al crecimiento.

La **estrategia amenazante y cambiante** del presidente Trump respecto al importe de los aranceles, el horizonte temporal, los productos objeto de gravamen y la reacción de los países afectados complican sobremanera la realización de estimaciones macro. En definitiva, afrontamos un 2T 2025 con **sobresaltos en el frente geopolítico-comercial** y macroeconómico (Inflación y PIB) que inevitablemente conlleva un aumento del **riesgo percibido** por los mercados. Como referencia, el índice VIX de volatilidad sube hasta el rango 20%/28% (vs 15% en dic.2024).

Afrontamos un 2T 2025 con sobresaltos en el frente geopolítico-comercial y macro (Inflación y PIB).

¿Qué ha cambiado en los últimos 2 meses? Fundamentalmente 5 cosas y todas importantes: (1) la **percepción del mercado** sobre la estrategia negociadora del presidente Trump. Las bolsas recibieron con entusiasmo el triunfo electoral en nov.2024 ante la expectativa de una política pro-crecimiento con recortes de impuestos (más consumo), desregularización del sector financiero (crédito al alza) y control del gasto público (menos déficit). El problema es que lo que parecía un arma negociadora (aranceles) se ha traducido en una realidad con visos escalar aún más, (2) la **Confianza de los consumidores** cambia a peor y suben las **perspectivas de Inflación**. El índice de Confianza de la Univ. de Michigan baja en marzo hasta 57,9 puntos (vs 64,7 ant. vs 73,2 en ene.25) y el subíndice que mide las perspectivas de Inflación a 12 meses alcanza +4,9% (vs +4,3% ant.), (3) se desvanece el optimismo en las **empresas medianas-pequeñas e inmobiliarias** donde el índice de confianza de los promotores/NAHB baja a 42 puntos en feb. (vs 47

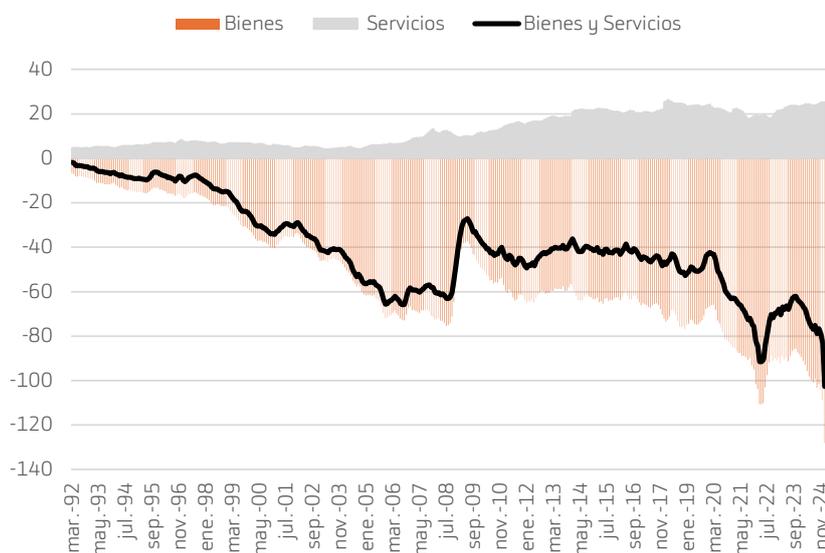
Los índices de confianza de consumidores y empresas se deterioran y aumentan las perspectivas de Inflación.

ant.), (4) la banca americana endurece las **condiciones de financiación** por primera vez desde julio 2023. No se puede hablar aún de cambio de tendencia, pero es un aviso a navegantes que anticipa un impasse en la **inversión empresarial** y las ventas/beneficios empresariales y

(5) el saldo de la **balanza comercial**, lejos de mejorar como pretende la política arancelaria empeora radicalmente. Sólo en el mes de enero y sin que hubiesen entrado en vigor los nuevos aranceles, el déficit comercial en bienes y servicios se dispara hasta 131.400 M\$ (+96,5% a/a; +34,0% m/m). Las cifras invitan a pensar en un aprovisionamiento preventivo por parte de las empresas ante la expectativa de un encarecimiento por los aranceles que en parte debería corregirse durante los próximos meses (inventarios al alza), pero que impacta negativamente en el PIB del 1T 2025. Como referencia, las exportaciones alcanzan 269.800 M\$ (+4,1% vs 265.800 M\$/mes en 2024), pero las importaciones se disparan hasta 401.200 M\$ (+23,1% vs 334.870 M\$/mes en 2024).

La banca americana empieza a endurecer las condiciones de financiación empresarial.

Gráfico 3.1.1. Saldo de la Balanza Comercial de EE.UU. en Mills. \$



El saldo de la balanza comercial de bienes y servicios, lejos de mejorar como pretende la política de la Administración Trump, empeora radicalmente.

Fuente: US Bureau of Economic Analysis y Análisis Bankinter.

Previsiones macro: Revisamos a la baja nuestras estimaciones de crecimiento para 2025 y 2026 hasta +1,6% (vs +2,4% ant.) y +2,0% (vs +2,1% ant.) respectivamente y subimos nuestras previsiones de Inflación hasta +3,0% en 2025 (vs +2,7% ant.) y +2,5% en 2026 (vs +2,4% ant.). En un entorno con presiones inflacionistas al alza, se complica la gestión de la política monetaria porque la Inflación se aleja aún más del objetivo de la Fed (2,0% a largo plazo) sin que se observe un cambio radical a peor en el mercado laboral. Este es el principal motivo que explica porque nuestras previsiones de tipos difieren del *dot plot* o diagrama de puntos de la Fed que refleja 2 recortes en 2025 hasta 3,75%/4,00% dos bajadas en 2026 y una más en 2027 para terminar en 3,00/3,25%.

Revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento en PIB para 2025 y 2026.

Nosotros, mantenemos nuestra estimación de 2 recortes de tipos en 2025 de 25 pb cada uno (sept. y dic.2025) hasta alcanzar el rango 3,75%/4,00% (vs 4,25%/4,50% actual). Sin embargo, estimamos que los Fed Funds terminarán 2026 en el rango 3,75%/4,00% (vs 3,50%/3,75% ant.). Con este escenario macro, estimamos que la rentabilidad/TIR del T-Note a 10 A finalice 2025 en el rango 4,20%/4,40% (vs 4,10%/3,30% ant.) y que el dólar se deslice hacia 1,05/1,10 (vs 1,00/1,05 ant.).

Revisamos al alza nuestras previsiones de Inflación para 2025 y 2026.

3.2.- UEM: Europa despierta. Despliegue histórico de medidas fiscales impulsarán crecimiento y emisión de deuda pública a partir de 2026, pero 2025 penalizado por la incertidumbre.

El deterioro de la alianza Atlántica sacude a Europa, que parece despertar de su letargo con propuestas a nivel comunitario y, sobre todo, en Alemania, que aprueba un cambio del marco constitucional y fiscal que ha regido durante décadas y que representa un **impulso fiscal muy significativo**.

Aquejada por problemas estructurales y cíclicos, Alemania, que en 2024 representó el 28% del PIB de la UEM, ha sido un lastre para el crecimiento de la región en los últimos dos años. Tras elecciones en febrero, una nueva coalición de Gobierno, liderada por el futuro nuevo Canciller, F. Merz, que tomará posesión el 25 de marzo, ha aprobado una **propuesta histórica de gasto público que incluye (i) la exención del cómputo del déficit público el gasto en defensa que supere el 1% del PIB**. Teniendo en cuenta que ahora el país gasta el 2% de su PIB en defensa, esto liberaría 1% del PIB para reducirlo o dedicarlo a otros gastos. No se ha fijado un límite de gasto en defensa, teóricamente dando al país capacidad ilimitada para este aspecto. **(ii) Un fondo de 500.000 M€ a 12 años para infraestructuras**, que tampoco computaría en el "límite de deuda" constitucional, representando un 1,0% del PIB cada año. **(iii) Autorización a los "Länder" para generar déficits de hasta el 0,35% vs 0% anteriormente**. **(iv) La discusión en el próximo Parlamento de una posible reforma del "límite de deuda" constitucional** que no permite déficits estructurales superiores al 0,35% del PIB. Esto, en cualquier caso, es menos urgente ya que las medidas anteriores liberan de facto al Ejecutivo alemán de los límites de gasto en los próximos años.

Las consecuencias a medio plazo de estas medidas son una mejora de las perspectivas de crecimiento del país y, por tanto, de la UEM y un aumento significativo de la emisión de deuda pública. Las primeras estimaciones, a falta de mayor concreción de los planes, es de un impacto en el PIB alemán de +1% a partir de finales de 2026 y potencialmente superior en los siguientes años. Pero **el impacto exacto dependerá de la velocidad de su implementación y de su efecto multiplicador en la economía**. El diseño e implementación del plan requerirá varios trimestres, con lo que el impacto no será visible hasta final de año en el mejor de los casos. **En el medio plazo, estas medidas deberán estimular tanto el crecimiento cíclico como el potencial**. En 2025, prevemos que el PIB mantendrá el crecimiento de +0,9% mostrado en 2024, para acelerar hasta +1,3% en 2026.

Sin embargo, en el corto plazo, hasta que las medidas se concreten, el crecimiento seguirá penalizado por las incertidumbres: la propia concreción de esas medidas y qué sectores afectarán, así como posibles aranceles por parte de EE.UU. a partir de abril. En 2024 el déficit comercial de bienes con la UEM alcanzó 200.422 M\$, un 1,2% del PIB nominal de la región. Las Exportaciones supusieron ~3,9% del PIB y las Importaciones ~4,7%. Coincidimos con Lagarde que el impacto de los aranceles en el crecimiento económico se concentrará en el primer año con una reducción estimada por el BCE de -0,3 puntos porcentuales en el PIB.

Alemania aprueba un plan histórico de gasto público en infraestructuras y defensa que representa un mínimo de 1,4% del PIB.

Las consecuencias a medio plazo de estas medidas son una mejora de las perspectivas de crecimiento del país y, por tanto, de la UEM y un aumento significativo de la emisión de deuda pública...

... pero en el corto plazo, el crecimiento seguirá penalizado por la falta de concreción de las medidas y la imposición de aranceles por parte de EE.UU. a partir de abril

La preocupación por el aumento de emisión de deuda pública se acrecienta por los debates en otros países de la Unión para aumentar también su gasto en defensa. **Alemania puede afrontar semejante plan de estímulo sin llegar a una senda insostenible de deuda pública (actualmente en 63% del PIB, en 2028 podría alcanzar ~70% si el PIB nominal crece como se espera), pero otros países como Francia y los periféricos están en situaciones más incómodas.** La propuesta de la Comisión Europea de un programa de 150.000 M€ para préstamos a los países, así como una relajación de los límites fiscales para que los países puedan aumentar el gasto en defensa en 650.000 M€ parece difícil de implementar pues la carga de mayor deuda recaería en países que ya están excesivamente endeudados.

Todavía falta consenso para esta iniciativa, su financiación e implementación en cuanto a recursos materiales y humanos. **800.000 M€ equivalen al ~5% del PIB de la UEM, o el ~1% del PIB por año entre 2025 y 2030.** Pero el efecto de tal gasto en el crecimiento del PIB es incierto. Estimaciones sugieren un impacto de entre **0,3% y 0,5% al año.**

En este contexto el BCE extrema la cautela. En su última reunión del 6 de marzo recortó sus tipos -25pb hasta 2,50%/2,65%, pero endureció el tono. Declaró que las condiciones monetarias son "significativamente" menos restrictivas tras el recorte de -150 pb efectuado desde junio de 2024, como muestran el coste de los nuevos préstamos y la gradual reactivación del crédito. **El nivel de incertidumbre es extremo y el BCE no se compromete a ninguna hoja de ruta preconcebida.** Los recientes proyectos de inversiones en infraestructuras y defensa por parte de la Comisión Europea y Alemania son "obra en curso" que no han incluido en sus proyecciones, pero reconoce que, de implementarse, serían un impulso para la economía y la productividad vía innovación en el medio plazo.

A pesar de que el BCE mantiene que **el proceso de desinflación sigue en marcha** y la principal fuente de presión, los salarios, dan muestras de moderación, **la consecución del objetivo del 2% se retrasa hasta comienzos de 2026 por mayores precios previstos de la energía** que elevan su previsión para el IPC medio de 2025 en 2 décimas hasta +2,3%. El BCE estima que el impacto de los aranceles podría ser de 0,5 puntos porcentuales el primer años tras su implementación. **Nuestras estimaciones apuntan a un IPC de +2,2% en diciembre 2025 y de +2,0% en 2026.**

En este contexto, reiteramos nuestra expectativa de que el BCE recortará una vez más sus tipos de interés este año, pero creemos que optará por una **pausa en abril (frente a un recorte de -25pb que anticipábamos antes)** hasta que se clarifique el impacto en precios de todas las políticas y medidas en marcha en los frentes comercial y fiscal. La falta de confianza e incertidumbre que lastra consumo e inversión no se solventaría con una mayor relajación monetaria y creemos que el BCE preferirá guardarse margen de maniobra para actuar cuando tenga más confianza y visibilidad.

En resumen, **los cambios tectónicos en Europa tendrán un impacto positivo en el ciclo económico en el medio plazo, a partir de 2026, pero en 2025 los consumidores seguirán cautelosos** en un entorno más incierto en los frentes político, de precios y de tipos de interés; **y las empresas pausarán sus planes de inversión hasta tener más claro** cómo habrán de reorganizar o no sus cadenas de suministro si se consuman los aranceles y cómo les afectarán las medidas fiscales, especialmente en Alemania. Los planes comunitarios de gasto en defensa de momento son muy inconcretos **y la visibilidad de que provocarán revisiones al alza en los beneficios es limitada fuera del sector de defensa.**

Iniciativa europea para gasto en defensa de 800.000 M€. Todavía falta consenso para esta iniciativa, su financiación e implementación en cuanto a recursos materiales y humanos.

El BCE se mantiene cauto. Aunque mantiene la confianza de que se alcanzará el objetivo de inflación a principios de 2026, podría pausar los recortes en abril hasta tener mayor claridad en los frentes fiscal y comercial.

Mejoran las perspectivas del ciclo a medio plazo, pero 2025 penalizado por la incertidumbre. Visibilidad de revisiones al alza en los beneficios es limitada fuera del sector de defensa.

3.3.- ESPAÑA. "La Demanda Interna impulsa el crecimiento. Incertidumbres al alza y vulnerabilidades estructurales".

Revisamos al alza nuestras estimaciones de crecimiento del PIB al +2,5% a/a en 2025 (+0,3pp) y mantenemos +1,9% para 2026. El motor del crecimiento será la Demanda Interna, ya que el S. Exterior tendrá una contribución casi nula por el mayor dinamismo relativo de las Importaciones ante la fortaleza de la Demanda Interna. Los principales soportes de la economía serán:

PIB estimado (revisión):

2025 +2,5% (+0,3pp)

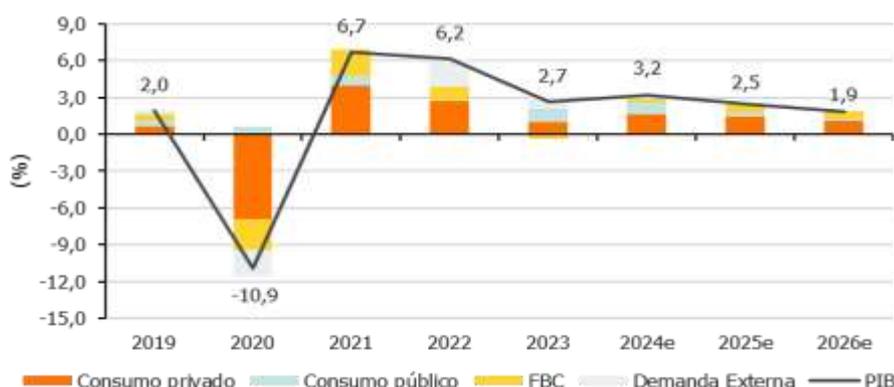
2026 +1,9% sin cambios

- **Consumo Privado apoyado en el Empleo** (Afiliación a la Seg. Social se mantiene > 21 M de trabajadores desde mar-24), con una mejora de la Renta Disponible Bruta de los Hogares (+8% a/a 3T24). El repunte del IPC general (+3% a/a en febrero, aunque la Subyacente +2,2%) y la incertidumbre comercial, pueden moderar la Confianza de los Consumidores, pero en menor medida en un país liderado por Servicios y con Tasa de Ahorro superior a la media histórica (14,2% 3T24 vs 9,5% media).
- **Consumo Público**, apoyado en el crecimiento de los Ingresos tributarios, debe moderarse por contener el déficit.
- **Inversión, será clave y puede suponer un catalizador del crecimiento incremental en 2025-26**. Esperamos que se vea impulsado por el **descenso de los tipos del BCE** (-150pb desde 2024 y expectativas de un descenso más en 2025); **aunque las incertidumbres arancelarias** pueden frenar la mejora observada en el 4T. La variable de **Inv. en Defensa** puede ser un factor incremental, pero primero falta definir la financiación y segundo el decalaje en la ejecución.

A pesar de seguir liderando las expectativas de crecimiento frente a nuestros vecinos europeos (+0,9% 2025e y +1,3% 2026e UEM), el ritmo de crecimiento tiende a moderarse (+0,6% t/t en 1T 2025 desde +0,8% t/t en los últimos tres trimestres de 2024), por: **(1) Moderación en indicadores intermedios de actividad PMIs (feb)**, sobre todo en Manufacturas, que se situó ligeramente en zona de contracción (49,7 vs 54 en oct) por primera vez desde enero de 2024. Si bien, los Servicios mantiene un crecimiento sólido (56,2 puntos vs máximos 57,3 dic), **(2) La escalada en la incertidumbre en torno a las relaciones comerciales** globales (desde 4 de marzo), que puede afectar al crecimiento y a las expectativas de inflación. Podría verse compensado por el cambio histórico en **la política de gasto en Defensa en la UEM**, si bien está pendiente de definir su forma de financiación (España sin PGE25 y desde un nivel de partida <1,5% del PIB).

Revisión todavía cauta ante la escalada de las incertidumbres

Gráfico 3.3.1. Evolución PIB real (%), 2019r/26e



Fuente: datos INE y estimaciones Análisis Bankinter.

Revisamos al alza el IPC (medio) 2025 al +2,6% (+0,5pp) y +1,9% a/a 2026 (-0,1pp), tras un repunte mayor del esperado en los primeros meses del año (ante los bajos precios de la electricidad feb-abril-24). Aunque la Tasa Subyacente sigue moderándose (+2,2% a/a feb, niveles previos a la guerra de Ucrania), aumentan los riesgos al alza por la incertidumbre arancelaria. La estimación para final de año se mantiene en +2,3% dic-2025 y 2026.

IPC medio 2025 +2,6% a/a (+0,5pp); +1,9% 2026 (-0,1pp).

Final de año mantenemos ambos +2,3% a/a

Revisamos ligeramente nuestra estimación de Tasa de Paro al 10,6% para 2025 (-0,2pp) y 10,8% 2026 (-0,1pp). Estimamos que los niveles de Ocupación seguirán mejorando, aunque a menor ritmo que en ejercicios anteriores. La Tasa sigue siendo elevada vs la UEM (en mínimo histórico 6,3% 2024), a pesar de nuestras mayores tasas de crecimiento del PIB y lejos de mínimos (7,9% en 2007). Los Costes Laborales Unitarios crecieron +4% en 2024 (vs +6,1% 2023), ante un crecimiento de la Remuneración por puesto a t.c. de los asalariados +4,8%, compensada ligeramente por la reciente mejora de la Productividad (+0,8% en el año vs descensos en 2023). A medio plazo, la mejora de Productividad será clave para contener los CLU y para el crecimiento ante la moderación en el ritmo de la Ocupación.

Tasa de Paro +10,6% 2025 (-0,2pp) y +10,8% 2026 (-0,1pp).

La Ocupación mejora, pero a menor ritmo

A medio plazo, la mejora de Productividad, clave en este entorno

Entre los retos estructurales pendientes, la reducción del volumen de Deuda Pública (1,6Bn € +2,9% a/a en 2024) y la contención del Déficit, se complican, en un entorno de mayor necesidad de gasto en Defensa, además del impacto puntual de la DANA (2024-25). Todavía está por definir el importe y forma de financiación de la inversión en defensa. Aunque se flexibilicen las reglas fiscales, llevará a una mayor presión sobre los costes financieros. Por el momento, mantenemos unas proyecciones de Déficit Público en torno a -3,0% 2024; -3,0% 2025 y -3,1% 2026, por lo que el nivel de Deuda Pública/PIB se situaría 100,5% 2025 y 100,0% en 2026.

Retos de contención del volumen de Deuda Pública y del Déficit (mantenemos en el entorno del -3%).

Aumenta el riesgo al alza.

Los precios de vivienda han vuelto a batir estimaciones en 2024, al incrementarse +11,3% (vs +8,2% estimado). A pesar de ello, mantenemos nuestras estimaciones de subidas de +5% en 2025e y +3% 2026e. Seguirán soportados por un mercado laboral sólido, escasez de oferta y fuerte subida de precios de los alquileres (+12% en 2024). Las zonas con mayor subida serán grandes ciudades, costa mediterránea e islas, por concentración de población y demanda extranjera. [Link al Informe](#).

Los precios de vivienda seguirán subiendo.

Nuestro escenario central podría verse sesgado de nuevo al alza, por una mayor fortaleza de la esperada en la Demanda Interna y particularmente, el potencial de recuperación de la Inversión (además del potencial gasto en Defensa, todavía por definir). Sin embargo, como comentamos, la incertidumbre ha aumentado significativamente por los riesgos arancelarios. Internamente, se mantiene la prórroga de los presupuestos y la necesidad del Gobierno de apoyos para la adopción de medidas.

Escenarios alternativos: riesgos arancelarios al alza vs potencial de recuperación de la Inversión

Tabla 3.3.1. Resumen de estimaciones 2019/26e y Escenarios Optimista y Pesimista 25e/26e

España, cifras clave (%) (Probabilidad Esc.: 20%/60%/20%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025e			2026e		
							Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	2,0	-10,9	6,7	6,2	2,7	3,2	1,9	2,5	3,0	1,3	1,9	2,5
Consumo Privado	1,1	-12,1	4,6	4,9	1,8	2,9	2,3	2,5	2,8	1,7	1,9	2,2
Gasto Público	2,2	3,5	3,6	0,6	5,2	4,9	2,0	2,0	2,2	0,5	0,7	0,9
Formación Bruta Capital	4,9	-8,9	4,3	3,3	-1,6	1,2	2,0	3,3	4,7	1,8	3,2	4,5
Demanda interna (aportación)	1,6	-8,8	6,9	3,9	1,7	2,8	2,1	2,6	3,0	1,4	1,9	2,3
Sector Exterior (aportación)	0,4	-2,2	-0,3	2,3	1,0	0,4	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1
Déficit Público/PIB*	-2,8	-10,9	-6,7	-4,6	-3,5	-3,0	-3,3	-3,0	-2,8	-3,4	-3,1	-2,9
Deuda/PIB*	95,5	119,3	115,7	109,5	105,1	101,8	101,6	100,5	99,4	101,9	100,0	97,9
Tasa de paro (EPA)*	13,8	16,1	13,4	12,9	11,8	10,6	11,1	10,6	9,9	11,8	10,8	9,7
IPC*	0,8	-0,5	6,5	5,7	3,1	2,8	2,6	2,3	2,0	2,6	2,3	2,0
IPC (medio)	0,4	-0,7	5,8	8,4	3,6	2,8	2,9	2,6	2,4	2,3	1,9	1,6

* Datos a final de ejercicio

Fuente: datos INE, BdE y estimaciones Análisis Bankinter

3.4.- PORTUGAL. "La economía portuguesa cierra 2024 con el mayor crecimiento inter trimestral de la Unión Europea"

Portugal continúa mostrando perspectivas bastante positivas, reflejando una recuperación sólida y sostenible, a pesar de **algunos desafíos internos y los crecientes externos**. El PIB de 2024 ha superado nuestras estimaciones (+1,9% a/a vs 1,6% estimado), presentando el mayor crecimiento en 4T (+1,5% t/t) de la UEM. **El Consumo Privado** ha mostrado un comportamiento sólido, impulsado por un **mercado laboral que se mantiene fuerte**. Además, el **Gasto Público** y la **FBCF** han registrado crecimientos superiores a nuestras previsiones (+1,1% vs +1,0% estimado) y (+1,7% vs +0,5% estimado), respectivamente. **Las exportaciones de Portugal han desempeñado un papel central en la sostenibilidad del crecimiento económico**. Este factor ha contribuido tanto al crecimiento del PIB como a la reducción de la dependencia de la Demanda Interna, generando un crecimiento más equilibrado.

Portugal sigue con perspectivas positivas, tras el desempeño en 4T.

En términos de precios, **la inflación se mantuvo más anclada de lo que esperábamos**, terminando el año en +3,0% a/a (vs. +2,7% estimado). El rigor de la disciplina fiscal, **con control del déficit y una reducción gradual de la deuda pública**, genera mayor confianza en los mercados y un entorno favorable para el aumento de la inversión y gasto público. La buena evolución de la economía portuguesa **se ha reflejado en dos revisiones al alza del rating por parte de DBRS (enero) y S&P (febrero)**.

A futuro, consideramos que hay dos riesgos principales que podrían condicionar la trayectoria positiva de la economía portuguesa: En primer lugar, **el riesgo político**. En los últimos tiempos, hemos visto un escenario político marcado por una creciente incertidumbre. **La caída del gobierno, provocada por el rechazo de una moción de confianza**, ha dado lugar a la convocatoria de elecciones anticipadas, 18 de mayo. Estos acontecimientos han puesto de manifiesto las grandes dificultades entre los dos principales partidos (*PSD y PS*) para llegar a un acuerdo, lo que indica **que la aprobación del Presupuesto General del Estado para 2026 será considerablemente más compleja que la de 2025**. No esperamos que estas elecciones anticipadas traigan una estabilidad sustancial al país. **No se prevé una mayoría absoluta de ninguno de los dos bloques de derecha o izquierda**, que excluyen a CHEGA como socio viable.

La incertidumbre política podría condicionar reformas esenciales.

En segundo lugar, **la inestabilidad geopolítica global** en particular la guerra en Ucrania y las tensiones arancelarias. El endurecimiento de éstas últimas y su posible extensión en el tiempo, **incrementan el temor a un menor crecimiento económico global y un repunte de la inflación**. En concreto el mercado americano supone la cuarta geografía en Exportaciones para Portugal, después de España, Francia y Alemania.

Gráfico 3.4.1. Resumen de estimaciones 2020r/26e y Escenarios Optimista y Pesimista 25e/26e

Portugal, cifras clave(%) (Probabilidad Esc.: 30%/60%/10%)	2020	2021	2022	2023	2024p	2025e			2026e		
						Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB (a/a)	-8,3	5,7	6,8	2,3	1,9	2,0	2,3	2,5	1,7	1,9	2,2
Consumo Privado	-7,0	4,7	5,6	1,6	3,2	2,1	2,4	2,6	1,5	1,8	2,1
Gasto Público	0,3	4,5	1,4	1,2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,0	1,1	1,3
Formación Bruta de Capital	-4,7	11,4	3,5	0,8	1,7	2,5	2,7	2,9	2,3	2,5	2,6
Exportaciones	-18,6	12,3	17,4	4,2	3,4	3,0	3,1	3,4	2,5	2,8	3,1
Importaciones	-11,8	12,2	11,1	2,2	4,8	2,8	3,5	3,6	3,0	3,4	3,6
Déficit Público/PIB*	-5,8	-2,9	-0,3	1,2	0,6	0,0	0,3	0,4	0,1	0,2	0,4
Deuda/PIB*	134,9	124,5	112,4	97,9	95,3	94,9	94,6	94,2	92,7	92,4	92,0
Tasa de Paro*	6,9	6,0	6,7	6,5	6,4	6,7	6,4	6,3	6,8	6,6	6,5
IPC*	-0,2	2,7	9,6	1,4	3,0	2,6	2,5	2,3	2,4	2,2	2,1
IPC (medio)	0,0	1,3	7,8	4,4	2,4	2,7	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2

*Datos a final del ejercicio

Fuente: datos INE, BdP y estimaciones Análisis Bankinter

Nuestro escenario central prevé un repunte del crecimiento en 2025 y una ligera ralentización en 2026: Revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento para 2025 (+2,3% a/a desde +1,7%), mientras que ajustamos a la baja 2026 (al +1,9% a/a desde +2,1%).

Revisamos al alza el crecimiento en 2025 y a la baja en 2026.

Las perspectivas para 2025 se apoyan en la aceleración del crecimiento a final del pasado ejercicio. **Revisamos al alza los componentes de la Demanda Interna:** Consumo Privado (+2,4% a/a desde +2,0% ant.); Gasto Público (+1,2% a/a desde +0,9% ant) y FBCF (+2,7% a/a desde +1,5% ant.), siendo clave la ejecución de los fondos europeos (PRR) para este crecimiento.

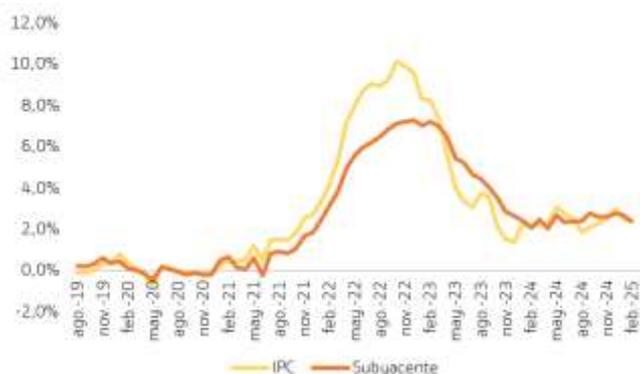
Para 2026, el entorno es algo más débil. La incertidumbre política interna podría impactar la confianza del consumidor y la ejecución de medidas reformistas. Revisamos a la baja nuestras estimaciones de Consumo Privado (+1,8% vs +2,1% ant.) y Gasto Público (+1,1% vs 1,2% ant.). Mantenemos nuestra estimación de FBCF en +2,5%. En cuanto al Sector Exterior, creemos que las tensiones arancelarias impactarán el comercio exterior de Portugal en ambos años, por lo que hemos revisado a la baja todas nuestras estimaciones para las Exportaciones (25e +3,1% a/a y 26e +2,8%) y las Importaciones (25e +3,5% a/a y 26e +3,4%).

Revisamos al alza la inflación, ante la incertidumbre generada por las guerras comerciales. Para 2025 proyectamos +2,5% a/a (vs. 2,2% ant.) y 2026 +2,2% a/a (vs. 2,1% ant.). A pesar de ello, mantenemos la tendencia de moderación, aunque más gradual de lo anteriormente esperado, con la expectativa de alcanzar el objetivo del BCE del 2% hacia 2027. Mantenemos nuestra estimación de que el mercado laboral seguirá resiliente. La Tasa de Paro se mantendrá en un 6,4% en 2025, con un ligero repunte en 2026 hasta el 6,6%.

El Paro se mantiene en niveles friccionales y da soporte al ciclo económico.

Respecto a la disciplina fiscal, consideramos que no debería verse comprometida por la inestabilidad política, ya que el compromiso con el rigor en las cuentas públicas es un principio transversal a los recientes gobiernos portugueses. A pesar de esto, hemos revisado al alza el indicador Deuda/PIB (94,6% en 2025 y 92,4% en 2026) debido a la necesidad de incrementar la inversión en Defensa en los países europeos.

Gráfico 3.4.2. IPC y Tasa Subyacente



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

Finalmente, las proyecciones de los precios inmobiliarios han sido revisadas al alza: +4,5% en 2025 (vs +4% anterior) y +3,5% en 2026 (vs +3% anterior). La demanda sigue superando a la oferta. Programas gubernamentales como Porta 65 o la exención de impuestos en la compra de la primera vivienda continúan ampliando este desajuste, aunque se espera que el crecimiento de los precios se desacelere en los próximos años.

3.5.- OTRAS ECONOMÍAS

REINO UNIDO: El PIB mejorará de forma gradual. La Inflación se mantiene elevada pero permite dos bajadas de tipos este año.

El repunte de la Inflación es un foco de atención en la economía británica. En enero aumentó hasta +3,0% a/a desde +2,5% y la Subyacente alcanzó +3,7% (vs +3,2% ant.). El principal causante fue el Sector Servicios (+5,0% a/a), el cual sigue reflejando ciertas tensiones heredadas del *Brexit*, como la escasez de mano de obra en algunos sectores, lo que entre otros motivos propicia el repunte de los salarios (+5,9% en enero). Tendencia que se mantendrá en un contexto de fortaleza del mercado laboral (Tasa de Paro 4,4%). Con todo ello, estimamos que la Inflación sí se dirigirá hacia el objetivo de +2,0% del BoE, en un contexto de menores precios de la energía, pero a nivel gradual y a largo plazo. **Estimamos +2,6% a/a en 2025 y +2,4% en 2026 (vs +2,2% ant.).**

La Inflación sorprende al alza. Se moderará, pero muy gradualmente.

La actividad económica ha comenzado el año negativamente. El PIB de enero (m/m) se contrajo -0,1%. **Estimamos una mejora progresiva, hasta +1,2% a/a en 2025 (vs 1,3% ant.) y +1,5% en 2026 (vs +1,8% ant.).** A pesar del débil comienzo de año, el PIB se verá impulsado por la fortaleza del Consumo, ante el aumento salarial y la elevada Tasa de Ahorro (10,1%), el mayor Gasto Público y las reducciones del tipo de interés (el Tipo Director cerrará este año en 4,0%). La principal incógnita es si el mayor Gasto Público previsto será capaz de impulsar la Inversión Privada, puesto que es el segmento más afectado por el Presupuesto 2025: contempla mayor crecimiento vía Gasto Público, pero también alzas impositivas que recaen sobre las empresas, vía aumentos de cotizaciones. De hecho, hay algunos indicadores del Sector Industrial que están reflejando un deterioro como el PMI Manufacturero (44,6) o la Producción Industrial (-1,5% a/a enero). Éste es el principal factor que ha provocado la contracción del PIB de enero.

El PIB crecerá +1,2% en 2025 y +1,5% en 2026. Los principales riesgos son la tensión geopolítica internacional y la evolución del Sector Exterior en un contexto de guerra comercial.

Los principales riesgos para la economía británica son: (i) Tensión geopolítica internacional. (ii) Evolución del Sector Exterior, previsiblemente afectado por la debilidad de la economía europea y por la política arancelaria. No obstante, el impacto de los posibles aranceles estimamos que será menor que en otras geografías porque no existe desequilibrio comercial con EE.UU. y porque gran parte de las exportaciones a EE.UU. son Servicios.

Las futuras decisiones del BoE se enmarcan en un contexto de nivel de precios elevado, pero moderándose, y un crecimiento de PIB modesto, lo que debe favorecer dos bajadas de tipos de -25 p.b. en 2025 y una en 2026. El Tipo Director finalizará en 3,75% en 2026.

El BoE bajará tipos en dos ocasiones en 2025 y una en 2026, hasta 3,75%.

En este contexto, la tendencia de la libra debería ser ligeramente apreciatoria frente al euro ante: crecimiento de PIB superior al europeo, menor impacto arancelario en Reino Unido y un nivel de tipos superior. **Estimamos un rango para el Eurolibra de 0,80/0,85 en 2025 y una progresiva recuperación del euro a partir de 2026, hasta el rango 0,82/0,87.**

La tendencia de la libra es ligeramente apreciatoria.

IRLANDA: Solidez de la demanda interna, aunque la administración Trump plantea interrogantes para la economía.

Irlanda continúa mostrando buenas perspectivas a corto y medio plazo. En el plano más convencional creemos que la demanda interna continuará creciendo a un ritmo sólido apoyado en un mercado laboral con tasas de paro prácticamente friccionales (3,9% en marzo). En este entorno estimamos que la economía crezca¹ +2,7% y +2,5% en 2025 y 2026, respectivamente. Todo ello con una inflación que parece bajo control en el entorno del 2% y con la inflación de servicios por debajo de la media de la UEM (+3,2% vs +3,7%).

Sin embargo, la economía afronta retos no depreciables en el corto plazo:

- (i) **La administración Trump genera incertidumbre para el sistema fiscal irlandés.** Principalmente por la posibilidad de que el Impuesto de Sociedades (IS) en EE.UU. baje hasta el 15% vs 21% actual. Esta medida supondría equiparar el tipo impositivo actual de Irlanda, lo que restaría atractivo a compañías multinacionales americanas para tener la residencia fiscal en el país.
- (ii) **Dependencia de la economía al sector exterior.** El elevado grado de apertura de la economía irlandesa (97,2% teniendo en cuenta bienes únicamente) hace que sea uno de los países europeos más afectados si se intensifica la guerra comercial con EE.UU.
- (iii) **Desequilibrio entre oferta y demanda en el mercado inmobiliario.** La falta de suelo y el incremento de la población genera fuertes desequilibrios entre oferta y demanda en el mercado inmobiliario. En este entorno estimamos una demanda de ~85.000 en 2025e frente a una creación de vivienda nueva ~30.000. Por ello proyectamos un escenario con un crecimiento de los Precios de la Vivienda para 2025 y 2026 hasta el +6,1% y +6,5%, respectivamente.

En conclusión, demanda interna sólida e inflación contenida nos llevan a pensar en un buen desempeño de la economía en el corto plazo. Sin embargo, el riesgo de una escalada de la guerra comercial o el abandono de compañías multinacionales del país como residencia fiscal añaden ruido a las estimaciones de crecimiento.

Demanda interna soportada, aunque existen retos en el corto plazo.

La administración Trump genera incertidumbre para la economía irlandesa: tipo impositivo y aranceles.

Precios de vivienda al alza. Falta de suelo y desequilibrio entre oferta y demanda.

¹Estimaciones basadas en la demanda interna ajustada, que excluye el efecto multinacionales. [Link](#) a la metodología de cálculo.

SUIZA: Inflación controlada, crecimiento decente y menor presión por el lado de la divisa . No esperamos que el SNB vuelva a recortar tipos en lo que queda de año.

Crecimiento.- El PIB del 4T en 2024 avanzó un +1,5%, desacelerando desde +1,9% de 3T. Por ser una economía orientada a la exportación, Suiza podría acusar las tensiones comerciales tanto por una reducción de las exportaciones de bienes como por un deterioro del estado de ánimo de consumidores y empresas. Una de las amenazas de Trump es imponer aranceles a los productos farmacéuticos de Europa, que representan el 35% de las exportaciones de Suiza. Esperamos que el PIB avance un +1,3% de media en 2025 y que recupere de cara a 2026 hasta +1,5%. En ambos casos, el crecimiento estaría por debajo de la tendencia (+1,7%) .

Crecimiento: PIB +1,3% en 2025 y +1,5% en 2026

Inflación.- El IPC tocó en febrero el nivel más bajo de los últimos cuatro años (+0,3% a/a). La Componente de Bienes persiste en territorio negativo (-1,8%) y la de Servicios avanza un +1,7%. La energía (-6,4%) y los alimentos frescos (-2,6%) son responsables de la caída en el IPC de Bienes. La Tasa Subyacente se situó en +0,9% (a/a). La inflación se mantiene dentro de la definición de estabilidad de los precios (entre +0% y +2%) establecida por el Banco Nacional Suizo (SNB), pero en la parte baja del rango. El IPC debería empezar a moverse hacia la Tasa Subyacente en los próximos meses, una vez queden absorbidos estos impactos negativos. Esperamos un IPC de +0,7% para diciembre de 2025 y de 1,0% en 2026.

Inflación: Sin presiones por el lado de los precios.

Política monetaria.- El SNB recortó tipos en -50 p.b. en diciembre 2024 (hasta +0,50%) y volvió a recortarlos en -25 p.b. en marzo 2025 (hasta 0,25%). Sin presiones por el lado de los precios, un crecimiento por debajo de potencial y la amenaza de crecientes tensiones comerciales, el SNB continuó con el proceso de relajación de su política monetaria. No esperamos nuevos recortes en el resto del año. En las últimas semanas las expectativas de inflación se han movido al alza como resultado de la guerra arancelaria y el franco se ha debilitado frente al euro ante el escenario de mayores estímulos fiscales en la UEM.

Tipos: El SNB dejará los tipos en 0,25% en 2025 y 2026.

Franco suizo.- Esperamos una menor presión en la tendencia de apreciación del franco suizo. El crecimiento y el diferencial de tipos jugarán a favor del euro. El Plan de inversión en defensa e infraestructura de Alemania y la movilización de 800.000M€ en la UEM en los próximos años por el Plan Rearme suponen una importante ronda de estímulos fiscales para activar la economía. Esto traerá mayores niveles de endeudamiento y tipos más elevados en la UEM. Con estos estímulos en Europa, el diferencial con los tipos en Suiza se amplía y resta presión en la tendencia de apreciación del franco suizo. Esperamos un rango para el EURCHF de 0,94/0,98 para diciembre 2025 y 0,92/0,96 para 2026.

Divisa: Menor presión en la tendencia de apreciación del franco suizo frente al euro

JAPÓN: ¿Adiós deflación?. Se consolida el círculo virtuoso salarios-precios. El BOJ seguirá normalizando su política monetaria.

Fin del periodo de deflación.- A pesar de que la inflación ha superado el 2% objetivo durante tres años, la declaración oficial del fin de la deflación por parte del Gobierno todavía no se ha producido. El Gobierno define la deflación como un período prolongado de estancamiento económico donde el crecimiento salarial es bajo y el consumo se mantiene moderado. Sin embargo, los recientes indicadores económicos permiten cierto optimismo, con un gradual y sostenido crecimiento en salarios y con una recuperación de la actividad económica.

Dejando atrás el largo periodo de deflación

Salarios.- La negociación con el mayor sindicato (*Rengo*) se ha cerrado con una subida salarial de +5,46%, algo superior a la de 2024 (+5,28%). Se trata del mayor incremento de los últimos 33 años. Pero tan solo el 16% de la fuerza laboral está organizada en sindicatos y se favorece de estas subidas. Es necesario que estas subidas se extiendan también a las pequeñas y medianas empresas, que representan la gran mayoría del empleo. Una baja tasa de paro (2,5%) deberá favorecer las subidas. En esta línea, el Gobierno también quiere apoyar estas mejoras y plantea una subida del salario mínimo de +7% anual en los próximos 5 años (hasta 1.500¥/hora).

Las históricas subidas salariales pactadas con sindicatos deberán extenderse a toda la fuerza laboral y trasladarse a precios

Inflación.- En los últimos meses, la debilidad del yen ha presionado al alza la inflación vía costes de importación. El IPC alcanzó el 4,0% en enero, afectado también por un fuerte repunte en los alimentos frescos (desfavorable climatología). La Tasa Subyacente se situó en +2,5%. Las presiones desde el exterior y el impacto de los alimentos frescos se irán moderando en los próximos meses y el IPC irá retrocediendo. Veremos una inflación más moderada y con una mayor contribución de las presiones internas vía mejoras salariales y recuperación en la actividad económica. Para finales de 2025 estimamos un IPC en el entorno de +2,0% y de +1,8% para 2026. Para que la inflación sea sostenible, los salarios reales tienen que ser positivos.

Objetivo: Crecimiento sostenido en precios

Economía.- El crecimiento del PIB en 2024 se situó en +0,1% (a/a) tras una primera parte en territorio negativo. En los próximos trimestres la actividad deberá seguir mejorando favorecida por el dinamismo del consumo y las subidas salariales. Estimamos un crecimiento de +1,1% de media en 2025 y de +0,8% en 2026.

Recuperación del crecimiento : PIB +1,1% en 2025 y +0,8% en 2026

Política Monetaria.- El objetivo del BoJ es que se intensifique en la economía un círculo virtuoso entre salarios y precios que le permita seguir normalizando su política monetaria sin causar un impacto negativo sobre la economía. En enero el BoJ subió tipos en +25p.b hasta +0,50%. Esperamos que aplique dos nuevas subidas en la parte final del año (julio y octubre) llegando al +1,0%. Las condiciones financieras seguirán siendo acomodaticias a pesar de estas subidas y seguirán apoyando la actividad económica. Los tipos reales todavía son negativos, ya que las expectativas de inflación a 5 años están en el entorno de +1,8% (*breakeven* 5 años).

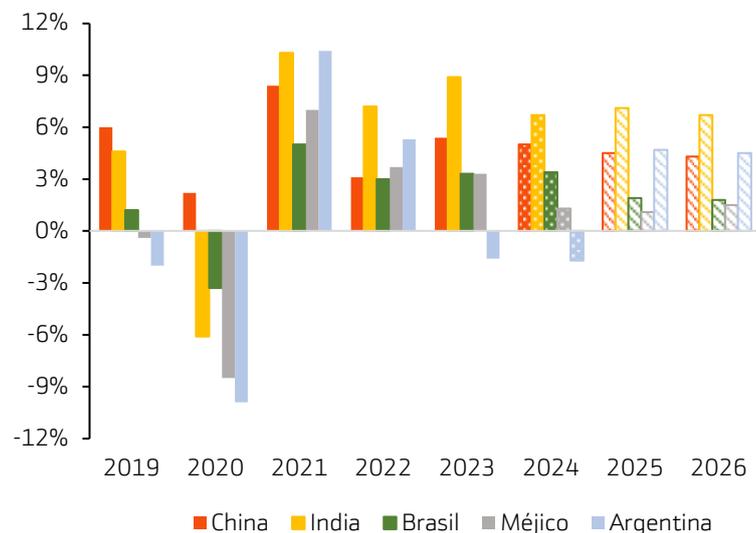
El Banco de Japón irá gradualmente normalizando su política monetaria

Divisa.- Esperamos que la depreciación del yen se revierta gracias a las graduales subidas de tipos de interés por parte del Banco de Japón. Estimamos un rango de EURJPY de 160/170 para finales de 2025 y 155/165 para 2026

Moderación en la tendencia de depreciación del yen

EMERGENTES: Mantenemos India como única opción. China presenta unas débiles perspectivas y en LATAM no vemos oportunidades interesantes.

Gráfico 3.5.1. Emergentes: PIB real anual 2019/2026e*.



Mantenemos India como idea de inversión dentro de los emergentes. China, Méjico, Brasil y Argentina siguen sin ser atractivas.

*Datos definitivos 2019/2023. Datos provisionales 2024. Estimaciones Bankinter 2025/2026.

Fuente: Organismos Estadísticos de China, India, Brasil, Méjico y Argentina. Elaboración: Análisis Bankinter.

INDIA

Un trimestre más consideramos India como única idea de inversión en Mercados Emergentes. La economía volverá a coger tracción, en línea con las cifras del PIB 4T 2024 (+6,2%), gracias a: (i) crecimiento de la clase media y digitalización de la economía, (ii) presupuestos 2025 pro-crecimiento, (iii) política monetaria más acomodaticia, (iv) vientos de cola para sustituir a China como productor a nivel mundial y (v) exposición limitada de la economía al sector exterior.

Aumento de la clase media y digitalización de la economía. El PIB per cápita de India ya supera el umbral de los 2.000\$, lo que supone un punto de inflexión para el crecimiento de la clase media como ya sucedió en Corea del Sur a partir de 1983 o en China a partir de 2006. Además, continúa la digitalización de la economía (aumento de las transacciones financieras, tarjetas crédito en el móvil...) favoreciendo la rotación de activos inmobiliarios hacia activos financieros (como el mercado de renta variable).

Presupuestos 2025 pro-crecimiento. Entre las medidas principales destaca la rebaja de impuestos sobre las personas físicas. ([link a la nota publicada en diario del 3 de febrero con el detalle del presupuesto](#)) que servirá de catalizador para la economía gracias al aumento de la renta disponible de los hogares en un país donde el Consumo Privado supone ~60% del PIB.

Política monetaria más laxa. Con unos niveles de inflación controlados (+3,6% en febrero) existe margen de maniobra para estimular la economía vía recortes de tipos. Además, debido a la llegada del nuevo Gobernador del banco central (RBI), cuyo enfoque está centrado en el crecimiento, estimamos 2 recortes de tipos adicionales en 2025 hasta el 5,75% (vs 6,25% estimado en el trimestral anterior).

Perspectivas de crecimiento bien soportadas: crecimiento de la clase media, digitalización de la economía y política monetaria y fiscal claramente pro-crecimiento.

Los presupuestos 2025 servirán de estímulo para el PIB con el foco en el Consumo Privado.

Inversión en infraestructura, los planes de India pasan por reemplazar a China como productor a nivel mundial, por lo que el gasto público vía inversión continuará dando soporte al crecimiento, como bien apuntaban los presupuestos anteriormente comentados. Como referencia, India acomete ca. 3% de la producción industrial mundial frente al ca. 30% de China.

Guerra comercial/ aranceles. Pese a que la visibilidad en este aspecto es limitada, todo apunta a que los países más expuestos serán los socios comerciales principales de EE.UU. India no está en ese grupo, por lo que hay buenas razones para creer que debería estar entre los países menos afectados.

En conclusión, unas perspectivas de crecimiento alentadoras (política fiscal y monetaria), inflación contenida y fortaleza de la demanda interna nos llevan a mantener India como idea de inversión un trimestre más.

India sigue siendo la única opción en Mercado Emergentes

CHINA

Sin cambios en el racional respecto a los últimos trimestres, **seguimos sin considerar China como idea de inversión**. Los fundamentales del país no invitan al optimismo y los estímulos fiscales siguen siendo insuficientes, inconcretos y no asumen compromisos reales. Además, la política arancelaria de la administración Trump añade más dudas acerca del crecimiento del sector exterior.

Seguimos sin considerar China como idea de inversión.

Comenzando por el crecimiento, no creemos que el PIB alcance tasas >5% (como así ha anunciado el Gobierno), y mantenemos las estimaciones de la última Estrategia: PIB 2025e +4,5% y 2026e +4,3%. Los motivos que dan soporte a nuestra estimación residen en: **(i) Continua debilidad del sector inmobiliario.** La inversión en vivienda lleva cayendo desde marzo 2022 (y a ritmos de doble dígito en 2024) pese a los diferentes estímulos fiscales y monetarios anunciados: rebaja del tipo hipotecario, menor entrada necesaria para la compra de una segunda vivienda... y las caídas en el precio de las casas (que llevan en contracción desde abril 2022). Reflejando así el problema de confianza que atraviesa el país. **(ii) La tendencia de la Producción Industrial** es a la baja, las fábricas están infrautilizadas y la guerra arancelaria con EE.UU. será un factor que acentúe esta tendencia. Todo ello en consonancia con una Demanda Interna débil y visible en los niveles inexistentes de inflación. **(iii) Los estímulos fiscales** anunciados son confusos, poco específicos y no asumen compromisos. En el último anuncio se trataban temas como: "el aumento de los ingresos de la población y la reducción de la carga económica de las familias en ámbitos como la educación y la atención a personas mayores". Sin embargo, no ofrecieron plazos ni cifras concretas. De hecho, las estimaciones apuntan a que las medidas supongan tan solo el 0,3% s/PIB. Insuficiente. Además, todos los estímulos se acometerán a través de mayor endeudamiento y emisión de bonos por parte del Gobierno central y de los Gobiernos locales cuyo comprador es el propio banco central de China. Efecto que solamente hace más grande la "bola de nieve" y que genera serias dudas en cuanto al repago de la deuda en un futuro no tan lejano.

Debilidad en el inmobiliario, demanda interna floja y estímulos fiscales insuficientes.

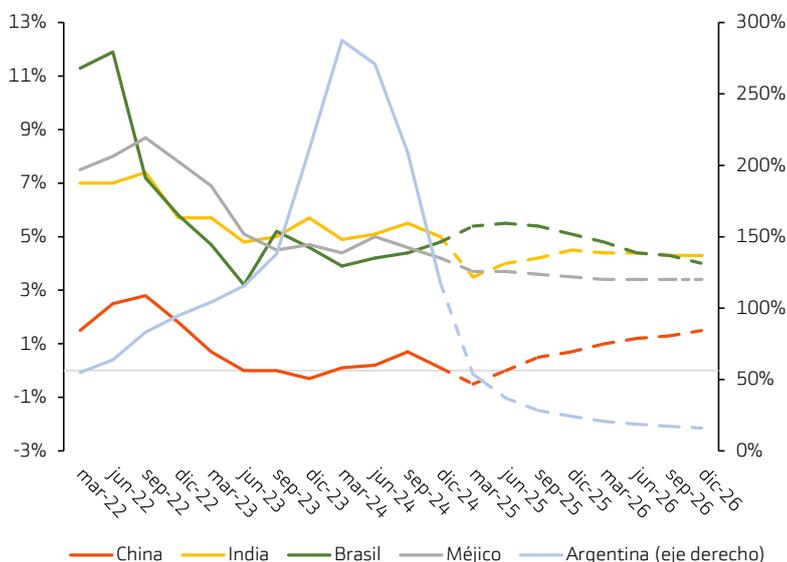
En materia inflacionista, y tras el último dato de IPC de febrero (-0,7%), rebajamos nuestra estimación para final de 2025 hasta +0,7% (vs +1,0% ant.), ya que esperamos que continúe la debilidad del consumo en el corto plazo, en línea con las cifras de compañías europeas de lujo y autos.

La debilidad del Consumo Privado nos lleva a proyectar un escenario de inflación prácticamente inexistente.

En definitiva, China presenta serios problemas estructurales que impiden una sostenibilidad del crecimiento junto con unas tasas de inflación

prácticamente inexistentes. En este contexto la economía china crecerá <6% en términos nominales (PIB real + inflación), que compara con el +10%/+12% en India y ~5% en EE.UU. Motivo principal por el que un trimestre más nos mantenemos al margen de China.

Gráfico 3.5.2. Emergentes: Inflación interanual por trimestres 2022/2026e*.



*Datos definitivos 1T 2022/4T 2024. Estimaciones Bankinter 1T 2025/4T 2026. Fuente: Organismos Estadísticos de China, India, Brasil, Méjico y Argentina. Elaboración: Análisis Bankinter.

BRASIL

El país se encuentra ante una encrucijada: ¿Controlar la inflación o incentivar la economía? El banco central se encuentra inmerso en un nuevo ciclo de subidas de tipos desde 3T 2024 (+375p.b. hasta 14,25%) para frenar la salida de capitales, la depreciación del real brasileño (-27% 2024) y el repunte de las presiones inflacionistas. Los precios vuelven a situarse por encima del +5% por primera vez desde 2023 y las expectativas apuntan a que sigan en estos niveles en todo lo que queda de año. Entre los principales motivos se encuentran el impacto de incendios y sequías sobre la producción agrícola, que supone más del 20% del IPC. El banco central sigue centrado en su tarea de situar la inflación en su objetivo del +3% (con rango +/- 1,5%), por lo que esperamos que continúe su endurecimiento de la política monetaria hasta los 15,25% en el 2T 2025. Esto choca con los intereses del gobierno de Lula, que busca revitalizar el crecimiento de una economía que comienza a resentirse por el consumo. Los presupuestos anunciados no terminan de convencer, la renta disponible de los hogares disminuye y las últimas medidas para frenar la inflación no se espera que tengan el efecto deseado. El gobierno anunció la quita de aranceles sobre la importación de ciertos productos agrícolas básicos entre los que se incluyen algunos en los que Brasil es líder en producción (carne, azúcar y café). Por lo tanto, el impacto será muy limitado.

La parte positiva es la menor dependencia que tiene Brasil del comercio exterior, lo que debería permitir sortear mejor las tensiones arancelarias actuales. Concretamente, su grado de apertura exterior es de un 30%, muy lejos de las cifras de otros países americanos como Méjico (80%) o

El país se encuentra ante una encrucijada: ¿Controlar la inflación o incentivar la economía?

La parte positiva es la menor dependencia que tiene Brasil del comercio exterior.

Argentina (50%). Y con EE.UU. su dependencia es todavía menor, ya que solamente supone un 10% aprox. de sus exportaciones.

En definitiva, seguimos sin recomendar Brasil como una opción de inversión en un entorno inflacionista, con tipos al alza y desaceleración del consumo. Tampoco ayuda la alta concentración sectorial del índice de referencia (50% aprox. energía y materiales).

MÉJICO

Malas perspectivas para la economía. Trump cumplió su amenaza y el 4 de marzo impuso los primeros aranceles del 25% sobre todo producto que no estuviese incluido en el USMCA (el Tratado de libre comercio firmado entre EE.UU., Méjico y Canadá). Esto supone entre 10%/20% de las exportaciones del país centroamericano, pero no incluye, de momento, todo lo relacionado con la producción de autos americanos en el que Méjico es una de sus principales "fábricas". Como referencia, es el séptimo fabricante a nivel mundial de autos y el suministrador de más del 40% de las autopartes necesarias para su producción vs 10% Canadá y 8% China. El 12 de marzo también entró en vigor los aranceles del 25% sobre la importación de acero, del que Méjico supone el 4% de todo el acero utilizado en EE.UU.

Habrà que esperar a ver cómo evoluciona la política arancelaria de Trump, pero, aunque termine por aplicarla al completo, el impacto negativo sobre la economía mejicana se hará notar. La parte positiva es que al no haber anunciado contramedidas tras el anuncio de los primeros aranceles podría alcanzar un acuerdo con EE.UU. más beneficioso que otros países. Y es que tanto Méjico como EE.UU. están condenados a entenderse por la elevada dependencia que tiene uno con el otro. Cabe recordar que EE.UU. supone el 80% de las exportaciones y el 40% de las importaciones de Méjico, mientras que este último es el principal socio comercial de EE.UU.

Las tensiones arancelarias suponen una incertidumbre para la inversión en el país (como muestra los seis meses consecutivos de retrocesos en la actividad industrial). A esto se une un consumo a la baja en los últimos ocho meses, unos salarios moderándose y una ralentización en la creación de empleo. En este sentido el banco central lleva bajando tipos desde principios de 2024 (-225p.b. hasta 9,0% en marzo) con el fin de revitalizar la demanda interna y esperamos que continúe este proceso hasta principios de 2026. La buena evolución de la inflación (+3,8% febrero), cercana al objetivo oficial del banco central del +3% con rango +/-1%, le permite tener margen de actuación.

En definitiva, seguimos sin recomendar Méjico como opción de inversión ante el impacto de la política arancelaria de Trump y las débiles perspectivas del consumo.

Malas perspectivas para la economía. Política arancelaria de Trump y desaceleración del consumo.

Las tensiones arancelarias suponen una incertidumbre para la inversión en el país.

ARGENTINA

Crece el optimismo. En el primer año del gobierno de Milei (diciembre 2023) la economía ha sufrido un cambio importante. Las duras medidas implementadas en los últimos meses (devaluación del peso, bajada de tipos y fuertes recortes de gasto público) han llevado a una moderación de la inflación, que se sitúa en +67% a/a en febrero vs +254% cuando llegó al

Crece el optimismo. Mejora la economía y la inflación.

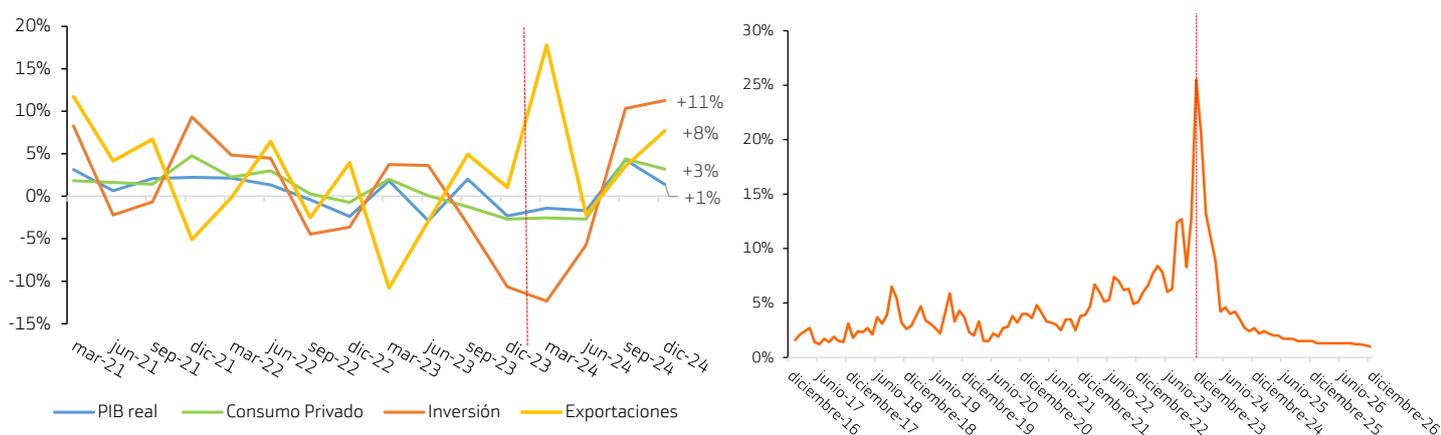
poder (+2,4% m/m vs +5,5% promedio 2020-2023), un resurgir de la economía con dos trimestres consecutivos creciendo (+1,4% t/t 4T 2024 y +4,3% 3T 2024), el primer superávit financiero en 2024 desde 2010 (tendencia que también ha continuado en los dos primeros meses de 2025) y a encadenar 14 meses consecutivos con superávit comercial gracias al impulso de las exportaciones (+19% en 2024). Y todo ello sin tener mayoría en el Congreso (tiene 39 diputados y 6 senadores vs 129 y 37 mayoría respectivamente). En octubre 2025 se celebrarán las elecciones de medio mandato en las que se elige la mitad del Congreso y 1/3 del Senado. Serán claves para ver si Milei puede reforzar su posición en el Parlamento para la posible aplicación de medidas más radicales como la eliminación de impuestos con el fin de estimular la economía. La apertura del mercado de capitales es otra de las acciones previstas para este año.

Doblegar por completo la inflación, dar mayor peso al sector exterior (atención al acuerdo comercial Mercosur-UE y a la mejora de relaciones con EE.UU.) y **la recuperación tanto del consumo como de la inversión** (iniciada ya en el 3T 2024), que representan un 90% del PIB, suponen las tareas principales. La mejora de la confianza y la recuperación del poder adquisitivo (tasa de pobreza del 53% de la población) son los pilares en los que debería sustentarse el crecimiento económico en próximos años. En definitiva, pese a que las medidas van surgiendo efecto, la incertidumbre sobre su impacto definitivo, la fuerte dependencia del sector agrícola (aprox. 20% del PIB y 48% de las exportaciones), la elevada concentración sectorial de su principal índice bursátil (74% financieras, materiales y energía) y la falta de una gama de productos para tener exposición a **Argentina nos hace mantenernos al margen.**

Doblegar por completo la inflación, dar mayor peso al sector exterior y la recuperación tanto del consumo como de la inversión

Gráfico 3.5.3. (izquierda). Crecimiento intertrimestral PIB real, Consumo, Inversión y Exportaciones en Argentina 1T 2021/4T 2024. Línea roja: llegada de Milei.

Gráfico 3.5.4 (derecha). Evolución Inflación intermensual en Argentina 2017/2026e*. Línea roja: llegada de Milei.



*Datos definitivos enero 2017/febrero 2025. Estimaciones Bankinter marzo 2025/diciembre 2026. Fuente: Organismo Estadístico de Argentina. Elaboración: Análisis Bankinter.

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022r	2023r	2024p	2025e	2026e
1.- PIB (media anual)											
España	+3,0	+3,0	+2,3	+2,0	-10,9	+6,7	+6,2	+2,7	+3,2	+2,5	+1,9
Eurozona	+1,8	+2,8	+1,8	+1,6	-6,2	+6,1	+3,5	+0,5	+0,9	+0,9	+1,3
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>+120</i>	<i>+20</i>	<i>+50</i>	<i>+40</i>	<i>-470</i>	<i>+60</i>	<i>+270</i>	<i>+220</i>	<i>+230</i>	<i>+160</i>	<i>+60</i>
Portugal	+2,0	+3,3	+2,9	+2,7	-8,2	+5,6	+7,0	+2,5	+1,9	+2,3	+1,9
EE.UU.	+1,8	+2,5	+3,0	+2,5	-2,2	+5,9	+2,0	+2,5	+2,8	+1,6	+2,0
R.Unido	+2,3	+2,7	+1,4	+1,6	-10,3	+9,5	+5,0	+0,4	+0,9	+1,2	+1,5
Irlanda	+1,7	+9,4	+8,7	+5,3	+6,6	+16,4	+8,6	-5,4	+1,2	+2,7****	+2,5****
Suiza	+2,1	+1,4	+2,9	+1,2	-2,3	+5,5	+2,7	+0,7	+1,3	+1,3	+1,5
Japón	+0,8	+1,7	+0,7	-0,4	-4,2	+2,8	+1,0	+1,5	+0,1	+1,1	+0,8
China	+6,8	+6,9	+6,7	+6,0	+2,2	+8,4	+3,1	+5,4	+5,0	+4,5	+4,3
India	+9,0	+6,1	+7,3	+4,6	-6,1	+10,3	+7,2	+8,9	+6,7	+7,1	+6,7
Brasil	-3,3	+1,3	+1,8	+1,2	-3,3	+5,0	+3,0	+3,3	+3,4	+1,9	+1,8
Méjico	+1,6	+2,1	+2,0	-0,4	-8,5	+7,0	+3,7	+3,3	+1,3	+1,1	+1,5
2.- IPC											
España	+1,6	+1,1	+1,2	+0,8	-0,5	+6,5	+5,7	+3,1	+2,8	+2,3	+2,3
Eurozona	+1,1	+1,3	+1,5	+1,3	-0,3	+5,0	+9,2	+2,9	+2,4	+2,2	+2,0
Portugal	+0,9	+1,5	+0,7	+0,4	-0,2	+2,7	+9,6	+1,4	+3,0	+2,5	+2,2
EE.UU.	+2,1	+2,1	+1,9	+2,3	+1,4	+7,0	+6,5	+3,4	+2,9	+3,0	+2,5
R.Unido	+1,6	+3,0	+2,1	+1,3	+0,6	+5,4	+10,5	+4,0	+2,5	+2,6	+2,4
Irlanda	+0,0	+0,4	+0,6	+1,3	-0,9	+5,6	+8,1	+4,6	+1,7	+2,0	+2,0
Suiza	+0,0	+0,8	+0,7	+0,2	-0,8	+1,5	+2,8	+1,7	+0,6	+0,7	+1,0
Japón	+0,3	+1,0	+0,3	+0,8	-1,2	+0,8	+4,0	+2,6	+3,6	+2,0	+1,8
China	+2,1	+1,8	+1,9	+4,5	+0,2	+1,5	+1,8	-0,3	+0,1	+0,7	+1,5
India	+3,4	+5,2	+2,1	+7,4	+4,6	+5,7	+5,7	+5,7	+5,2	+4,5	+4,3
Brasil	+6,3	+3,0	+3,8	+4,3	+4,5	+10,1	+5,8	+4,6	+4,8	+5,1	+4,0
Méjico	+3,4	+6,8	+4,8	+2,8	+3,2	+7,4	+7,8	+4,7	+4,2	+3,5	+3,4
3.- Paro											
España (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	13,3	12,9	11,8	10,6	10,6	10,8
Eurozona	9,7	8,7	7,9	7,5	8,2	7,0	6,7	6,5	6,2	6,2	6,2
Portugal	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	6,3	6,8	6,5	6,4	6,4	6,6
EE.UU.	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	3,9	3,5	3,7	4,1	4,3	4,3
R.Unido	4,7	4,4	4,0	3,8	5,2	4,0	3,7	3,8	4,4	4,3	4,2
Irlanda	7,5	6,4	5,4	4,7	5,8	5,2	4,4	4,5	4,5	4,3	4,3
Suiza	3,3	2,9	2,4	2,3	3,3	2,4	1,9	2,3	2,8	2,8	2,7
Japón	3,0	2,7	2,5	2,2	3,1	2,7	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4
4.- Crédito S. Privado (Var.% a/a)											
España, empresarial Stock (%)	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	+8,3	+0,6	-0,1	-4,3	+0,0	+1,4	+2,3
España, empresarial Nueva Produc. (%)	-17,8	+5,1	+2,4	+0,4	+2,5	-16,2	+19,9	-7,3	+16,0	+4,0	+2,5
España, hipotecario Stock (%)	-2,9	-2,4	-1,2	-0,6	-1,2	+1,3	-0,1	-3,1	+0,4	+1,1	+1,3
España, hip. Nueva Produc. (%)	+5,0	+3,6	+10,8	+1,2	+0,9	+35,2	+9,7	-13,8	+20,5	+8,0	+3,0
España, consumo Stock (%)	+3,1	+4,8	+4,4	+0,3	-0,7	-1,4	+0,1	-0,4	+2,4	+3,0	+3,2
España, consumo Nueva Produc. (%)	+28,4	+15,9	+17,0	+5,4	-26,6	+6,8	+5,3	+8,0	+19,6	+5,0	+2,0

Estimaciones Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022r	2023r	2024r	2025e	2026e
5.- Tipos oficiales (Dic.)**											
UEM. Tipo crédito	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,15	2,40	2,40
UEM. Tipo depósito	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,00	2,25	2,25
UEM. Compra activos (1'000M€ / mes)***	80,00	60,00	15,00	20,00	120,00	70,00	0,00	-11,27	-27,22	-27,02	-62,43
EE.UU.	0,50/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	0,00/0,25	0,00/0,25	4,25/4,50	5,25/5,50	4,25/4,50	3,75/4,00	3,75/4,00
EEUU. Compra activos (MM\$/mes)	0,00	0,00	0,00	0,00	120,00	90,00	-95,00	-95,00	-60,00	-40,00	-40,00
R.Unido	0,00	0,50	0,75	0,75	0,10	0,25	3,50	5,25	4,75	4,00	3,75
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	0,50	0,25	0,25
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,25	1,00	1,00
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,15	3,85	3,80	3,65	3,45	3,10	2,75	2,75
India	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	4,00	6,25	6,50	6,50	5,75	5,50
Brasil	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	12,00
6.- Euribor (Dic.)**											
Euribor 3M	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,57	2,13	3,91	2,71	2,25	2,25
Euribor 12M	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	3,29	3,51	2,46	2,10	2,50
7.- Bono 10A (Dic.)**											
España	1,38	1,56	1,41	0,46	0,04	0,56	3,65	2,98	3,06	3,60/3,80	3,90/4,10
Prima de riesgo España	118	114	117	65	62	75	108	96	70	80	90
Alemania	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	2,57	2,02	2,36	2,80/3,00	3,00/3,20
Portugal	3,75	1,91	1,71	0,43	0,03	0,46	3,58	2,63	2,84	3,50	3,65
EE.UU.	2,45	2,41	2,69	1,92	0,92	1,51	3,88	3,88	4,53	4,20/4,40	4,00/4,20
R.Unido	1,24	1,19	1,27	0,82	0,19	0,97	3,66	3,53	4,56	4,10	4,30
Irlanda	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	0,24	3,08	2,35	2,63	3,10	3,30
Suiza	-0,22	-0,18	-0,28	-0,50	-0,58	-0,15	1,58	0,65	0,21	0,75	0,85
Japón	0,04	0,04	-0,01	-0,02	0,02	0,07	0,41	0,61	1,09	1,60	1,70
8.- Divisas**											
Eurodólar	1,052	1,201	1,147	1,121	1,222	1,137	1,071	1,104	1,035	1,05/1,10	1,08/1,15
Euroyen	123,0	135,3	125,6	122,0	126,3	130,9	140,4	155,7	162,8	160,0/170,0	155,0/165,0
Eurolibra	0,853	0,888	0,899	0,846	0,894	0,841	0,885	0,867	0,827	0,80/0,85	0,82/0,87
Eurosuizo	1,072	1,170	1,126	1,086	1,081	1,038	0,990	0,929	0,940	0,94/0,98	0,92/0,96
EuroYuan (offshore)	7,334	7,822	7,879	7,806	7,944	7,227	7,410	7,873	7,335	7,80/8,10	7,80/8,20
9.- Materias primas (Dic.)**											
Petróleo (Brent, \$/b.)	56,8	66,9	53,8	66,0	51,8	77,8	85,9	77,0	74,8	68,0	65,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	53,7	60,4	45,4	61,1	48,5	75,2	80,3	71,7	71,9	64,0	61,0
Oro (\$/oz.)	1.148	1.303	1.282	1.517	1.898	1.829	1.824	2.063	2.606	3.000	2.800
10.- Precios de Vivienda (Dic.)											
España (%)	4,5	7,2	6,6	3,6	1,5	6,4	5,5	4,2	11,3	5,0	3,0
Portugal (%)	7,1	9,2	10,3	9,6	8,4	8,1	12,7	8,3	9,0	4,5	3,5
Irlanda (%)	9,0	12,1	6,3	0,3	2,2	14,2	7,7	4,1	8,7	6,1	6,5

Fuente: Estimaciones Mar. '25 Análisis Bankinter

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

(**) En bonos, divisas, Euribor, Tipos oficiales y materias primas: 2024 y anteriores con cierres de mercado a 31 dic.

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

(****) Irlanda: Estimaciones basadas en la demanda interna ajustada, que excluye el efecto multinacionales. Ver apartado: Otras Economías/ Irlanda con el link a la metodología de cálculo.

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2023r	1T'24r	2T'24r	3T'24r	4T'24p	2024p	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e	1T'26e	2T'26e	3T'26e	4T'26e	2026e
EE.UU.	2,5	2,9	3,0	2,7	2,5	2,8	-1,8	3,4	2,3	2,4	1,6	2,1	1,8	1,8	2,2	2,0
ESPAÑA	2,7	2,7	3,3	3,5	3,5	3,2	3,0	2,7	2,3	1,9	2,5	1,8	1,7	1,9	2,1	1,9
UEM	0,5	0,5	0,5	1,0	1,2	0,9	0,8	0,9	0,8	1,3	0,9	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3
PORTUGAL	2,5	1,4	1,6	1,9	2,8	1,9	2,5	2,6	2,2	1,9	2,3	1,6	1,8	2,0	2,1	1,9
R. UNIDO	0,4	0,3	0,7	1,0	1,4	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,6	1,6	1,5	1,4	1,5
IRLANDA (***)	-5,4	-4,5	-3,0	3,2	9,2	1,2	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
SUIZA	0,8	0,4	1,5	1,9	1,5	1,3	1,5	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,6	1,4	1,4	1,5
JAPÓN	1,5	-0,7	-0,7	0,7	1,1	0,1	1,7	1,1	1,0	0,8	1,1	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8
CHINA	5,4	5,3	4,7	4,6	5,4	5,0	4,6	4,5	4,5	4,4	4,5	4,4	4,4	4,3	4,2	4,3
BRASIL	3,3	2,6	3,3	4,0	3,6	3,4	2,8	2,0	1,5	1,4	1,9	1,5	1,6	1,9	2,0	1,8
INDIA	8,9	8,4	6,5	5,6	6,2	6,7	7,6	7,0	6,8	6,8	7,1	6,7	6,7	6,7	6,5	6,7
IPC	2023r	1T'24r	2T'24r	3T'24r	4T'24r	2024r	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e	1T'26e	2T'26e	3T'26e	4T'26e	2026e
EE.UU.	3,4	3,5	3,0	2,4	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5
ESPAÑA	3,1	3,2	3,4	1,5	2,8	2,8	2,7	2,5	2,8	2,3	2,3	1,6	1,9	2,3	2,3	2,3
UEM	2,9	2,4	2,5	1,7	2,4	2,4	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1
PORTUGAL	1,4	2,3	2,8	2,1	3,0	3,0	2,2	2,6	2,5	2,5	2,5	2,3	2,3	2,4	2,2	2,2
R. UNIDO	4,0	3,2	2,0	1,7	2,5	2,5	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4
IRLANDA	4,6	2,9	2,2	0,7	1,7	1,7	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
SUIZA	1,7	1,0	1,3	0,8	0,6	0,6	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
JAPÓN	2,6	2,7	2,8	2,5	3,6	3,6	3,2	2,6	2,3	2	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8
CHINA	-0,3	0,1	0,2	0,7	0,1	0,1	-0,5	0,0	0,5	0,7	0,7	1,0	1,2	1,3	1,5	1,5
BRASIL	4,6	3,9	4,2	4,4	4,8	4,8	5,4	5,5	5,4	5,1	5,1	4,8	4,4	4,3	4,0	4,0
INDIA	5,7	4,9	5,1	5,5	5,0	5,0	3,5	4,0	4,2	4,5	4,5	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3

Paño	2023r	1T'24r	2T'24r	3T'24r	4T'24r	2024r	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e	1T'26e	2T'26e	3T'26e	4T'26e	2026e
EE.UU.	3,7	3,9	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,3	4,3	4,3
ESPAÑA	11,8	12,3	11,3	11,2	10,6	10,6	10,4	10,3	10,2	10,6	10,6	10,8	11,0	10,9	10,8	10,8
UEM	6,5	6,5	6,4	6,3	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
PORTUGAL	6,6	6,8	6,1	6,5	6,4	6,4	6,4	6,5	6,6	6,4	6,4	6,5	6,5	6,6	6,6	6,6
R. UNIDO	3,8	4,3	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2
IRLANDA	4,5	4,1	4,5	4,1	4,5	4,5	3,9	4,1	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
SUIZA	2,1	2,4	2,3	2,5	2,8	2,8	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7
JAPÓN	2,5	2,6	2,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Tipo Director (banco central)	2023r	1T'24r	2T'24r	3T'24r	4T'24r	2024r	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e	1T'26e	2T'26e	3T'26e	4T'26e	2026e
EE.UU.	5,25/5,50	5,25/5,50	5,25/5,50	4,75/5,00	4,25/4,50	4,25/4,50	4,25/4,50	4,25/4,50	4,00/4,25	3,75/4,00	3,75/4,00	3,75/4,00	3,75/4,00	3,75/4,00	3,75/4,00	3,75/4,00
UEM, Crédito	4,50	4,50	4,25	3,65	3,15	3,15	2,65	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40
UEM, Depósito	4,00	4,00	3,75	3,50	3,00	3,00	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
UEM, Compra activos ('000M€ / mes)**	-11,27	-35,83	-23,98	-33,56	-27,22	-27,22	-56,66	-40,29	-39,60	-27,02	-27,02	-62,77	-55,36	-62,43	-62,43	-62,43
R. UNIDO	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
SUIZA	1,75	1,50	1,25	1,00	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
JAPÓN	-0,10	0,0/0,1	0,0/0,1	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
CHINA (*)	3,45	3,45	3,45	3,35	3,10	3,10	3,10	2,85	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
BRASIL	11,75	10,75	10,50	10,75	12,25	12,25	14,25	15,25	15,25	15,00	15,00	14,50	13,50	13,00	12,00	12,00
INDIA	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	5,75	5,75	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50

Fuente: Estimaciones Mar. '25 Análisis Bankinter

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

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

(***) Irlanda: Estimaciones basadas en la demanda interna ajustada, que excluye el efecto multinacionales. Ver apartado: Otras Economías/ Irlanda con el link a la metodología de cálculo.

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

(Link directo al documento disponible pulsando sobre cada imagen)

Carteras Modelo de Fondos

Región	Acciones	Alternativas	Deuda	Defensivas
América	10%	50%	20%	20%
Europa	10%	50%	20%	20%

TOP Selección Fondos

Fondo	Clase	Activo																		
...

Carteras Modelo Inversión Sostenible

Clase de Activos	Porcentaje
Alternativas	30%
Deuda	10%
Equity	60%

Selección Fondos de Autor

Fondo	Clase	Activo																		
...

Carteras Bankinter Roboadvisor



Carteras Capital Advisor



Carteras Modelo de Acciones Españolas

Carteras Modelo de Acciones Europeas



Carteras Modelo y Top Selección de ETFs



Carteras Modelo de Acciones Americanas

Carteras Modelo de Acciones Dividendo

Cambios porcentuales	Evolución Cartera Modelo (del 10 de julio al 10 de agosto de 2019)	Modificaciones de la selección	
República			
República			
Walmart	111,68	110,48	-0,11%
Netflix	89,70	4,18	4,23%
MasterCard	294,53	272,27	2,93%
Microsoft	473,96	136,27	1,72%
Alphabet	84,10	87,20	3,57%
Facebook	333,00	104,23	0,84%
Home Depot	337,91	273,69	2,70%
Procter & Gamble	239,65	179,24	7,60%
Exxon Mobil	50,57	52,81	4,14%
Visa	172,59	178,00	2,56%
Target	80,01	89,40	-0,24%
McDonald's	371,49	312,73	2,47%
Carlyle Group	367,33	311,89	-12,03%
Walt Disney	179,94	163,02	3,08%
Intuitive Surgical	54,73	58,40	3,86%
Amazon	283,01	289,70	-2,42%
Google	239,00	1218,20	12,50%
Apple	187,01	312,84	7,64%
Colgate Palmolive Co.	11,67	12,78	6,10%



ANEXO II.- Carteras de Inversión Temática.

Medtech / Tecnología de la salud

Compañía	Divisa	Capitalización (M \$) (*)	PER '24e	EV/EBITDA '24e	EV/Ventas '24e	Revalorización (%)					YTD	Desde public. de la cartera**
						2020	2021	2022	2023	2024*		
Abbott	USD	205.862	23,3	8,2	4,8	+0%	+29%	-22%	-0%	-8%	+0%	+0%
AstraZeneca	USD	188.920	13,9	10,8	4,1	+0%	+17%	+8%	-8%	-5%	-9%	-9%
Boston Sci.	USD	97.06	25,8	20,5	6,2	-20%	+8%	+9%	-25%	+5%	-24%	-24%
Dexcom	USD	44.361	52,0	29,5	8,6	+69%	+45%	+10%	+10%	-7%	+0%	+0%
Edwards Lifesci.	USD	51.032	27,4	21,3	7,0	+9%	+42%	-42%	-2%	+11%	-8%	-8%
El Lilly	USD	7.6.120	41,9	35,4	14,4	+28%	+64%	+32%	+59%	+29%	+62%	+62%
Intuitive Surgical	USD	15.857	53,4	36,9	14,2	+38%	+32%	-26%	-27%	+1%	+1%	+1%
Siemens Health.	EUR	67.948	20,9	14,5	3,2	-2%	+57%	-29%	+0%	+6%	+0%	+0%
Novo Nordisk	DKK	547.205	29,8	22,2	11,0	+10%	+72%	+28%	+19%	+9%	+54%	+54%
Stryker	USD	12.739	26,5	21,7	8,0	+9%	+9%	-9%	+22%	+9%	+8%	+8%
Cartera						+8%	+38%	-6%	-2%	+0%	+6%	+6%
MSCI World						+1%	+20%	+9%	+22%	+5%	+1%	+1%

Fuente: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter
*A día 29.02.2024 **Desde 29.06.2023

Semiconductores

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

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

Defensa

Compañía	Divisa	Market Cap (M)	PER '24e	PER '25e	EV/EBITDA '24e	EV/EBITDA '25e	Revalorización (%)		
							2022	2023	2024
Rheinmetall	EUR	23.600	25,0	18,2	13,5	10,2	+124%	+54%	+89%
Thales	EUR	33.054	19,0	16,8	11,6	10,1	+58%	+12%	+20%
Leonardo	EUR	14.205	15,9	14,4	8,6	7,5	+28%	+85%	+63%
Indra	EUR	2.932	10,6	9,7	5,5	4,8	+12%	+31%	+17%
BAE Systems	GBP	41.552	20,2	17,8	12,7	11,5	+56%	+30%	+24%
Lockheed Martin	USD	130.806	20,7	19,7	15,1	14,5	+37%	-7%	+22%
RTX Corp	USD	159.828	21,5	19,6	15,6	13,9	+17%	-17%	+43%
General Dynamics	USD	84.140	22,0	19,0	15,6	13,8	+19%	+5%	+18%
Northrop Grumman	USD	75.846	20,1	18,6	14,9	14,0	+41%	-14%	+11%
Aerovironment	USD	6.309	62,7	51,9	41,7	33,4	+38%	+47%	+77%
Cartera							+38%		+77%

Fuente: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter

Ciberseguridad

Compañía	Divisa	Market Cap (M)	PER '24e	PER '25e	BVA '24e	EV/Ventas '24e	Revalorización (%)					
							2021	2022	2023	2024*	Desde lanzamiento	
Microsoft	USD	3.028.200	35,1	30,6	86.711	12,5	+52%	-29%	+57%	+8%	+24%	+24%
Palo Alto Networks	USD	97.828	55,0	49,2	1.904	11,7	+37%	-25%	+111%	+0%	+18%	+18%
CrowdStrike	USD	77.054	89,4	67,8	932	19,0	-7%	+49%	+142%	-26%	+19%	+19%
Fortinet	USD	52.191	40,7	35,4	1.342	8,8	+147%	-32%	+25%	+17%	+10%	+10%
Datadog	USD	42.928	84,8	68,4	537	16,0	+82%	-59%	+25%	+7%	+11%	+11%
Zscaler	USD	35.857	97,6	80,8	397	18,5	+61%	-61%	+18%	+0%	+11%	+11%
Cloudflare	USD	33.455	188,5	176,1	210	20,1	+72%	-66%	+91%	+18%	+51%	+51%
Okta	USD	14.273	43,7	36,5	366	5,5	-12%	-70%	+32%	+1%	+2%	+2%
CyberArk	USD	10.774	147,4	78,3	84	10,8	+7%	-25%	+69%	+18%	+10%	+10%
SentinelOne	USD	8.180	194,8	112,2	25	9,3	+44%	-71%	+10%	+2%	+6%	+6%
Cartera							+50%	+49%	+77%	+10%	+29%	+29%

Fuente: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter
*A día 28.02.2024 **Desde 10.10.2023

Global Top Ten

Compañía	Divisa	Market Cap (M)	PER '24e	PER '25e	BVA '24e	EV/Ventas '24e	Revalorización (%)					
							2020	2021	2022	2023	2024*	
Microsoft	USD	3.028.007	36,1	32,4	88.285	9,0	+4%	-4%	-39%	+57%	+9%	+9%
Nvidia	USD	2.822.304	42,0	29,4	70.279	23,1	+22%	+25%	-50%	+23%	+1%	+1%
Amazon	USD	1.962.671	32,7	29,0	39.894	12	+2%	-2%	-20%	+4%	+2%	+2%
Google	USD	1.909.349	9,7	7,4	10.230	5,7	+0%	+5%	-3%	+25%	+5%	+5%
El Lilly	USD	888.697	57,8	42,1	6.810	9,8	-2%	+4%	+5%	+2%	+2%	+2%
Taiwan Semicond.	USD	888.160	26,1	20,5	33.828	8,8	+8%	-4%	-3%	+4%	+2%	+2%
LVMH	EUR	305.487	20,3	18,8	9.965	1,8	+2%	+2%	-7%	+1%	-7%	-7%
Hermes	EUR	202.693	43,7	39,2	4.590	9,0	+2%	+4%	-4%	+2%	+2%	+2%
Palo Alto	USD	10.284	55,0	47,8	195	9,4	+6%	+6%	-2%	+2%	+2%	+2%
Ferrari	EUR	78.782	52,8	48,2	1453	19	+2%	+4%	-4%	+2%	+2%	+2%
Cartera							+2%	+7%	-2%	+2%	+2%	+2%

Fuente: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter
*A día 17.09.2024

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

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.				BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div24e	ROE			EV/EBITDA 2024e	DFN/FFPP (Último)	P/VC			Recomend.	P. Objetivo
						2023r	PER 2024e	2025e	2023r	2024e	Var.%	2025e	Var.%		2019/23	2024e	2025e			2019/23	2024e	2025e		
Ibx-35	13.325,0	+1,4	+2,4	+14,9	828.074	15,4 x	13,0 x	11,8 x	53.748	63.704	19%	70.132	10%	4,0%	14,7%	16,1%	15,7%	10,5x	1,2 x	3,1 x	2,3 x	2,2 x		
Acciona Energia	17,51	-3,0	-5,2	-1,6	5.687	10,8 x	19,7 x	7,3 x	525	289	-45%	776	169%	2,8%	8,8%	5,0%	13,5%	9,4x	0,6 x	28,1 x	1,0 x	1,0 x	Comprar	21,20
ACS	54,00	+0,3	+6,8	+11,5	14.670	18,8 x	17,7 x	17,7 x	780	827	6%	829	0%	3,8%	14,7%	16,2%	15,5%	6,2x	Caja Neta	1,8 x	3,4 x	3,2 x	Comprar	60,60
Acerinox	11,29	-0,2	+3,8	+19,5	2.815	12,3 x	12,5 x	11,0 x	228	225	-1%	256	14%	5,5%	11,6%	9,3%	10,1%	7,8x	0,5 x	1,3 x	1,1 x	1,0 x	Comprar	13,00
AENA	217,20	+0,1	+2,0	+10,0	32.580	20,0 x	17,3 x	16,0 x	1.631	1.882	15%	2.036	8%	4,6%	19,1%	22,4%	22,8%	11,2x	0,8 x	3,3 x	3,9 x	3,7 x	Vender	181,40
Amadeus	73,26	+2,7	+4,9	+7,4	33.004	29,5 x	26,3 x	21,9 x	1.117	1.253	12%	1.510	21%	1,8%	23,3%	24,8%	25,7%	15,2x	0,5 x	6,8 x	6,5 x	5,6 x	Comprar	83,60
Acciona	121,40	-1,3	+7,9	+11,7	6.660	12,3 x	16,4 x	8,0 x	541	407	-25%	831	104%	4,1%	9,6%	8,0%	14,9%	6,7x	1,3 x	1,8 x	1,3 x	1,2 x	Comprar	133,50
BBVA	13,15	-1,0	+6,0	+39,1	75.758	9,4 x	7,5 x	7,6 x	8.019	10.054	25%	9.936	-1%	5,6%	11,4%	18,8%	17,6%	n.a.	n.a.	0,7 x	1,4 x	1,4 x	Neutral	13,30
Bankinter	10,37	+0,8	+15,2	+35,7	9.321	11,0 x	9,8 x	9,3 x	845	953	13%	1.005	5%	4,6%	15,2%	16,7%	16,4%	n.a.	n.a.	0,9 x	1,6 x	1,6 x	Restringido	
CaixaBank	7,31	+2,9	+13,3	+39,6	52.434	10,9 x	9,1 x	9,8 x	4.816	5.787	20%	5.376	-7%	6,4%	12,4%	15,0%	13,6%	n.a.	n.a.	0,7 x	1,4 x	1,4 x	Comprar	7,50
Cellnex	32,50	-0,8	+0,5	+6,5	22.960	Negativo	Negativo	n.r.	-298	-245	18%	172	n.r.	0,2%	Negativo	Negativo	1,2%	11,8x	1,3 x	2,3 x	1,7 x	1,7 x	Comprar	44,60
Colonial	5,42	-0,3	-1,3	+4,7	3.400	19,4 x	19,3 x	16,7 x	175	176	1%	204	16%	4,6%	2,6%	3,3%	3,8%	24,3x	1,0 x	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	7,30
Endesa	23,29	+5,0	+7,6	+12,1	24.658	33,2 x	13,7 x	13,3 x	742	1.796	142%	1.858	3%	4,3%	20,2%	23,8%	23,0%	6,8x	1,2 x	3,2 x	3,3 x	3,0 x	Comprar	24,40
Enagas	12,90	+0,5	+5,1	+9,5	3.380	11,3 x	Negativo	12,7 x	300	310	3%	266	n.r.	7,8%	12,6%	13,0%	11,5%	7,6x	1,4 x	1,5 x	1,4 x	1,4 x	Comprar	14,90
Reproval	40,74	+2,0	-3,4	+0,3	29.722	64,5 x	53,4 x	41,1 x	461	557	21%	723	30%	1,8%	6,8%	10,9%	13,7%	30,3x	1,3 x	3,8 x	5,9 x	5,7 x	Comprar	37,80
Fluidra	22,48	+4,1	-0,3	-4,4	4.319	37,9 x	27,9 x	22,3 x	114	155	36%	194	25%	2,6%	6,8%	9,5%	11,3%	11,8x	0,6 x	2,5 x	2,7 x	2,5 x	Comprar	26,60
Grifols	9,22	-3,0	-3,4	+0,8	5.783	136,7 x	36,9 x	13,7 x	42	157	271%	422	169%	0,0%	6,5%	2,7%	6,7%	9,2x	1,8 x	2,6 x	1,1 x	1,0 x	Vender	En Revisión
IAG	3,43	-0,2	-12,7	-5,4	16.479	6,2 x	6,0 x	5,8 x	2.655	2.732	3%	2.854	4%	2,3%	42,0%	44,2%	33,8%	3,6x	3,0 x	0,8 x	1,1 x	1,5 x	Comprar	5,00
Iberdrola	14,25	+1,2	+3,6	+7,1	91.778	19,1 x	16,6 x	15,5 x	4.803	5.530	15%	5.923	7%	4,5%	9,9%	11,7%	12,2%	9,4x	1,1 x	1,7 x	1,9 x	1,9 x	Comprar	16,10
Indra	26,76	+3,5	+41,4	+56,7	4.727	22,9 x	17,0 x	15,5 x	206	278	35%	305	10%	1,1%	16,8%	20,8%	19,7%	9,2x	0,1 x	2,0 x	3,5 x	3,1 x	Comprar	24,80
Inditex (5)	46,97	+4,0	-9,4	-5,4	146.389	27,2 x	24,4 x	22,3 x	5.381	6.011	12%	6.565	9%	3,5%	21,1%	30,9%	31,9%	12,6x	Caja Neta	5,8 x	7,5 x	7,2 x	Comprar	55,00
Logista (4)	28,42	+1,3	-3,9	-2,7	3.773	13,9 x	12,2 x	12,2 x	272	308	13%	308	0%	7,4%	35,4%	48,0%	45,8%	2,9x	Caja Neta	4,9 x	5,8 x	5,6 x	Comprar	30,10
Mapfre	2,86	+0,1	+8,6	+16,9	8.801	12,7 x	10,5 x	9,2 x	692	838	21%	960	15%	5,7%	7,9%	9,8%	10,3%	n.a.	n.a.	0,7 x	1,0 x	1,0 x	Comprar	2,75
Merlin Properties	9,83	+0,0	-6,8	-3,2	5.541	21,4 x	19,6 x	16,8 x	260	283	9%	330	17%	3,9%	3,2%	3,8%	4,3%	23,7x	0,6 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	12,20
ArcelorMittal(3)	29,53	+0,5	+10,0	+32,0	25.183	27,4 x	20,3 x	9,5 x	919	1.339	46%	2.659	99%	1,7%	8,3%	2,7%	5,2%	5,1x	0,1 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x	Neutral	27,00
Naturgy	25,06	-0,6	-1,2	+7,2	24.299	12,2 x	13,1 x	13,8 x	1.986	1.851	-7%	1.756	-5%	6,4%	14,2%	19,5%	18,0%	6,9x	0,9 x	3,0 x	2,6 x	2,5 x	Comprar	27,20
Puig Brands	16,19	-8,0	-12,5	-33,9	9.199	19,8 x	17,6 x	14,7 x	465	524	13%	624	19%	2,0%	37,4%	52,4%	56,7%	10,6x	1,3 x	n.a.	3,4 x	2,9 x	n.d.	
Redeia/Red Eléctrica	17,80	+0,9	+4,3	+7,9	9.631	14,0 x	19,1 x	18,9 x	690	505	-27%	510	1%	4,5%	17,7%	9,8%	10,1%	12,4x	1,0 x	2,3 x	1,9 x	1,9 x	Comprar	20,60
Repsol	11,98	+0,9	-4,4	+2,4	13.860	4,4 x	7,9 x	4,6 x	3.168	1.756	-45%	3.016	72%	8,2%	11,5%	6,0%	8,8%	2,8x	0,1 x	0,6 x	0,5 x	0,4 x	Vender	13,30
Rovi	52,55	+0,1	-4,7	-16,5	2.692	15,8 x	19,7 x	26,8 x	170	137	-20%	101	-27%	1,8%	26,2%	23,9%	16,1%	13,4x	0,1 x	5,7 x	4,7 x	4,3 x	Vender	55,00
Sabadell	2,76	+1,0	+7,7	+47,1	14.875	11,2 x	8,1 x	8,8 x	1.332	1.827	37%	1.684	-8%	6,2%	6,8%	12,7%	11,2%	n.a.	n.a.	0,3 x	1,0 x	1,0 x	Neutral	2,75
SACYR	3,29	+1,0	+0,7	+3,5	2.623	17,1 x	17,6 x	14,1 x	153	149	-3%	186	25%	3,0%	Negativo	8,0%	9,0%	7,5x	3,7 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	3,90
Santander	6,51	+2,9	+9,4	+45,9	98.688	8,9 x	7,8 x	7,4 x	11.076	12.574	14%	13.402	7%	3,6%	8,4%	12,6%	13,2%	n.a.	n.a.	0,5 x	1,0 x	1,0 x	Comprar	6,80
Solaria	7,10	-6,2	-9,1	-9,1	887	8,3 x	10,0 x	18,3 x	108	89	-18%	48	-45%	0,0%	18,4%	14,4%	7,3%	9,8x	1,6 x	7,4 x	1,4 x	1,3 x	Neutral	8,50
Telefónica	4,26	-2,3	+0,5	+8,2	24.144	Negativo	13,1 x	12,1 x	-892	1.841	n.r.	1.992	8%	7,0%	15,5%	8,4%	8,9%	4,6x	3,2 x	1,3 x	1,1 x	1,0 x	Comprar	4,50
Unicaja	1,74	-0,1	+11,3	+36,6	4.474	16,8 x	8,1 x	8,7 x	267	550	106%	515	-6%	5,2%	3,9%	8,0%	7,3%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	n/d

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.	2023r	PER 2024e	2025e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div24e	Media 2019/23	ROE			EV/EBITDA 2023r	DFN/FFPP (Último)	Media 2019/23	PVC			Recomendación
									2023r	2024e	Var. %	2025e	Var. %			2024e	2025e	2024e				2025e	2024e	2025e	
EuroStoxx-50	5.418,0	-0,5	-0,7	+10,7	4.776.558	17,1 x	15,8 x	15,8 x	288.088	278.940	-3%	302.376	8%	3,4%	15,3%	15,6%	16,9%	12,35	0,6 x	4,0 x	4,0 x	3,7 x			
Adidas	222,90	-0,1	-8,5	-5,9	40.122	Negativo	60,5 x	29,6 x	-75	663	784%	1.357	105%	0,7%	16,0%	13,2%	22,6%	20,29	2,9 x	7,1 x	7,9 x	6,6 x	Comprar		
Adyen	1.507,80	-0,3	-14,8	+4,9	47.473	51,8 x	51,3 x	40,7 x	698	925	32%	1.166	26%	0,0%	27,1%	22,9%	22,4%	37,24	Caja Neta	28,6 x	11,7 x	9,1 x	Comprar		
Ahold Delhaize	34,06	-0,3	+0,4	+8,2	31.352	13,2 x	14,7 x	12,9 x	1.874	2.138	14%	2.430	14%	3,4%	14,0%	14,9%	15,7%	2,16	1,0 x	1,9 x	2,1 x	2,0 x	Neutral		
Air Liquide	177,44	-1,7	+1,5	+13,1	102.613	30,3 x	31,0 x	24,8 x	3.048	3.306	8%	4.130	25%	2,0%	12,6%	12,3%	14,2%	15,19	0,4 x	3,0 x	3,8 x	3,5 x	Comprar		
Airbus	166,82	-2,6	+1,5	+7,8	132.169	29,2 x	31,2 x	25,8 x	3.789	4.232	12%	5.129	21%	1,8%	32,9%	21,6%	22,9%	20,49	Caja Neta	10,1 x	6,7 x	5,9 x	Comprar		
Allianz	352,40	-0,5	+9,1	+19,1	136.085	11,0 x	13,6 x	13,0 x	8.541	10.017	17%	10.506	5%	4,3%	10,6%	16,1%	15,8%	n.a.	n.a.	1,3 x	2,2 x	2,0 x	Comprar		
AB InBev	57,08	-1,8	+9,6	+18,3	115.258	22,1 x	18,4 x	15,9 x	5.341	6.266	17%	7.249	16%	1,8%	7,4%	6,8%	7,5%	3,08	0,7 x	1,6 x	1,4 x	1,3 x	Neutral		
ASML	676,40	+2,3	-5,2	-0,3	266.387	35,1 x	35,2 x	28,1 x	7.839	7.572	-3%	9.485	25%	0,9%	45,7%	41,0%	46,2%	26,79	Caja Neta	18,5 x	14,4 x	12,8 x	Comprar		
AXA	39,57	+0,8	+6,7	+15,3	87.643	9,3 x	11,6 x	11,0 x	7.189	7.570	5%	7.948	5%	5,4%	9,6%	13,7%	13,6%	n.a.	n.a.	1,0 x	1,6 x	1,5 x	Comprar		
B. Santander	6,51	+2,9	+9,4	+45,9	98.688	5,5 x	7,8 x	7,4 x	11.076	12.574	14%	13.402	7%	3,6%	6,1%	12,6%	13,2%	n.a.	0,0 x	0,6 x	1,0 x	1,0 x	Comprar		
BASF	50,24	-4,3	+2,5	+18,3	44.840	192,7 x	34,5 x	17,5 x	225	1.298	477%	2.564	98%	4,2%	6,6%	3,6%	7,2%	8,08	0,5 x	1,4 x	1,3 x	1,3 x	Neutral		
Bayer	22,55	-5,2	+1,2	+16,7	22.149	Negativo	Negativo	14,2 x	-2.941	-2.552	n.r.	1.562	-161%	0,5%	7,5%	Negativo	4,7%	3,75	1,1 x	1,3 x	0,7 x	0,7 x	Vender		
BBVA	13,15	-1,0	+6,0	+39,1	75.758	6,0 x	7,5 x	7,6 x	8.019	10.054	25%	9.936	-1,2%	5,6%	10,5%	18,8%	17,6%	n.a.	0,0 x	0,7 x	1,4 x	1,4 x	Neutral		
BMW	79,74	-4,5	-4,4	+1,0	50.622	5,6 x	6,8 x	7,3 x	11.290	7.450	-34%	6.932	-7%	5,0%	12,5%	7,8%	6,9%	1,94	Caja Neta	0,7 x	0,5 x	0,5 x	5,1 x	Vender	
BNP Paribas	79,63	+2,2	+12,0	+34,5	90.046	6,5 x	8,4 x	8,0 x	10.975	10.725	-2%	11.300	5%	5,8%	9,3%	8,6%	8,8%	n.a.	0,0 x	0,6 x	0,7 x	0,7 x	Neutral		
Danone	70,70	-1,5	+1,2	+8,6	48.044	45,1 x	23,1 x	23,3 x	881	2.078	136%	2.064	-1%	3,0%	9,0%	12,4%	11,9%	1,81	0,5 x	2,2 x	2,7 x	2,6 x	Comprar		
Deutsche Boerse	263,00	-2,7	+7,4	+18,3	49.523	20,4 x	25,2 x	23,5 x	1.724	1.966	14%	2.108	7%	1,6%	18,7%	18,5%	18,1%	1,67	0,7 x	3,9 x	4,6 x	4,1 x	Neutral		
DHL	41,09	-3,1	+9,7	+20,9	49.308	15,1 x	14,8 x	12,2 x	3.677	3.332	-9%	4.038	21%	4,5%	21,2%	13,8%	15,7%	6,51	0,8 x	2,9 x	2,0 x	1,8 x	Comprar		
Deutsche Telekom	33,26	-1,7	-4,0	+15,1	165.850	Negativo	17,4 x	16,8 x	-1.280	9.527	n.r.	9.851	3%	2,7%	17,3%	9,9%	9,8%	6,57	1,4 x	2,0 x	2,9 x	2,8 x	Comprar		
Enel	7,21	+2,0	+3,9	+4,7	73.281	10,5 x	10,9 x	10,6 x	6.508	6.746	4%	6.915	3%	6,7%	15,0%	20,4%	20,0%	5,76	1,8 x	2,3 x	2,2 x	2,1 x	Comprar		
Eni	14,08	+0,4	+0,3	+7,5	44.294	12,8 x	11,3 x	11,7 x	4.063	3.911	-4%	3.791	-3%	7,0%	11,9%	7,2%	69,1%	3,63	0,3 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x	Vender		
EssilorLuxottica	269,60	+2,3	-6,2	+14,4	123.344	36,0 x	43,2 x	36,5 x	2.289	2.856	25%	3.381	18%	1,5%	4,1%	7,2%	8,2%	18,55	1,5 x	2,0 x	2,9 x	2,8 x	Comprar		
Ferrari	403,10	-3,0	-16,2	-2,3	72.270	44,1 x	47,5 x	44,4 x	1.252	1.520	21%	1.628	7%	0,7%	37,6%	37,4%	31,8%	28,36	0,0 x	17,1 x	17,9 x	14,2 x	Comprar		
Hermes	2.498,00	+0,5	+7,3	+7,6	263.712	47,0 x	57,3 x	52,0 x	4.311	4.603	7%	5.068	10%	0,7%	27,3%	27,7%	24,2%	37,12	Caja Neta	13,1 x	14,5 x	13,3 x	Comprar		
Iberdrola	14,25	+1,2	+3,6	+7,1	91.778	15,6 x	16,6 x	15,5 x	4.803	5.530	15%	5.923	7%	4,5%	10,1%	11,7%	12,2%	9,39	1,0 x	1,7 x	1,9 x	1,9 x	Comprar		
Inditex	46,97	+4,0	-9,4	-5,4	146.389	22,8 x	24,6 x	23,4 x	5.381	5.942	10%	6.248	5%	3,5%	21,2%	30,5%	30,6%	13,51	Caja Neta	5,8 x	7,5 x	7,2 x	Comprar		
Infineon	34,40	-0,0	-9,5	+9,6	44.924	15,7 x	34,6 x	26,7 x	3.138	1.300	-59%	1.681	29%	1,0%	12,9%	7,5%	9,1%	11,72	0,1 x	3,5 x	2,6 x	2,4 x	Vender		
ING	18,34	-1,0	+11,1	+22,5	57.717	6,5 x	8,5 x	8,9 x	7.287	6.800	-7%	6.450	-5%	5,2%	8,4%	12,8%	11,7%	n.a.	0,0 x	0,8 x	1,2 x	1,2 x	Neutral		
Intesa	4,84	+0,2	+6,7	+25,3	86.143	6,3 x	10,0 x	9,8 x	7.724	8.600	11%	8.750	2%	6,8%	9,5%	14,8%	14,8%	n.a.	0,0 x	0,7 x	1,5 x	1,5 x	Comprar		
Kering	203,25	-6,5	-25,8	-14,7	25.085	16,5 x	7,9 x	7,1 x	2.983	3.180	7%	3.529	11%	7,6%	21,5%	19,3%	19,7%	3,85	1,3 x	6,0 x	1,6 x	1,5 x	Vender		
L'Oreal	350,50	-3,6	+0,8	+2,5	187.276	37,1 x	28,3 x	26,4 x	6.487	6.611	2%	7.098	7%	2,1%	18,0%	21,6%	21,1%	17,26	0,6 x	7,2 x	5,8 x	5,3 x	Neutral		
LVMH	596,50	-2,2	-13,8	-6,1	298.335	24,3 x	20,8 x	20,2 x	15.174	14.337	-6%	14.802	3%	2,4%	22,1%	21,6%	20,3%	9,56	0,5 x	6,5 x	4,3 x	3,8 x	Comprar		
Mercedes Benz Group	58,88	-1,7	-1,3	+9,4	56.696	4,6 x	5,6 x	7,9 x	14.261	10.207	-28%	7.215	-29%	6,8%	14,6%	10,2%	6,9%	1,04	Caja Neta	0,8 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	Vender	
Munich RE	574,00	-1,6	+9,8	+17,8	76.778	11,2 x	13,5 x	13,0 x	4.597	5.671	23%	5.887	4%	2,9%	11,6%	17,0%	16,2%	n.a.	n.a.	1,5 x	2,3 x	2,2 x	Neutral		
Nokia	4,94	+0,9	+4,6	+15,7	27.713	26,0 x	21,7 x	18,4 x	665	1.277	92%	1.508	18%	2,8%	9,0%	6,2%	7,1%	1,41	Caja Neta	1,3 x	1,3 x	1,3 x	Neutral		
Nordea	11,92	-8,2	-3,8	+13,5	41.594	8,1 x	8,3 x	8,4 x	4.908	5.015	2%	4.975	-1%	7,9%	10,0%	15,4%	14,1%	n.a.	0,0 x	1,2 x	1,3 x	1,2 x	Neutral		
Pernord Ricard	94,30	-2,3	-4,9	-13,5	23.789	27,7 x	13,0 x	12,3 x	1.476	1.827	24%	1.941	6%	4,8%	9,6%	10,9%	11,1%	9,94	0,7 x	2,9 x	1,5 x	1,4 x	Neutral		
Prosus	43,61	-1,7	+4,0	+13,7	103.790	10,9 x	13,3 x	12,1 x	6.606	7.812	18%	8.608	10%	0,3%	22,0%	14,3%	14,5%	n.a.	Caja Neta	2,9 x	2,2 x	1,9 x	Neutral		
Safran	251,50	-0,5	+3,5	+18,6	106.544	19,8 x	37,1 x	30,8 x	3.444	2.872	-17%	3.457	20%	1,1%	13,2%	21,5%	22,4%	19,21	Caja Neta	4,6 x	7,8 x	6,7 x	Neutral		
Saint Gobain	99,64	-0,4	+6,7	+16,3	49.726	10,4 x	15,6 x	14,3 x	3.242	3.179	-2%	3.477	9%	2,2%	10,0%	12,5%	12,6%	8,07	0,3 x	1,2 x	2,0 x	1,8 x	Comprar		
Sanofi	103,90	-3,4	+0,5	+10,8	128.168	21,0 x	23,1 x	19,5 x	5.400	5.560	3%	6.589	19%	3,8%	10,4%	7,2%	8,9%	12,13	0,1 x	1,6 x	1,7 x	1,7 x	Vender		
SAP	255,40	+3,5	-6,9	+8,1	313.760	27,1 x	100,3 x	49,3 x	6.325	3.127	-51%	6.363	103%	0,9%	11,3%	6,8%	12,9%	52,48	Caja Neta	3,8 x	6,5 x	6,0 x	Comprar		
Schneider Electric	231,50	+0,3	-3,4	-3,9	133.259	26,0 x	31,2 x	27,6 x	4.003	4.269	7%	4.826	13%	1,7%	12,7%	14,0%	15,1%	17,70	0,3 x	3,0 x	4,1 x	3,9 x	Comprar		
Siemens	225,35	-3,8	+3,3	+19,5	180.280	17,0 x	21,7 x	21,2 x	7.950	8.301	4%	8.497	2%	2,3%	12,0%	16,2%	15,4%	13,97	0,2 x	2,2 x	3,2 x	2,9 x	Vender		
Stellantis	11,39	-0,3	-15,4	-9,5	32.837	3,6 x	5,5 x	4,6 x	18.596	5.930	-68%	7.118	20%	4,7%	21,1%	6,6%	7,5%	0,61	Caja Neta	0,8 x	0,4 x	0,4 x	Vender		
TotalEnergies	58,05	+0,9	-0,0	+8,8	131.777	6,9 x	8,2 x	8,3 x	21.510	16.031	-25%	15.913	-1%	5,5%	15,0%	13,3%	12,3%	4,21	0,2 x	1,0 x	1,2 x	1,1 x	Vender		
Unicredit	53,74	+0,2	+12,0	+39,5	83.709	4,6 x	8,7 x	9,0 x	9.507	9.575	1%	9.330	-3%	4,0%	7,5%	15,4%	14,3%	n.a.	0,0 x	0,5 x	1,5 x	1,4 x	Comprar		
Vinci	118,45	+0,2	+8,4	+18,8	68.987	14,5 x	14,5 x	13,6 x	4.702	4															

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Año	Capitaliz.	2023r	PER 2024e	2025e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div24e	Media 2019/23	ROE			EV/EBITDA 2023r	DFN/FFPP (Último)	Media 2019/23	P/VC		Recomendación	
									2023r	2024e	Var.%	2025e	Var. %		2024e	2025e						2024e	2025e		
No EuroStoxx 50:																									
RWE	32,59	+0,5	+7,7	+13,0	24.242	6,7 x	11,0 x	15,8 x	4.536	2.212	-51%	1.535	-31%	3,4%	18,2%	6,5%	4,4%	6,36	0,2 x	1,2 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
Deutsche Bank	22,86	+4,2	+15,9	+37,3	44.527	5,9 x	10,3 x	8,2 x	4.274	4.325	1%	5.450	26%	2,6%	2,3%	6,5%	7,9%	n.a.	0,0 x	0,4 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Neutral
H&M	135,25	-0,5	-4,3	-9,2	217.906	32,8 x	14,7 x	13,1 x	8.752	14.823	69%	16.622	12%	4,8%	13,8%	28,6%	28,7%	4,91	Caja Neta	5,1 x	4,3 x	3,8 x	3,8 x	3,8 x	Vender
Hellofresh	7,97	-5,6	-38,6	-32,2	1.380	n.r.	24,6 x	32,1 x	19	56	195%	43	-23%	0,0%	19,7%	5,2%	3,8%	4,30	0,1 x	10,0 x	1,3 x	1,2 x	1,2 x	Vender	
E.ON	13,08	+0,6	+8,2	+16,3	34.548	10,4 x	11,9 x	12,1 x	3.068	2.895	-6%	2.860	-1%	4,2%	15,0%	20,4%	19,5%	8,12	2,7 x	2,2 x	2,2 x	2,0 x	2,0 x	Comprar	
Maersk	12.000	-2,4	-6,0	+0,8	188.191	8,2 x	4,3 x	16,8 x	3.822	6.095	59%	1.626	-73%	9,3%	20,5%	10,5%	3,5%	1,50	Caja Neta	1,0 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	Comprar
Nestlé	89,78	-0,5	+2,3	+19,9	235.224	23,2 x	21,6 x	25,5 x	11.209	10.884	-3%	9.220	-15%	3,4%	27,3%	30,3%	24,8%	15,91	1,3 x	6,6 x	6,5 x	6,3 x	6,3 x	Vender	
Richemont	162,15	-1,1	-9,0	+17,6	95.886	18,7 x	24,7 x	22,0 x	3.664	3.875	6%	4.351	12%	2,3%	12,4%	19,0%	19,8%	13,90	Caja Neta	3,3 x	4,6 x	4,3 x	4,3 x	4,3 x	Comprar
Ryanair	20,33	-3,1	+0,3	+6,6	21.640	n.r.	10,9 x	10,2 x	1.314	1.984	51%	2.132	7%	2,5%	17,7%	27,5%	24,3%	6,24	Caja Neta	3,8 x	3,2 x	2,5 x	2,5 x	2,5 x	Vender
Soc. Generale	42,89	+2,8	+13,3	+57,9	34.326	7,7 x	10,6 x	8,3 x	2.493	3.250	30%	4.125	27%	2,4%	3,4%	4,8%	6,0%	n.a.	0,0 x	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	Comprar
Unilever	53,90	-1,3	-0,4	-1,8	135.273	16,9 x	20,3 x	19,0 x	6.487	6.663	3%	7.124	7%	3,3%	39,9%	32,1%	31,1%	12,61	1,1 x	7,6 x	7,0 x	6,4 x	6,4 x	Neutral	
Lufthansa	7,36	-4,4	+12,0	+19,2	8.822	10,2 x	5,8 x	4,6 x	938	1.521	62%	1.914	26%	0,0%	14,7%	19,5%	23,3%	4,19	2,1 x	1,3 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	
Porsche	51,84	-4,1	-12,6	-11,3	47.226	14,1 x	13,1 x	14,4 x	5.157	3.593	-30%	3.278	-9%	4,4%	20,4%	15,6%	13,3%	3,98	Caja Neta	n.a.	2,0 x	1,9 x	1,9 x	1,9 x	Vender
Siemens Energy	60,60	-0,4	+9,0	+20,3	48.438	Negativo	40,9 x	60,2 x	-4.532	1.185	n.r.	804	n.r.	0,0%	Negativo	13,1%	8,1%	Negativo	0,1 x	n.a.	5,6 x	5,1 x	5,1 x	5,1 x	Vender
Rheinmetall	1.313,50	-4,0	+38,1	+113,7	58.187	62,4 x	44,2 x	30,3 x	717	1.277	78%	1.855	45%	0,9%	17,1%	24,3%	29,1%	23,56	0,3 x	2,3 x	11,6 x	9,1 x	9,1 x	Comprar	
Leonardo	44,64	-4,4	+24,5	+72,2	25.809	28,4 x	25,3 x	21,1 x	1.074	1.021	-5%	1.213	19%	1,2%	10,2%	9,1%	9,8%	11,68	0,2 x	0,7 x	2,7 x	2,5 x	2,5 x	Comprar	
Thales	245,50	-1,2	+32,2	+77,1	50.559	29,7 x	26,1 x	23,0 x	1.420	1.902	34%	2.169	14%	1,6%	21,3%	20,5%	19,2%	14,82	0,4 x	3,1 x	6,0 x	5,3 x	5,3 x	Comprar	
Vonovia	24,59	-5,4	-16,4	-16,1	20.234	12,3 x	11,9 x	11,6 x	1.465	1.660	13%	2.074	25%	4,8%	5,8%	6,2%	7,3%	19,83	1,3 x	1,0 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	

ANÁLISIS Y MERCADOS

Estrategia de Inversión 1T 2025

lunes, 24 de marzo de 2025 18:46h

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

	% Comprar	% Neutral	% Vender
El 22.03.2024	65,3%	15,3%	19,5%
El 20.06.2024	59,5%	18,1%	22,4%
El 24.09.2024	55,7%	21,3%	23,0%
El 19.12.2024	51,3%	21,8%	26,9%
El 24.03.2025	59,1%	20,0%	20,9%