

ESTRATEGIA DE MERCADOS 2025

DICIEMBRE 2024

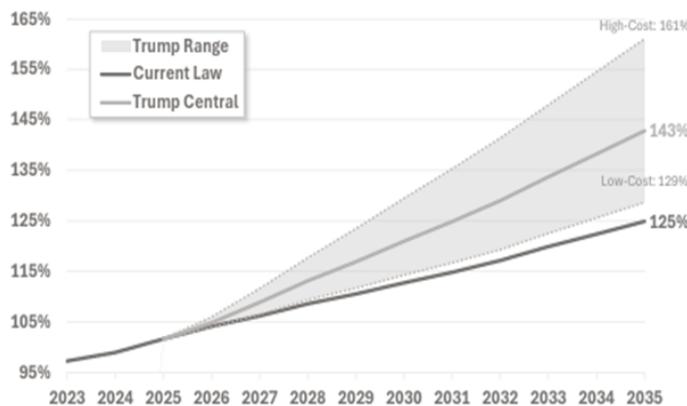
“Con Trump, se abre el abanico: ¿timing e intensidad de las medidas?”

- Momento de numerosos acontecimientos geopolíticos, destacando la victoria de Trump y la inestabilidad política en Francia y Alemania, que **abren el abanico con respecto a crecimientos económicos** para el próximo año a ambos lados del Atlántico, **según el timing y la intensidad de las medidas de comercio exterior, inmigración e impuestos de Trump** (y probable fin de la guerra en Ucrania).
 Nuestro escenario de decisiones no demasiado abruptas nos lleva a estimar un entorno en el que **continúe la dispersión en los crecimientos EE.UU. y Europa, con un PIB 2025 situándose en el 2,3% en EE.UU. (vs 2,7% 2024 e) y con dificultades para llegar al 1% en Europa** (repitiendo en 2025 el 0,8% de 2024). **En Inflación**, no pensamos que las medidas de trade frenen excesivamente la desinflación; **nos preocupa más esta posibilidad en EE.UU. que en Europa** en línea con la distinta fuerza que vemos en las economías de estas dos zonas.
 El mercado de bonos 10 años americano ha recogido con relativa tranquilidad el mayor gasto fiscal americano, en línea con la menor sensibilidad ante esta preocupación que se aprecia en el mercado global en los últimos tiempos, asignándole quizás excesiva esperanza al departamento Doge.
- Nos alineamos con el mercado** en cuanto a las expectativas de rebajas de tipos oficiales por parte de la **FED** (esperamos 2 bajadas en el 2025 de 25 p.b. hasta 4,00%-3,75%), **mientras para el BCE esperamos una bajada más de lo que apunta el mercado**, colocándose el tipo depeso en el 1,50%, por debajo de la neutralidad (6 bajadas de 25 p.b. para 2025).
- Consideramos que el diferencial de crecimientos económicos entre ambas zonas geográficas se seguirá extrapolando a los tipos a largo, **manteniéndose el diferencial entre la rentabilidad del bono 10Y de EE.UU. y del bund por encima de los 200pb, y esperando unos niveles para el IS2025 del 4,50% y del 2,25% respectivamente**
- La **RV europea** contará en 2025 con dos **apoyos importantes**, la significativa **normalización de tipos de interés y la transición energética y la digitalización** que seguirán dando muchísima visibilidad a los beneficios de determinados sectores. En cualquier caso, la ajustada valoración del Stoxx (PER12M 13x) y su todavía optimismo en crecimiento de BPAs 2025 (+8%) unido a la volatilidad que implicará Trump nos lleva a esperar **revalorizaciones de bolsa más discretas, de un dígito medio para el año próximo**. Consideramos que la bolsa europea ya descuenta un entorno pesimista en el **consumo chino**, así que un giro positivo en este aspecto (al que le damos poca probabilidad) **sería un riesgo al alza** para los mercados de RV europeos. Como principal riesgo señalamos un brote inflacionista en EE.UU. por las políticas trade & inmigración de Trump.
- Mantenemos un posicionamiento defensivo ante las incógnitas Trade y China (**Utilities, Consumo Defensivo, Telecoms y Farma**). Pero seguimos apostando por **Infraestructuras y Tecnología**. Bajamos a Neutral a Energía ante el empuje de Trump para lograr el fin de la guerra en 2025. Mantenemos en neutral Financieras, Real Estate y Lujo. Continuamos en negativos en Autos y Retail, también en Industriales, pero solo por valoración con el focus en transición energética.

Posibles medidas de Trump, apuntadas en su campaña electoral

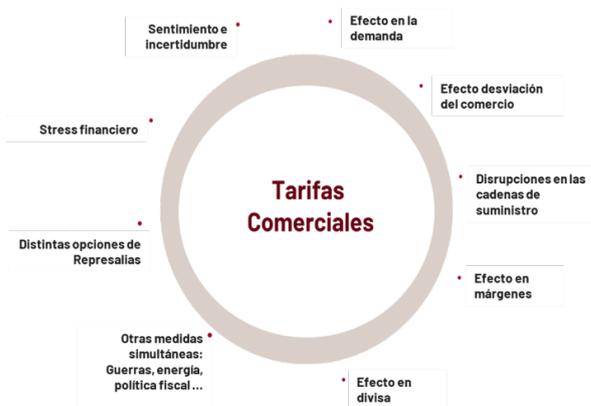
Extensión de TCJA	Rebajas impuestos empresas del 21% al 15%	Control de la inmigración	Tarifas comerciales 60% s/ bienes chinos 10%/ 20% para todos	Fin del apoyo a Ucrania	Reducción del IRA
<ul style="list-style-type: none"> Positivo para el consumo 	<ul style="list-style-type: none"> Aumento del BPA S&P del 4% Positivo cias con exposición EE.UU. Desventaja para el resto del mundo. 	<ul style="list-style-type: none"> Tensión mercado laboral Menor crecimiento EE.UU. Más inflación EE.UU. Tensión con México 	<ul style="list-style-type: none"> Negativo PIB global. Aumento inflación global. 	<ul style="list-style-type: none"> Negativo para Europa en cuanto a seguridad. Bajada precio del gas. 	<ul style="list-style-type: none"> Negativo para las renovables. Positivo para Europa

Impacto de estas medidas en la deuda pública de EE.UU. (% s/ PIB)



Fuente: Committee for a Responsible Federal Budget. Elaboración Kutxabank Investment

Consecuencias del incremento de tarifas comerciales



INDICE

1.	Previsiones Macroeconómicas 2025	3
2.	Escenario Macroeconómico.....	4
	2.1. EE.UU.....	5
	2.2. Eurozona.....	9
3.	Perspectivas de Inversión.....	12
	3.1. Perspectivas Renta Variable.....	12
	3.2. Cartera Modelo sectorial Kutxabank Investment	17
	3.3. Perspectivas de Políticas Monetarias y Renta Fija.....	18
4.	Recomendaciones Valores	22
Anexo 1.	Evolución Índices Renta Variable.....	38
Anexo 2.	Eurostoxx 50	39
	Stoxx 50	40
	IBEX 35.....	41
Anexo 3.	Ratios Bursátiles - Stoxx 50.....	42
	Ratios Bursátiles - Eurotox 50.....	43
	Ratios Bursátiles - IBEX35	44
Anexo 4.	Últimos informes publicados	45

1. Previsiones Macroeconómicas 2025

	PIB			IPC		
	23	24	25e	23	24e	25e
Alemania	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,1	0,4
Francia	1,1	1,1	0,8	4,9	2,1	1,4
Italia	0,7	0,5	0,8	0,7	0,5	0,8
España	2,7	3,0	2,2	3,5	2,8	1,9
Zona euro ⁽¹⁾	0,4	0,8	0,8	5,4	2,4	1,9
Reino Unido	0,3	0,9	1,3	7,3	2,5	2,6
EE. UU. ⁽¹⁾	2,9	2,7	2,3	4,1	2,9	2,6

Fuente: Consensus Economics diciembre y Kutxabank Investment

(1) Estimaciones Kutxabank Investment

	Déficit Público			Deuda		
	23	24	25e	23	24	25e
Alemania	-2,6	-2,0	-1,7	62,7	62,7	62,1
Francia	-5,5	-6,0	-5,9	109,9	112,3	115,3
Italia	-7,2	-4,0	-3,8	134,6	136,9	138,7
España	-3,5	-3,0	-2,8	105,0	102,3	100,7
Zona Euro	-3,6	-3,1	-3,1	87,8	88,1	88,4
Reino Unido	-6,0	-4,3	-3,7	100,0	101,8	103,8
EE. UU.	-7,1	-7,6	-7,3	118,7	121,0	124,1

Fuente: % s/PIB. Fiscal Monitor FMI octubre 2024

	Tipos oficiales ⁽¹⁾			Tipos Largo ⁽²⁾	
	2024	jun. 25e	dic. 25e	2024 ⁽³⁾	jun 25e
Zona Euro	3,00%	2,00%	1,50%	2,24%	2,25%
EE. UU.	4,25/4,50%	4,00/4,25%	3,75/4,00%	4,52%	4,50%

Fuente: Estimación Kutxabank Investment

(1) En el caso de Zona Euro: tipo de depósito.

(2) Bund alemán y Treasury EE.UU. 10 años.

(3) Rentabilidad a cierre de 18/12/2024

2. Escenario Macroeconómico

De cara a 2025 la **geopolítica** cobrará un peso mayor al que ha tenido en los últimos semestres, especialmente tras la disrupción en el equilibrio global que trae consigo la victoria de Trump en las presidenciales de EE.UU. y la debilidad política que estamos viendo en las dos principales economías europeas.

Las **políticas de comercio e inmigración de EE.UU.** vuelven a estar en el centro del cuadro macro global, dos frentes que marcaron la primera legislatura de Trump (2017-2021) y parece que seguirán destacando en el segundo mandato que empieza el próximo 20 de enero por el peso que han tenido en la campaña presidencial. **La duda está ahora en qué beligerancia empleará en estos frentes y con qué rapidez tomará acciones.** Pensamos que, como en el primer mandato, los anuncios y los titulares serán más para forzar negociaciones que para llevarlas a la práctica, pero no vemos un escenario exento de riesgo. Nuestras principales preocupaciones son de inflación para EE.UU. y de actividad en Europa y China, por el divergente momentum que viven estas economías.

Por el lado de **actividad**, la imposición de políticas proteccionistas y fijación de aranceles es negativo para el crecimiento global, impactando en mayor medida a las economías más abiertas y con mayor dependencia de demanda exterior (China y la UE). Para calibrar el choque que podrían sufrir estas economías en la nueva legislatura de Trump, miramos a las consecuencias que tuvo la política comercial en el primer mandato. Así, los aranceles fijados en 2018 provocaron un freno de en torno al 1% en el PIB de China y del 0,5% en Europa. Durante la campaña ha amenazado a China con tarifas para todas sus importaciones del 60%, escenario que no vemos que se materialice, por los impactos para la economía estadounidense en inflación y disrupción de las cadenas de aprovisionamiento. Así, pensamos más en un endurecimiento de aranceles, más parecido al de 2017-2018, subidas del 15% para China, cuyo impacto dependerá de la capacidad que tenga el país para relocalizar parte de su producción a países terceros y suavizar el envite. En Europa, el impacto dependerá de si la fijación de tarifas es general o selectiva en sectores como en 2018, siendo las economías de Alemania e Italia las que mayor impacto sufrirían por su mayor exposición a EE.UU. Consideramos que el efecto de aumentar tarifas de un 10-15% en ambas economías podría implicar efectos similares a los vistos en 2018 en ambas zonas.

En **inflación**, los efectos son más difíciles de estimar, por los efectos en cadena que generan las políticas proteccionistas, y el diferente contexto de inflación en el que nos encontramos ahora frente a 2018, no sirve como referencia para calibrar el impacto. En cualquier caso, dada la resiliencia que muestra EE.UU. y la todavía baja tasa de paro que presenta, nos lleva a estar más preocupados por los efectos de la inflación en EE.UU., no viendo que éste sea un riesgo significativo para Europa. Especialmente, si en este punto, tenemos en cuenta las medidas que ha anunciado en inmigración en EE.UU. como deportaciones masivas, que limitaría el principal factor que ha ayudado a aliviar tensión al mercado laboral estadounidense.

Otro riesgo que nos preocupa es el **impacto de la política fiscal** que ha defendido Trump en campaña y, ligado a esto, el endurecimiento de condiciones financieras que podría contraer. Hasta la fecha, el mercado no está poniendo foco en la estabilidad fiscal, pero la suma de riesgos inflacionistas por trade e inmigración y de una política fiscal expansiva desde el volumen de deuda actual, nos obligan a tener en cuenta el riesgo de una tensión en deuda. En este punto, los nombramientos que ha ido realizando en el equipo económico, defensores de unos balances públicos robustos junto con el foco que ha puesto el nuevo departamento DOGE, coliderado por Elon Musk, en la búsqueda de eficiencias en el gasto público han contenido la preocupación del mercado.

La primera mitad del año servirá para ver qué disposición muestra el nuevo gobierno en el frente fiscal, con la negociación para la **extensión del presupuesto y la fijación del techo de la deuda**. Recordemos que no se logró cerrar el presupuesto para el ejercicio fiscal que arranca en octubre antes de las elecciones presidenciales. En el último minuto, ayer sábado se evitaba un cierre de la Administración Federal, y se lograba una nueva extensión extraordinaria del presupuesto hasta el próximo de marzo. En esta "extensión" se quedaba fuera la extensión de dos años de la derogación del techo de la deuda que estaba pidiendo Trump, de forma que el límite de deuda (36 billones \$) volverá a entrar en vigor el próximo 2 de enero, con la expectativa de que se alcance a mitad de año. De esta forma, tendremos una primera parte del año en la que veremos si el partido republicano sigue sirviendo de cortapisa a las ambiciones fiscales de Trump.

Europa afronta este complejo escenario con una **falta de liderazgo** en sus dos principales economías, con **Alemania en pleno proceso electoral** tras la caída del gobierno tripartido de Scholz y **Francia** habiendo visto caer al primer ministro Barnier tras sólo tres meses en el poder. En Alemania no esperamos ver una formación de gobierno hasta el próximo mes de mayo, mientras que en Francia, esta por **ver si el nuevo primer ministro Bayrou tiene la capacidad para sacar un presupuesto con la "contención" de gasto** que exige el marco de disciplina europeo y las agencias de rating.

Otro frente de geopolítica en el que esperamos giros importantes con la llegada al poder de Trump es en la **guerra de Ucrania**, ya que de forma reiterada ha señalado que uno de sus objetivos prioritarios es poner fin a esta guerra. Esta determinación de Trump, junto con la falta de liderazgo en Europa ante las respectivas crisis políticas de Alemania y Francia, nos hacen pensar en un final desordenado, en el que Rusia sale como vencedor y Ucrania accedería a la OTAN. Así, la suma de un cierre del conflicto poco seguro para Europa, junto con las demandas de incremento de gasto en seguridad que está haciendo Trump a los miembros de la OTAN, nos llevan a pensar en un nuevo frente de presión en el régimen de estabilidad fiscal europeo, junto con la pérdida de seguridad y la presión migratoria. En lo que respecta a la Energía, entendemos que el fin del conflicto bélico no generaría mucho alivio, porque no vemos un levantamiento inmediato de las sanciones y porque estas han tenido un impacto limitado en la oferta ya que el suministro ruso ha encontrado caminos para sortearlas.

La otra gran incógnita en el escenario global es **China**, que sigue sufriendo las consecuencias de su crisis inmobiliaria y no termina de conseguir recuperar el consumo. En la última parte del 2024 hemos visto numerosas y cuantiosas medidas del gobierno de este país para reactivar la confianza en esta economía, si bien, han sido medidas que han estado más enfocadas a atacar sus grandes riesgos para la estabilidad (deuda local, inmobiliario y capitalización de la banca) que a estimular el consumo. Sin una inyección más directa al consumo, nos parece difícil conseguir una recuperación sostenida, medidas que por otra parte nos parecen difíciles de adoptar desde la óptica comunista. Asimismo, parece que estas medidas más directas se retrasarán al menos hasta marzo, con la reunión anual del Partido Comunista, y una vez que se tenga más certeza del camino que adoptan las políticas de Trump.

2.1. EE.UU.

- Las **expectativas de crecimiento de la economía estadounidense para 2024** ha sido **revisadas al alza** continuamente (**+2,9% vs +2,4% jun24**), fundamentalmente impulsada por un **consumo privado** que no deja de sorprender al mercado, apoyado por la resiliencia del mercado laboral. **De cara a 2025**, esperamos que la **actual divergencia económica** a ambos lados del Atlántico **amplie** por las expectativas de **políticas fiscales y medidas proteccionistas** del nuevo inquilino de la Casa Blanca, presentando un **riesgo al alza** sobre la expectativa de crecimiento para 2025 actual de 2,0% hasta 2,3%.
- Esperamos que el consumo de los **hogares continúe fuerte** apoyado fundamentalmente por la **fortaleza del mercado laboral**, y que se vea beneficiado adicionalmente por la **extensión del TCJA**. Pensamos que el **mercado laboral continuará resistiendo notablemente la restricción monetaria**, aunque la FED monitorizará muy de cerca su evolución por la dualidad de su mandato. Con los **riesgos negativos que le acechaban tras el periodo estival disminuyendo**, esperamos un **mercado laboral sano**, que **continúe normalizando** tras la disrupción de la pandemia. De nuevo, **el control de la inmigración por parte de Trump** y la **falta de color en su agresividad al cierre de fronteras**, nos brinda una **dosis adicional de incertidumbre en la oferta laboral y es un potencial foco de tensión**.
- Estamos especialmente positivos en **inversión no residencial**, vemos que las empresas van a comenzar a desplegar **proyectos de inversión rezagados** que por la restricción monetaria **no se materializaron** y, que, **con los tipos de interés en niveles más cercanos a la neutralidad**, son financieramente más atractivos. A su vez, la **menor carga fiscal** que las empresas van a **soportar con la implementación de las políticas fiscales** de Trump brinda un viento de cola. Por último, **regímenes regulatorios más laxos en determinadas industrias**, especialmente en Oil&Gas, pensamos que **serán muy positivos para la inversión empresarial**.
- La **inflación** continúa siendo la **principal fuente de preocupación del escenario**. La **moderación de los precios ha sido mejor de lo esperado durante el periodo estival, pero en los últimos registros se ha tensionado**, con lo que se espera que los **próximos pasos en su convergencia hacia el objetivo no sean lineales**. El grado de **incertidumbre es muy elevado tras la victoria republicana**, por la dificultad de calcular con precisión el impacto en precios de la **imposición de aranceles a las importaciones y las políticas de control de inmigración**. En cualquier caso, **aunque incierto, su impacto será negativo para la inflación de EE. UU.**, esperando que sea menor para el resto del mundo. Para ver más **avances en la distensión de la lectura subyacente**, será necesario que **la moderación en la categoría de servicios acelere** ya que permanece obstinadamente alejada del objetivo del mandato, y con tensión generalizada en todas las categorías. En primer lugar, el **componente de vivienda**, aunque **ha relajado sustancialmente de su máximo** (4,6% a/a nov-24 vs 8,3% mar23) **permanece elevado y esperamos que sea una categoría lenta a la hora de distensionar**. Recordamos que vivienda representa un 36% de la lectura de inflación y que el resto de las componentes de servicios, un 25%, con categorías como **servicios médicos y de transporte, también bien alejadas del objetivo** (peso 13%).

■ La **Reserva Federal (FED)** se encuentra en una **posición favorable**, con un **mercado laboral que resiste al envite** por domar la inflación y una **actividad económica que sorprende a expectativas**, el convencimiento de lograr un “soft-landing” dentro del FOMC es mayor. Habiendo **reducido la restricción monetaria en 100pb desde su nivel máximo**, el **stance se encuentra más próximo a niveles de neutralidad** y a partir de aquí los **riesgos son hacia ambos lados**, por lo que **los ajustes de política monetaria deberán llevarse a cabo con cautela. Ir muy deprisa o llegar muy lejos** en la normalización de tipos de interés **podría frustrar el progreso de la inflación**, del mismo modo que **retirar restricción lentamente o poco podría generar un daño innecesario en empleo y actividad económica. Reconociendo los riesgos para la inflación** que las **incertidumbres de geopolítica** del escenario abarcan, **vemos a la FED llevando a cabo dos bajadas de tipos de interés en 2025**, pudiendo ser menor si se materializasen las promesas electorales con efusividad.

1. Gráfico

Las **expectativas de crecimiento** de la economía estadounidense para 2024 ha sido revisadas al alza continuamente (+2,9% vs +2,4% jun24), fundamentalmente impulsada por un consumo privado que no deja de sorprender al mercado, apoyado por la resiliencia del mercado laboral.

	2023	2024e	2025e
PIB (%)	2,9	2,7	2
Déficit (%PIB)	-7,6	-7,3	-6,7
Deuda Pública (%PIB)	118,7	121	124,1
IPC (%)	4,1	2,9	2,4
Desempleo	3,6	4,1	4,3

Fuente: Consensus, Kutxabank Investment

3. Gráfico

Esperamos que el **consumo de los hogares** continúe fuerte apoyado fundamentalmente por la **fortaleza del mercado laboral**, y que se vea beneficiado adicionalmente por la extensión del TCJA.

Expectativas de Inflación EE. UU.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

2. Gráfico

De cara a **2025**, esperamos que la actual divergencia económica a ambos lados del Atlántico amplíe por las **expectativas de políticas fiscales y medidas proteccionistas** del nuevo inquilino de la Casa Blanca, presentando un **riesgo al alza** sobre la expectativa de crecimiento para 2025 actual de 2,0% hasta 2,3%.

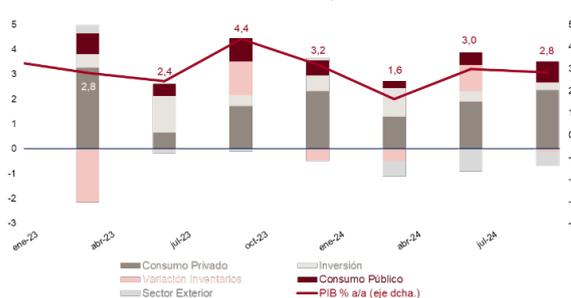


Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

4. Gráfico

Pensamos que el **mercado laboral** continuará resistiendo notablemente la restricción monetaria, aunque la FED monitorizará muy de cerca su evolución por la dualidad de su mandato.

Crecimiento PIB % anualizado y contribuciones



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

5. Gráfico

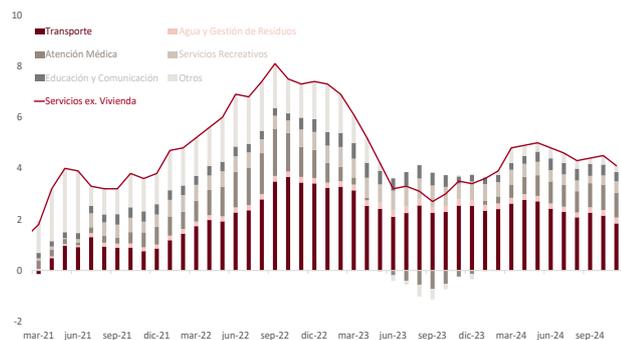
Con los **riesgos negativos** que le acechaban tras el periodo estival **disminuyendo**, esperamos un mercado laboral sano, que continúe normalizando tras la disrupción de la pandemia. De nuevo, el control de la inmigración por parte de Trump y la falta de color en su agresividad al cierre de fronteras, nos brinda una dosis adicional de incertidumbre en la oferta laboral y es un potencial foco de tensión.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

7. Gráfico

La **inflación** continúa siendo la principal fuente de preocupación del escenario. La evolución en la moderación de los precios ha sido mejor durante el periodo estival y los últimos registros han tensionado, se espera que los próximos pasos en su convergencia hacia el objetivo no sean lineales.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

6. Gráfico

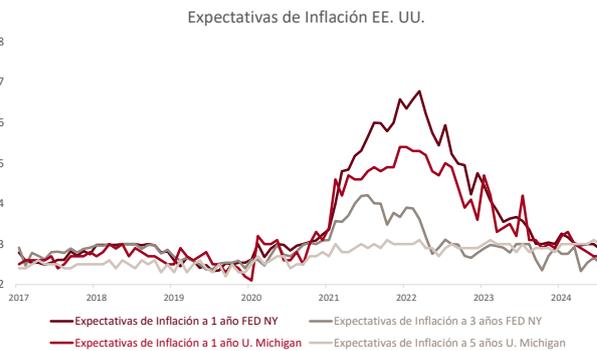
Estamos especialmente positivos en **inversión no residencial**, vemos que las empresas van a comenzar a desplegar proyectos de inversión rezagados que por la restricción monetaria no se materializaron y, que, con los tipos de interés más cercanos a la neutralidad, son financieramente más atractivos. A su vez, la **menor carga fiscal** que las empresas van a soportar con la implementación de las políticas fiscales de Trump brinda un viento de cola. Por último, **regímenes regulatorios más laxos** en determinadas industrias será muy positivo para la inversión empresarial.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

8. Gráfico

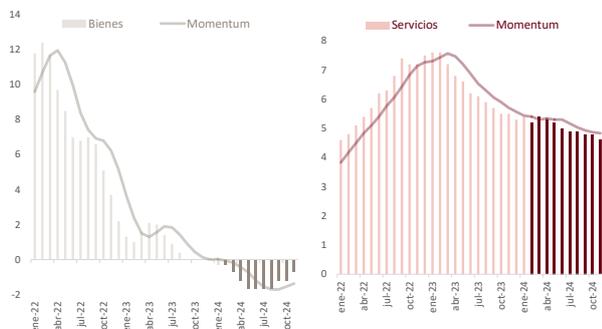
El **grado de incertidumbre** es muy elevado tras la victoria republicana, por la dificultad de calcular con precisión el impacto en precios de la imposición de aranceles y las políticas de control de inmigración. En cualquier caso, aunque incierto, su impacto será negativo para la inflación de EE. UU., más difícil calibrar para el resto del mundo, aunque esperamos que menor.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

9. Gráfico

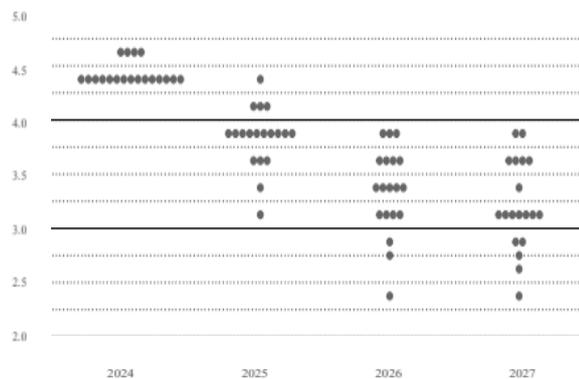
Para ver más avances en la distensión de la **lectura subyacente**, será necesario que la moderación en la **categoría de servicios** acelere ya que permanece obstinadamente alejada del objetivo del mandato, y con tensión generalizada en todas las categorías.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

11. Gráfico

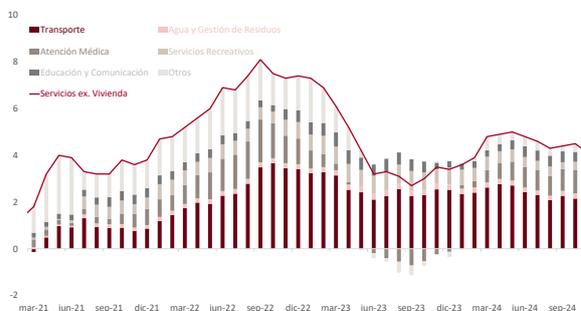
La **Reserva Federal (FED)** se encuentra en una posición favorable, con un mercado laboral que resiste al envite por domar la inflación y una actividad económica que sorprende a expectativas, el convencimiento de lograr un "soft-landing" dentro del FOMC es mayor.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

10. Gráfico

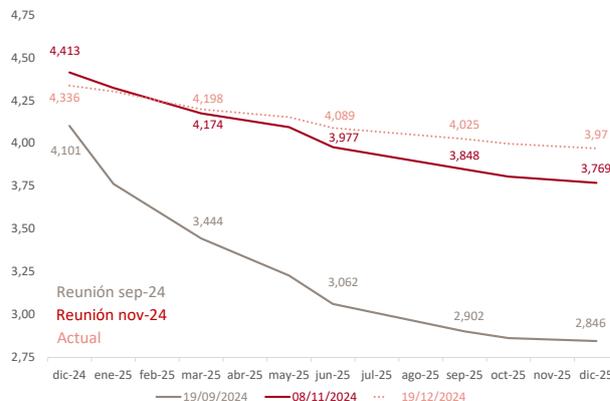
El componente de vivienda, aunque ha moderado sustancialmente de su máximo, permanece elevado y esperamos que sea una categoría lenta a la hora de distensionar. Recordamos que vivienda representa un 36% de la lectura de inflación y que el resto de las componentes de servicios el 25%, con categorías de servicios médicos y de transporte también bien alejadas del objetivo (peso 13%).



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

12. Gráfico

Reconociendo los **riesgos para la inflación** que las incertidumbres de geopolítica del escenario abarcan, vemos a la FED llevando a cabo dos bajadas de tipos de interés en 2025, pudiendo ser menor si se materializasen las promesas electorales con efusividad.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

2.2. Eurozona

- La **recuperación económica** de la Eurozona sigue siendo **moderada pero constante**. Se proyecta un crecimiento del PIB real del **0,8% para 2024**, reflejando una transición hacia una expansión **impulsada por la demanda interna**. Así el consumo muestra signos de mejora, impulsado por el aumento de los ingresos reales y la relajación de las condiciones financieras, mientras que la inversión que ha sido un lastre durante la primera mitad del año muestra una recuperación en el tercer trimestre, y por el contrario, la demanda externa ha mostrado un comportamiento inverso, impulsando el PIB en la primera mitad del año, pero perdiendo fuerza en el tercer cuatrimestre. Estos componentes siguen siendo un punto débil debido a los altos costes financieros y la persistente debilidad en sectores clave como la automoción. En términos generales, la economía europea logra mantener las previsiones de crecimiento del 0,8%, sin embargo, en lugar de acercarse a la convergencia esperada, esta **divergencia se ha acentuado, y sólo ha sido posible mantener la previsión por las continuas revisiones al alza del PIB de España**.
- Las **previsiones de consenso para 2025** son más optimistas, con un crecimiento estimado del 1,1%, impulsado por un mayor consumo y la continua contribución positiva de España. Sin embargo, consideramos que estas proyecciones podrían ser **excesivamente optimistas**, dado los desafíos que se anticipan para el próximo año, y estimamos como más probable un crecimiento en torno al 0,8%. Este riesgo se refleja en el fuerte descenso que registran los índices PMI, si bien podrían estar reaccionando de forma exagerada a los riesgos que contrae la victoria de Trump. En cualquier caso, **Europa se enfrenta a un escenario externo más adverso**, tanto por las amenazas en trade de **Trump**, como por la debilidad de su segundo mayor socio comercial, **China**. A esto hay que sumar la **incertidumbre política en la que están sumidas las dos principales economías de la unión** y el retraso/parálisis que sufren en la adopción de medidas para afrontar los retos de sectores claves como la automoción. Adicionalmente, se deber recordar que en 2025 se retoman los **compromisos de estabilidad fiscal europeos**, con lo que la política fiscal dejará de ser un apoyo.
- El IPC general ha registrado un descenso significativo**, pasando del 5,4 % en 2023 a una proyección del 2,4 % en 2024, y según nuestras estimaciones, alcanzará el 1,9 % en 2025. Esta evolución está impulsada por una reducción en las presiones sobre los precios de la energía y los alimentos. No obstante, la core se situará en el 2,9% en 2024, con una estimación a alcanzar el 2,3% en 2025. **Los servicios continúan enfrentando tensiones inflacionarias, aunque se espera que estas disminuyan gradualmente hacia 2025**. Considerando un crecimiento salarial más lento, alentado por el acuerdo del IG Metall, que establecía un aumento salarial del 2% en 2025, junto un incremento en la productividad. **El mercado laboral, aunque robusto, comienza a mostrar signos de presión**, especialmente en sectores como automoción, con una desaceleración en el crecimiento del empleo. A pesar de ello, la tasa de desempleo se mantiene en mínimos históricos del 6,5% para 2025.
- En definitiva, tenemos **un escenario muy sustentado en las expectativas de mejora del consumo vía recuperación del poder adquisitivo y del apoyo de la relajación de las condiciones financieras**. Así, **pensamos que el BCE debe seguir apoyándolo, llevando los tipos de interés a nivel expansivo**, colocando el tipo de depósito hasta niveles de 1,50% para alejar los riesgos de deflación.

13. Gráfico

Las **expectativas de crecimiento** de la Zona Euro para 2025 han sido revisados a la baja

	2023	2024e	2025e
PIB (%)	0,4	0,8	1,1
Déficit (% PIB)	-3,6	-2,8	-2,6
Deuda Pública (% PIB)	88,9	89,1	89,6
IPC (%)	5,4	2,4	1,9
Desempleo (%)	6,6	6,5	6,5

Fuente: Consensus, Kutxabank Investment

14. Gráfico

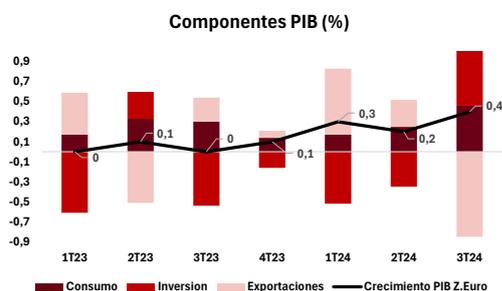
Las previsiones del PIB han mejorado en todas las zonas, menos en Alemania. Para 2025 se esperan datos más débiles de lo que se estimaba en junio.



Fuente: Kutxabank Investment, Bloomberg

15. Gráfico

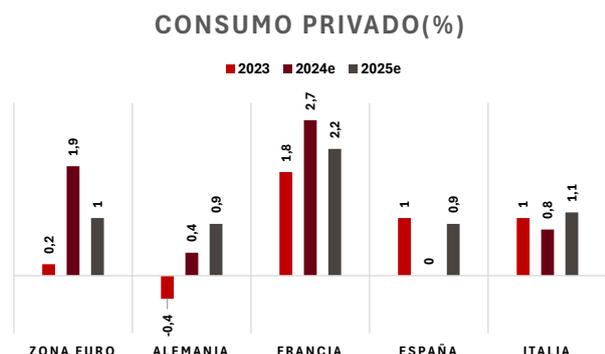
Los efectos de la política monetaria restrictiva, que irán disminuyendo gradualmente, deberían favorecer el consumo y la inversión. Las exportaciones también deberían contribuir a la recuperación gracias al aumento de la demanda global.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

17. Gráfico

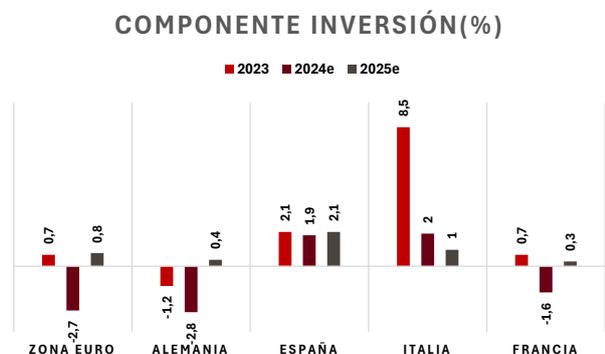
El consumo seguirá apoyando gracias al control de la inflación, a la bajada de los tipos de interés y a la fortaleza del mercado laboral. Será un factor determinante en el crecimiento económico de la Zona Euro.



Fuente: Kutxabank Investment, Bloomberg

19. Gráfico

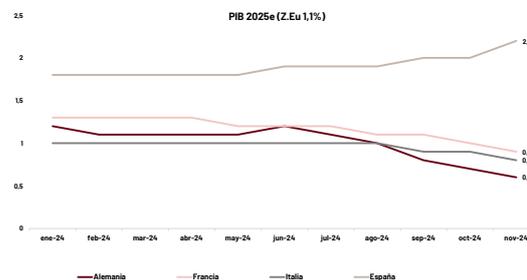
Esperamos que la inversión mejore en todas las zonas debido a la mejora en las condiciones financieras,



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

16. Gráfico

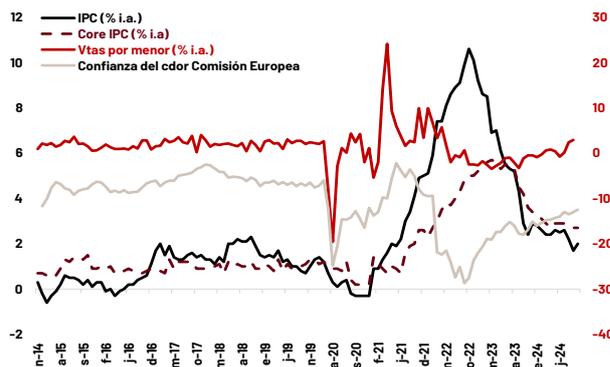
Las expectativas del PIB 2025 han ido empeorando a lo largo del año en los principales países a excepción de España.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

18. Gráfico

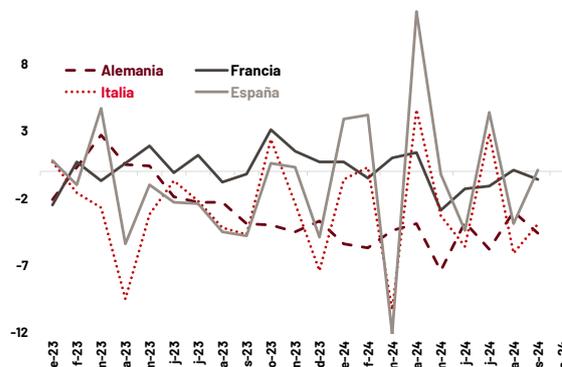
La inflación y la subyacente han retomado una senda hacia los valores que persigue el BCE, a la vez que la confianza del consumidor está mejorando, lo cual ayudará a la estabilidad y crecimiento de las ventas al por menor.



Fuente: Kutxabank Investment, Bloomberg

20. Gráfico

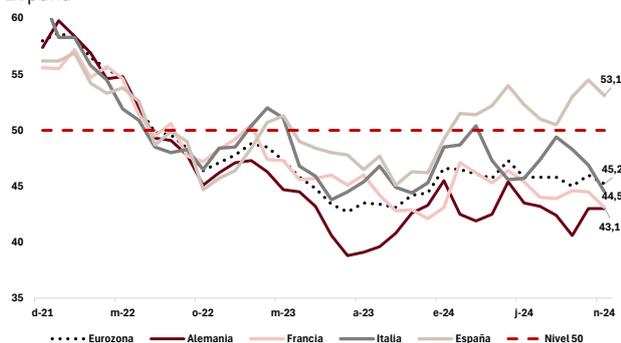
Se ha confirmado la debilidad industrial en Europa durante el 2024, en especial Alemania y Francia han tenido unas reducciones significativas



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

21. Gráfico

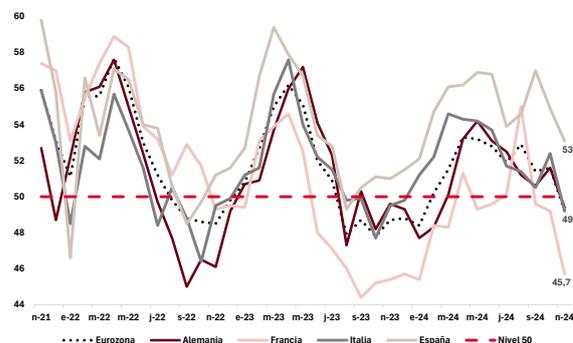
El PMI manufacturero continua con una evolución negativa sin verse un cambio en la tendencia. La única economía en positivo es España.



Fuente: Consensus, Comisión Europea, Kutxabank Investment

22. Gráfico

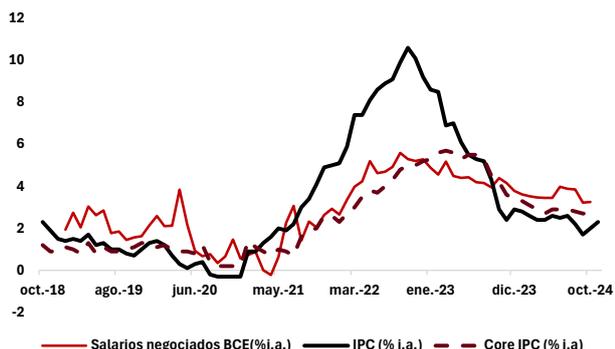
La evolución ha sido negativa en PMI servicios a lo largo del año, empeorando fuertemente en la segunda mitad del año.



Fuente: Kutxabank Investment, Bloomberg

23. Gráfico

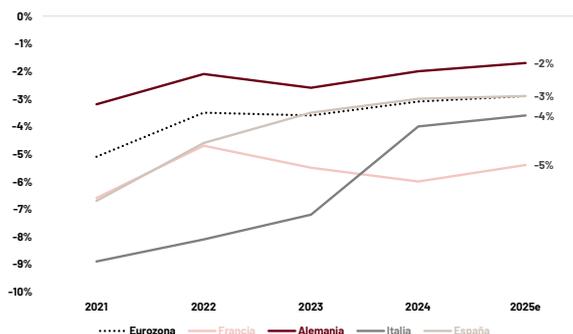
En la medida que la inflación quede controlada, los trabajadores irán recuperando el poder adquisitivo perdido con el pico de inflación del año 2022-2023.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

24. Gráfico

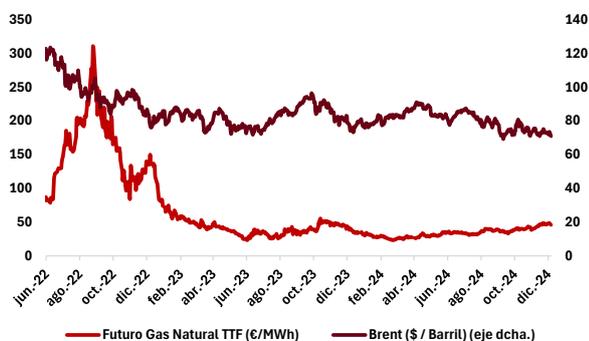
Las previsiones fiscales para 2024 en la zona euro empeoraban, especialmente en países con alta deuda, debido a mayores pagos de intereses y débiles crecimientos. Sin embargo, las expectativas para el 2025 son de menores desajustes, aunque persiste la incertidumbre, especialmente en países como Francia.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

25. Gráfico

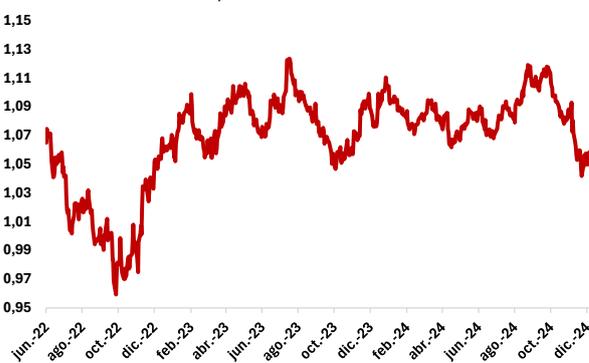
Respecto la energía manejamos expectativas de estabilidad en los precios en el crudo, pero nos preocupa más el gas natural.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

26. Gráfico

La elección de Trump y el retraso en el ajuste de los tipos de interés en EE. UU. han fortalecido el dólar respecto al euro. No se espera un cambio de tendencia próximo.



Fuente: Bloomberg, Kutxabank Investment

3. Perspectivas de Inversión

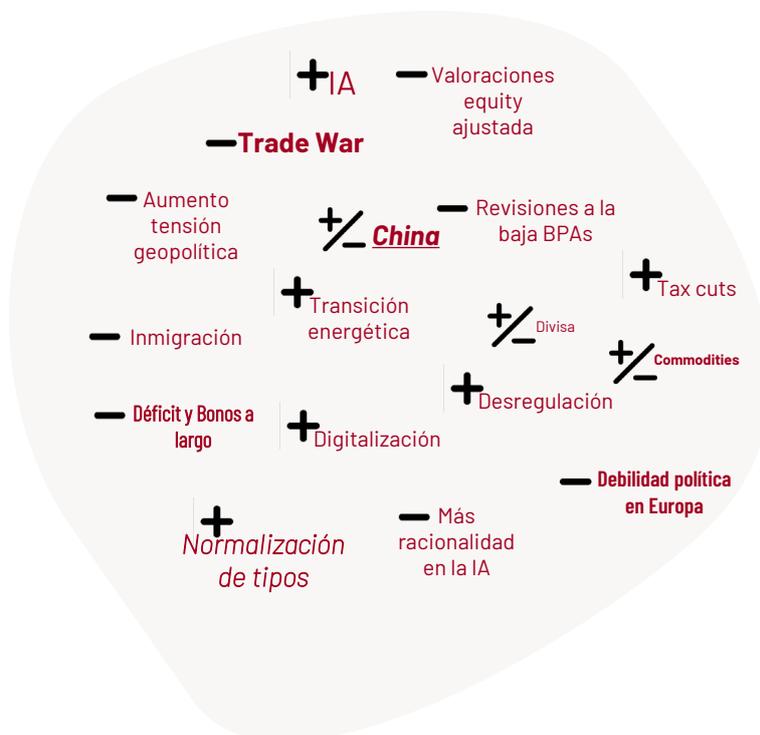
3.1. Perspectivas Renta Variable

- A lo largo de 2024, **las expectativas de crecimiento de BPAs en Europa han ido revisándose a la baja**, y frente a la expectativa de inicio de año de un crecimiento de BPAs 2024 del MSCI Europe del 6%, hoy nos encontramos **apuntando a un crecimiento del 0%**. Las principales **revisiones a la baja se han centrado en los sectores de autos, lujo, energía y materiales**. Mientras las sorpresas positivas se han centrado en financieras, utilities y real estate.
- Para 2025, **el consenso de mercado apunta a un crecimiento de BPAs del MSCI Europe de 8%**. Consideramos que **esta expectativa es optimista**, sobre todo si prestamos atención a las previsiones en sectores como el consumo cíclico, materiales e industriales que apuntan a crecimientos de BPAs de dos dígitos para el próximo ejercicio. Así, consideramos que en los próximos trimestres **seguiremos viendo revisiones a la baja de estimaciones**.
- En el plano fiscal, en el próximo año se apuntan numerosos cambios en los impuestos corporativos de distintos países, con EE.UU. y Alemania bajando su tasa fiscal sobre empresas, mientras Francia podría aumentarla de forma significativa.
- En cuanto a valoración, la **bolsa americana** (incluso sin las 7 magnificas) **cotiza a ratios exigentes**, en torno a un 30-40% por encima de su media en los últimos 20 años. **Europa también muestra ratios exigentes, aunque sólo ligeramente por encima de sus medias últimos 20 años**. Por geografías, destacan Italia y España como mercados con unos ratios de valoración con descuento respecto a sus medias 20 años. En este aspecto, destacamos España que además cuenta con unas perspectivas macro más sólidas que el resto de los países europeos.
- En cambio, analizando **la rentabilidad por dividendo y la comparativa bolsa- bonos HY**, vemos que todavía se puede apreciar cierto margen de revalorización en la bolsa europea.
- La **RV europea** contará en 2025 con dos **apoyos importantes**, la significativa **normalización de tipos de interés** y la **transición energética y la digitalización** que seguirán dando muchísima visibilidad a los beneficios de determinados sectores. En cualquier caso, la ajustada valoración del Stoxx (PER12M 13x) y su todavía optimismo en crecimiento de BPAs 2025 (+8%) unido a la volatilidad que implicará Trump nos lleva a esperar **revalorizaciones de bolsa más discretas, de un dígito medio para el año próximo**.
- Consideramos que la bolsa europea ya descuenta un entorno pesimista en el **consumo chino**, así que un giro positivo en este aspecto (al que le damos poca probabilidad) **sería un riesgo al alza** para los mercados de RV europeos.
- Como principal riesgo para los mercados financieros, señalamos un posible brote inflacionista en EE.UU. por las políticas trade & inmigración de Trump.
- Mantenemos un posicionamiento defensivo ante las incógnitas Trade y China (**Utilities, Consumo Defensivo, Telecoms y Farma**). Pero seguimos apostando por **Infraestructuras y Tecnología**. En utilities, continuamos prefiriendo integradas vs renovables puras; en Consumo Defensivo, somos selectivos en alimentación y preferimos cerveza a spirits, en Telecoms, seleccionamos por geografías y en Farma, nos movemos a una mayor diversificación de cartera de medicamentos.
- Bajamos a **Neutral a Energía** ante el empuje de Trump para lograr el fin de la guerra en 2025 y su peor momentum de beneficios. Mantenemos en **neutral Financieras, Real Estate y Lujo**.
- Continuamos en **negativos** en **Autos y Retail**; también en **Industriales**, pero solo por valoración con el focus en transición energética

Puntos principales de nuestra estrategia:

1	Riesgo Geopolítica ¿cambios?	<p>Dudas sobre los posibles desenlaces de las 2 guerras actuales. Resultado electoral americano abre la puerta a la guerra comercial, al mayor control de la inmigración y a un mayor déficit. Debilidad política en Europa.</p>	Trump aumenta la volatilidad en los mercados .
2	Mayor divergencia económica	<p>La dispersión en los crecimientos, tanto a ambos lados del Atlántico como dentro de Europa. ¿Confianza en China?. Faltan detalles.</p>	Soft landing más fuerte en EE.UU. Continua debilidad en Europa. Riesgo +/- China
3	Divergencia en la normalización de tipos	<p>Dificultad de estimar el efecto de la Trade War en la inflación Mayor gradualidad en la bajada de tipos de la FED. Debate de si el BCE los situará por debajo de la neutralidad.</p>	BCE -175 p.b., superior a expectativas del mercado.
4	BPAs	<p>Resultados 3T24 vuelven a mostrar fuertes revisiones a la baja de guías, especialmente Lujo, Autos y Energía. En tecnología, moderan las perspectivas de crecimiento. Menor euforia respecto a la IA.</p>	Consenso BPAs Europa 2025 optimista Probables Revisiones a la baja
5	Perspectivas RF y RV	<p>RF Europa, posicionados en mayores duraciones. RV Europa: Muchos factores e incógnitas. Bolsas apoyadas en la bajada de los tipos de interés y en la transición energética & digitalización. Movimientos más discretos dado las valoraciones ajustadas y la volatilidad de las políticas de Trump.</p>	Volatilidad por política fiscal en RF y por Trade en RV.

Perspectivas RV Europa: numerosos factores a considerar



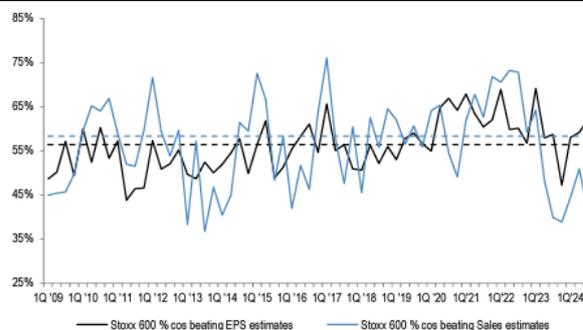
Fuente: Elaboración Kutxabank Investment

Resultados 3T24 similares a los 2T24

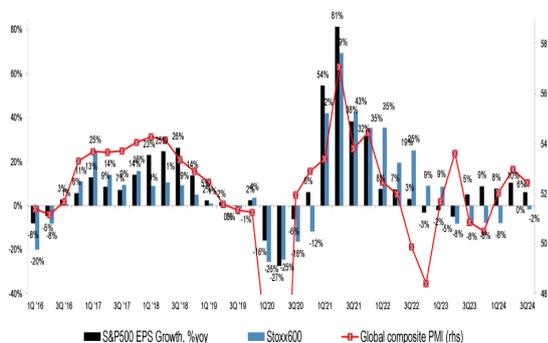
27. Gráfico Sorpresas BPAs EE.UU. 3T en línea con la media



28. Gráfico Sorpresas BPAs Europa 3T por encima de la media

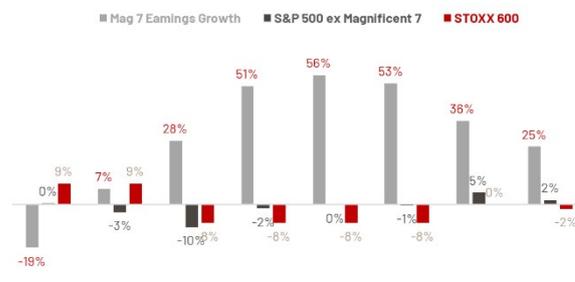


29. Gráfico Crecimiento BPAs EE.UU. superior a Europa



Fuente: Bloomberg, JP Morgan

30. Gráfico Sin las 7 Magníficas, los crecimientos BPAs Europa y EE.UU. no son tan distintos



Fuente: Bloomberg, JP Morgan

Nuestra estadística de resultados 3T24 ha sido positiva

NEGATIVO

- LVMH
- Ferragamo
- Just Eat
- Nestle
- Volvo cars
- Booho
- EssilorLuxottica
- Lifco
- L'oreal
- Verallia
- Equinor
- Kering
- Bankinter
- Michelin
- Mercedes
- Phillips
- KPN
- Clariant
- Covestro
- Basf
- Aker BP
- Ferrovial
- Totalenergies
- Faes Farma
- Schaeffler
- Pandora
- Skanska
- Henkel
- Gestamp
- Nordex
- Legrand
- SwissRe
- BT
- Bayer
- Infineon
- Burberry
- Stadler
- Caf

NEUTRAL

- Telecom Austria
- Forvia
- Iberdrola
- Deutsche Bank
- Bankinter
- Remy Cointreau
- Lufthansa
- Fortum
- Redeia
- Schneider Electric
- Aena
- Repsol
- Stellantis
- Novo Nordisk
- Siemens healthineers
- Snam
- Aedas
- Amadeus
- Cellnex
- Telecom Italia
- Merlin Properties
- Inmobiliaria Colonial

POSITIVO

- Ericsson
- Adidas
- ASML
- Nokia
- Nordea
- ABB
- Randstad
- Maersk
- SAP
- Enagas
- Thales
- Heineken
- Dominion
- Lloyds
- Danone
- Unilever
- Viscofan
- Renault
- Orange
- Hermes
- Vidrala
- Accor
- Galp
- BP
- Novartis
- Santander
- Orsted
- Bouygues
- AB Foods
- HSBC
- Puig
- Endesa
- UBS
- Shell
- Nos
- BBVA
- Sabadell
- Caixabank
- Adecco
- Hugo Boss
- Zalando
- Deutsche Post
- Puma
- Fresenius
- Unicredit
- Credit Agricole
- Commerzbank
- ArcelorMittal
- Engie
- Telefonica
- Nemetschek
- Richemont
- AstraZeneca
- Mediobanca
- Deutsche Telecom
- Generall
- Aegon

67% superando o igualando expectativas (similar al 2T)

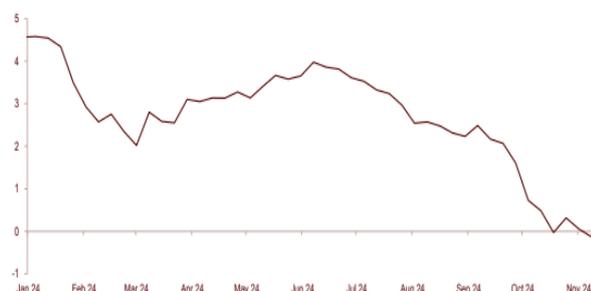
Nuestra estadística de guías para el año muestra más revisiones a la baja de lo habitual

NEGATIVO	NEUTRAL	POSITIVO
<ul style="list-style-type: none"> Ferragamo ASML Roxel Nestle Kering Equinor Michelin Valeo Remy Cointreau Phillips Covestro Capgemini Repsol Gestamp Legrand SwissRe BT Infineon Burberry 	<ul style="list-style-type: none"> Just Eat EssilorLuxottica Forvia Verallia Thales Lloyds Danone Unilever Renault Orange Bankinter Vidrala KPN Lufthansa Clariant Santander Fortum Basf 	<ul style="list-style-type: none"> Redeia Schneider Electric Endesa Aena Faes Farma Stellanties Schaeffler Puma Novo Nordisk Snam Aedas Telefonica Amadeus Nemetschek Mediobanca Cellnex Telecom Italia
		<ul style="list-style-type: none"> Adidas ABB Maersk SAP Enagas Viscofan Accor Novartis Aker BP Orsted Pandora Fresenius Unicredit Commerzbank Heidelberg Engie Nordex AstraZeneca Deutsche Telecom Aegon

Solo un 28% mejorando guías
26% revisando a la baja, especialmente Auto y Lujo vs 15% habitual y vs 2T 30%.

Expectativas crecimiento BPAs 2024 y 2025

31. Gráfico Crecimiento BPA 2024 MSCI Europe, ya en el 0%



Fuente: Citi, IBES

32. Gráfico Expectativas crecimiento BPA 2025 MSCI Europe optimista

	Eurozone	
	2024e	2025e
Market	-0.1%	8.3%
Energy	-22.0%	-0.5%
Materials	9.7%	19.9%
Industrials	13.9%	15.2%
Discretionary	-18.3%	13.5%
Staples	1.8%	8.9%
Healthcare	3.8%	14.3%
Financials	11.6%	2.7%
IT	-14.6%	20.3%
Telecoms	11.7%	12.1%
Utilities	1.6%	-5.1%
Real Estate	4.9%	2.3%
Median	5.6%	9.8%
Median ex-commo	5.6%	9.7%
Median - Cyclicals	3.6%	12.0%
Median - Defensives	5.3%	10.4%

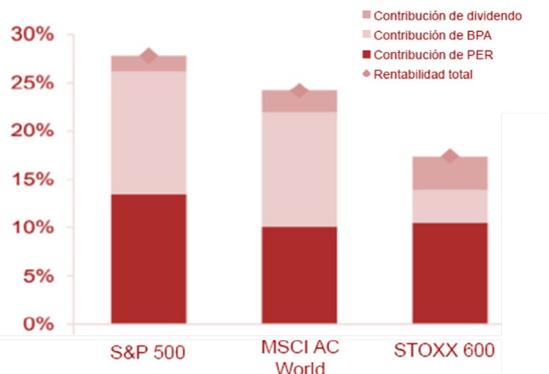
Fuente: Citi, IBES

Valoraciones ajustadas

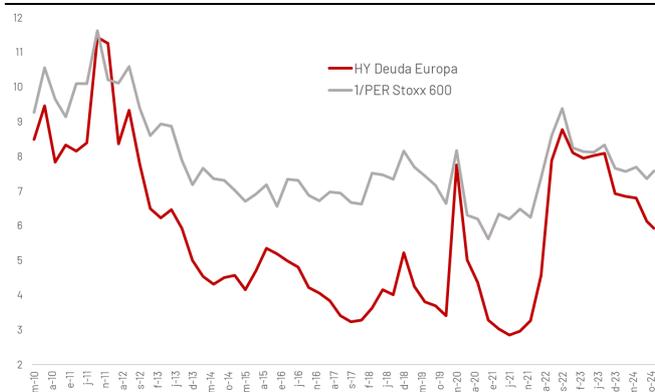
33. Gráfico Valoraciones bolsa vs media 20 años ajustadas

	PE12 MESES	MEDIA 20Y	DTO
Francia	13,0x	12,8x	1,6%
Alemania	12,4x	12,4x	0,0%
Italia	10,1x	11,9x	-15,1%
España	11,1x	11,9x	-6,7%
Z.Euro	13,1x	12,8x	2,3%
EE.UU.	22,2x	15,8x	40,5%
EE.UU. ex 7 mag.	19,8x	15,0x	32,0%
7 Magnificas	30,8x	21,3x	44,6%

34. Gráfico Rentabilidad mercados últimos 12 meses



35. Gráfico Cierta gap entre Bono HY Europa e Inverso Per Stoxx 600



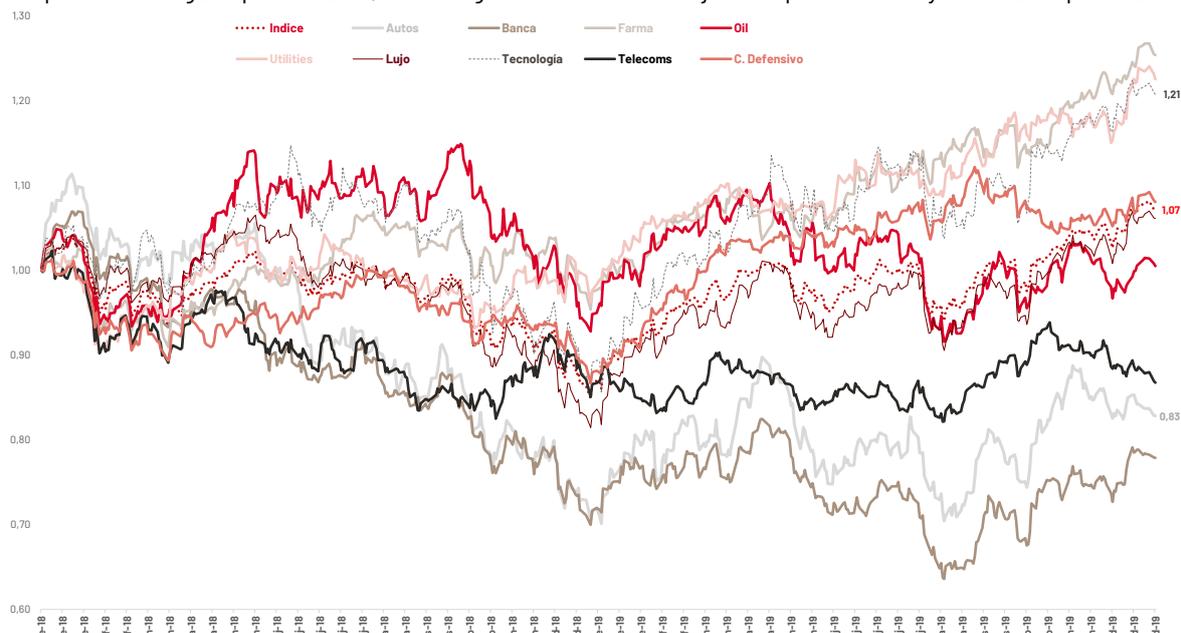
Fuente:FactSet, IBES, Bloomberg

	DIV. YIELD	BONO 10 ANOS	DIF. p.b.
Francia	3,5%	3,1%	40
Alemania	3,2%	2,3%	90
Italia	5,4%	3,6%	180
España	4,7%	3,0%	166
Z.Euro	3,5%	2,3%	120
EE.UU.	1,3%	4,4%	-310

Fuente:FactSet, IBES, Bloomberg

Movimientos sectores en la primera legislatura de Trump I (2018-2019)

Lujo comportándose igual que el índice, Tecnología con un mucho mejor comportamiento y autos decepcionando



Fuente:Reuters

3.2. Cartera Modelo sectorial Kutxabank Investment

Infraestructuras y energía siguen siendo nuestros sectores favoritos, seguidos por las utilities, principalmente integradas, y el sector de alimentación, pivotando en cervezas, seguidas de tecnología, telecoms y lujo. **Hemos bajado seguros a una posición neutral por valoración, manteniendo banca en neutral**, junto con farma y turismo, mientras mejoramos de negativo a neutral el sector real estate. **Bajamos a negativos industriales por valoración, pero centrados en transición energética**, manteniendo en negativo autos y retail por sus numerosos retos.

Positivos	Neutrales	Negativos
Infraestructuras	Energía	Industriales
Utilities	Seguros	Autos
Consumo Defensivo	RE	Retail
Tecnología	Banca	
Telecoms	Lujo	
Farma		

Top Picks Valores Kutxabank Investment

Salen Repsol, Richemont, Inditex, Aena, Schneider y Novo Nordisk
y entrar Shell, Hermes, Puig, Ferrovial, Atlas Copco y Heineken

	MC (M. €)	Precio Cierre (L)	PER Curr Yr	PER Nxt Yr	EV/EBITDA Nx	Dvd 12M Yld
SHELL	179.847	29,575	7,5	8,1	3,8	4,3
SUBSEA	4.652	178,7	19,2	10,3	4,1	3,4
CAIXABANK	37.008	5,156	6,8	7,2	-	10,5
MEDIOBANCA	11.549	14,26	8,7	8,1	24,3	7,7
AXA	74.664	33,8	9,5	8,6	8,1	5,9
SWISS RE	43.858	129,6	13,8	10,1	-	4,8
KPN	13.813	3,567	16,1	14,7	8,1	4,7
DEUTSCHE TELEKOM	145.804	29,5	15,6	14,4	6,5	2,6
IBERDROLA	82.608	13,165	14,6	14,7	9,7	4,3
ENEL	69.144	6,916	10,1	10,0	6,3	6,3
CIE AUTOMOTIVE	2.995	25,45	9,0	8,1	5,8	3,6
HERMES	242.282	2312	54,6	48,8	31,3	1,1
PUIG	9.969	17,965	18,1	16,2	11,2	-
VINCI	58.093	99,24	12,2	11,0	6,5	4,6
FERROVIAL	29.657	40,52	48,5	43,5	26,1	2,0
ATLAS COPCO	70.668	177,1	28,0	26,6	16,9	1,6
ASML HOLDING	276.033	717,3	35,7	28,5	23,4	0,9
NEMETSCHKE	10.655	92,3	55,7	45,3	31,0	0,5
UNILEVER	136.087	4608	19,1	17,8	12,4	3,2
HEINEKEN	39.836	69,56	14,8	13,6	8,6	2,5
SANOFI	116.106	91,8	12,2	11,1	8,9	4,1
MERLIN PROPERTIES	5.499	10,07	17,4	16,5	21,2	4,2

Fuente: Bloomberg, Fecha 25 Noviembre 2024

3.3. Perspectivas de Políticas Monetarias y Renta Fija

La resiliencia mostrada por la economía norteamericana no coincidía con la intensidad de recortes de tipos oficiales con los que comenzó la FED en septiembre (50pb). A lo largo del semestre la propia FED y el mercado han ido reajustando tanto la intensidad de las bajadas como las expectativas de recortes que descuenta la curva respectivamente. En Europa, sin embargo, el BCE ha ido manteniendo inalterado su enfoque "dependiente de los datos" reunión tras reunión y tanto la debilidad económica sobre todo del sector industrial alemán, como la inflación más cercana al objetivo del 2%, han ido marcando la senda gradual de bajadas desde la primera de 25pb que acometió en el mes de junio.

El mantenimiento de la dispersión de los crecimientos esperados para 2025 en ambas zonas geográficas (2,3% EE.UU. vs 0,8% Eurozona), nos hacen pronosticar ritmos de relajación monetaria diferentes.

Nos alineamos con el mercado esperando 2 bajadas por parte de la FED hasta situar el tipo de referencia en el 3,75%-4,00% (gráfico 1), mientras para el BCE esperamos 6 bajadas, una más de lo que apunta el mercado, dejando el tipo de depósito en el 1,5% (gráfico 2).

Zona euro

■ Banco Central Europeo

El BCE procedía en diciembre con la cuarta bajada de tipos de interés de 25pb desde el inicio de su ciclo de relajación monetaria y situaba la facilidad de depósito en el 3%, el tipo de refinanciación en el 3,15% y la facilidad marginal de crédito en el 3,40%. Adicionalmente eliminó del "statement" la referencia a la política monetaria restrictiva, lo que auguraba nuevos recortes de tipos. En lo referente a proyecciones económicas, revisó a la baja los crecimientos esperados para 2024, 2025 y 2026 (0,7%, 1,1% y 1,4% vs 0,8%, 1,3% y 1,5% de junio) y confirmó que durante el transcurso de 2025 se alcanzará la estabilidad de precios con una previsión de inflación general para los tres años de 2,4%, 2,1% y 1,9% respectivamente. Adicionalmente otorgó probabilidad a que la inflación pueda situarse por debajo del objetivo y de este modo, calificó el riesgo inflacionario en ambos sentidos ya que la inflación doméstica y de servicios permanece aún tensionada pero la debilidad económica amenaza con riesgos deflacionarios.

De cara a 2025, la inestabilidad política de Francia y Alemania, unida a los riesgos geopolíticos y a las mayores barreras comerciales que incentivarán las políticas económicas de Trump, nos hacen ser pesimistas sobre todo con las tres principales economías de la Eurozona. Alemania e Italia son las dos grandes economías con mayores vínculos comerciales con EE.UU. y Francia por su parte, necesitará comenzar un proceso de consolidación fiscal en una coyuntura de fragilidad política que lo dificultará. Por tanto, en un contexto de riesgos para la sostenibilidad del crecimiento económico en el conjunto de la región, esperamos que la autoridad monetaria continúe con el ciclo de relajación monetaria hasta situar el tipo de interés oficial por debajo de la neutralidad con un nivel de llegada en 2025 para el tipo de depósito en el 1,5%.

■ Deuda pública

La parte corta de las curvas de gobierno europeas han ido recogiendo durante este 2S 2024 la implementación de las bajadas de tipos de interés logrando acabar en el caso de la curva alemana con la anomalía de estar con la inversión de la pendiente más prolongada de la historia. En concreto, el diferencial negativo de rentabilidad entre los tramos 2-10 años finalizó a partir del mes de septiembre (gráfico 3), volviendo a poner el mercado a la prima por plazo en terreno positivo. **Esperamos que esta tendencia continúe y las curvas sigan aumentando de pendiente a medida que el BCE continúe con las bajadas de tipos.** Tras la victoria de Trump hubo una traslación del movimiento de la curva del T-Bond en EE.UU. a las curvas europeas con un importante incremento de rentabilidades llevando por ejemplo el Bund o el bono a 10 años Español a niveles de rentabilidad del 2,45% y 3,15% respectivamente durante las dos primeras semanas de noviembre, sin embargo, ese primer movimiento tanto de aumento de rentabilidades en las curvas como de incremento de expectativas de inflación sobre todo en EE.UU. (gráfico 4), giró en sentido contrario y acabó situando a cierre de noviembre el bund en niveles de 2,09% y el bono a 10 español en el 2,79%. En lo referente a las primas de riesgo, ha prevalecido la estabilidad en la periferia con una tendencia descendente a lo largo de 2024 mientras en Francia, coincidiendo con la incertidumbre tras los resultados de las elecciones legislativas del mes de junio, ha ido aumentando el diferencial de manera significativa hasta situarse por encima de las primas española y portuguesa (gráfico 5).

Tomando como referencia un escenario de control de la inflación en un entorno de política monetaria expansiva y a pesar del aumento de las emisiones de deuda pública tras la finalización de las reinversiones del PEPP, estimamos un nivel de rentabilidad para el Bund del 2,25% para el 1S 2025.

■ Crédito

Al igual que ha ocurrido con la deuda pública, los bonos corporativos han ido disminuyendo de rentabilidad durante el 2S 2024 (gráfico 6). En la parte corta hemos visto mayores reducciones de rentabilidades en el crédito IG (hasta 100pb el 2 años) mientras que a partir de esos plazos la reducción ha sido más importante en crédito HY (65pb el 10 años). Los diferenciales de crédito por su parte han seguido reflejando la estabilidad en los mercados con compresiones generalizadas tanto en el segmento IG como en el HY (gráfico 7).

Pensamos que podría continuar la rotación del crédito de menor duración hacia plazos más elevados en busca de mejores rentabilidades en una situación como la actual de valoraciones exigentes en los mercados de crédito. A pesar de que los bonos de mayor riesgo están liderando los retornos en el año y que nuestras previsiones sigan siendo buenas en cuanto a evolución de diferenciales, seguimos prefiriendo por su binomio rentabilidad-riesgo el crédito IG frente al HY. Nos situamos en los tramos medios de la curva (4-7 años) debido a sus mayores cupones y menor sensibilidad ante bajadas de tipos en un escenario de debilitamiento económico.

EE. UU.

■ Reserva Federal

La Fed justificó la primera bajada de 50pb realizada en septiembre argumentado por un lado su confianza en la trayectoria descendente de la inflación y por otro, en su resistencia a la hora de mantener las condiciones restrictivas durante un periodo muy prolongado de tiempo, sin embargo, en las dos siguientes reuniones reajustó el ritmo de bajadas a la realidad de los datos económicos con 25pb de bajada cada una de ellas hasta situar los Fed Funds en el rango 4,25%-4,50%. En la reunión de noviembre donde ya se conocía el resultado electoral, Powell mencionó que este hecho, no tuvo relación con la decisión finalmente adoptada mientras que en la última reunión de diciembre, volvió a señalar que no estaba haciendo ninguna especulación sobre el futuro de la política fiscal, reconociendo que ajustaría sus expectativas basándose en los anuncios de política económica, adicionalmente confirmó que los datos económicos estaban siendo más fuertes de lo esperado con un alza en las expectativas de inflación general y subyacente, lo que ha llevado a un importante reajuste de los "dots", que han pasado de estimar para 2025 unos Fed Funds en el rango de 3,25-3,50% el pasado septiembre, a niveles de 3,75%-4,00% en este mes de diciembre.

En conclusión, el escenario de resiliencia económica previsto y la retórica de la Fed nos parecen plausibles, por lo que estimamos una dotación de 2 bajadas adicionales en 2025, que situarán los Fed Funds en el rango 3,75%-4,00% tal y como descuenta el mercado en la actualidad.

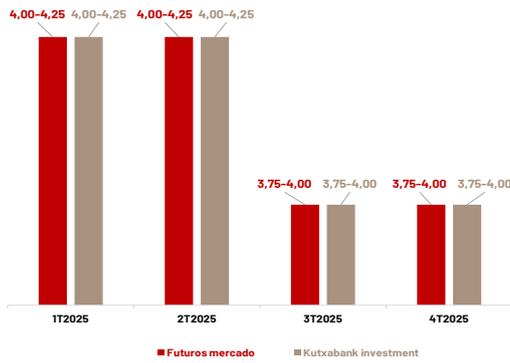
■ Deuda pública

Tal y como ha ocurrido en Europa la reducción de rentabilidades en la curva del T-Bond ha sido la tónica dominante durante el 2S 2024 (gráfico 8), poniéndose en precio las bajadas de tipos de interés implementadas. Con ello, la parte corta de la curva más sensible a esas bajadas, ha disminuido de media 100 pb hasta el año de duración, en los siguientes tramos de 2, 5 y 10 años, las reducciones han sido de 60 pb, 20 pb y 10 pb respectivamente, permitiendo acabar con la "anomalía" de la pendiente negativa entre los tramos más cortos y los 10 años de duración. **La victoria de Trump en las elecciones de noviembre con un T-Bond a 10 años subiendo los días posteriores hasta niveles del 4,50%, nos pareció una oportunidad de compra ya que no vemos de forma sostenida niveles superiores, creemos que únicamente eventos coyunturales podrían hacer superar ese umbral de manera esporádica los próximos meses. Nuestra previsión para la economía norteamericana es que durante 2025 continúe teniendo un mercado laboral robusto y un consumo resiliente con crecimientos esperados en torno al 2,5% para el conjunto del año. Todo ello, nos hace situar la rentabilidad objetivo del T-Bond a 10 años para el 1S 2025 en esos niveles de rentabilidad del 4,50%.**

■ Crédito

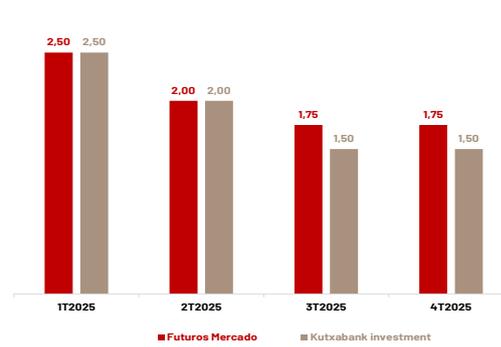
Las curvas de crédito en EE.UU. también han repetido el comportamiento de reducción de rentabilidades de la deuda pública de la misma manera que ha ocurrido en Europa, sin embargo, las diferencias entre ambas zonas geográficas han estado dentro de las propias curvas de crédito. Por un lado, en EE.UU. el crédito IG ha disminuido con más intensidad que el HY en todos los tramos de la curva y las reducciones han sido menos importantes que en Europa en ambos segmentos (65 pb el 2 años y 25 pb el 10 años en crédito IG en EE.UU. vs 100 pb el 2 años y 65 pb el 10 años en crédito IG en Europa). **A pesar del buen momentum del mercado de crédito y de nuestras perspectivas de continuación de la estabilidad en la evolución de los diferenciales, al igual que nos ocurre con el crédito europeo, somos muy sensibles al riesgo de crédito y preferimos sobreponderar el crédito IG frente al HY de cara al 1S 2025. Situamos nuestro tramo preferido de duración en 3-5 años donde pensamos sigue quedando mayor margen de reducción de rentabilidades dentro de la curva.**

36. Gráfico Previsiones Fed Funds 2025



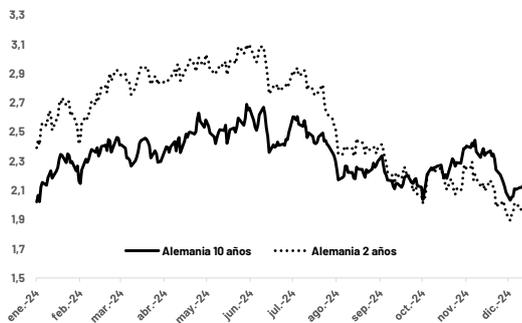
Fuente: Bloomberg

37. Gráfico Previsiones tipo deposito BCE 2025



Fuente: Bloomberg

38. Gráfico Evolución 2024 tramos 2-10 años de curva de deuda alemana



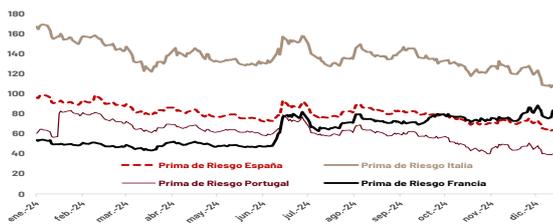
Fuente: Bloomberg

39. Gráfico Evolución 2024 expectativas de inflación en EE.UU. y Eurozona



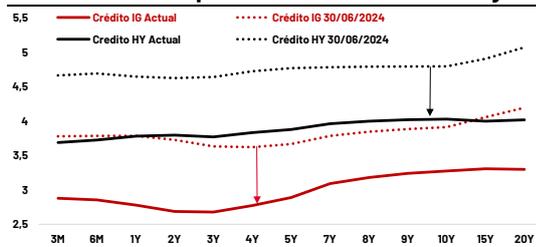
Fuente: Bloomberg

40. Gráfico Evolución 2024 primas de riesgo europeas



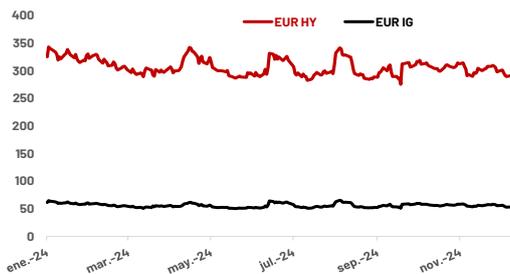
Fuente: Bloomberg

41. Gráfico Evolución 2S 2024 curvas de crédito IG y HY



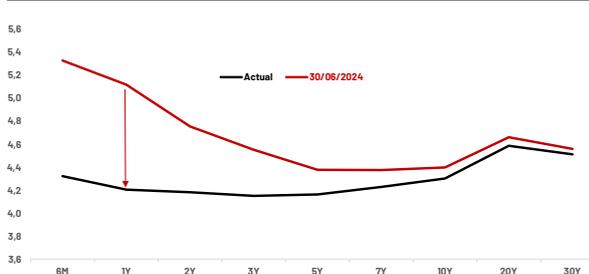
Fuente: Bloomberg

42. Gráfico Evolución 2024 diferenciales de crédito europeos IG y HY



Fuente: Bloomberg

43. Gráfico Evolución T-bond desde 01/01/2024



Fuente: Bloomberg

Anexo 1. Evolución Índices Renta Variable

	Índice	País	Last Price	Var. YTD	Var. YTD
Panaeruropeos	Euro Stoxx 50 Pr	EC	4.881,31	7,96	
	STXE 50 (EUR) Pr	EC	4.319,21	5,52	
Europa	FTSE 100 INDEX	GB	8.099,01	4,73	
	CAC 40 INDEX	FR	7.291,80	-3,33	
	DAX INDEX	GE	20.011,89	19,46	
	IBEX 35 INDEX	SP	11.435,30	13,20	
	FTSE MIB INDEX	IT	33.862,47	11,57	
	OMX STOCKHOLM 30 INDEX	SW	2.483,28	3,64	
	SWISS MARKET INDEX	SZ	11.406,66	2,41	
EE.UU.	DOW JONES INDUS. AVG	US	42.599,61	13,03	
	S&P 500 INDEX	US	5.921,26	24,14	
	NASDAQ 100 STOCK INDX	US	21.309,84	26,65	
Asia	NIKKEI 225	JN	38.813,58	15,99	
	HANG SENG INDEX	HK	19.752,51	15,87	
	CSI 300 INDEX	CH	3.945,46	14,99	
Otras Bolsas	S&P/TSX COMPOSITE INDEX	CA	24.598,71	17,37	
	S&P/BMV IPC	MX	50.241,24	-12,45	
	BRAZIL IBOVESPA INDEX	BZ	121.311,91	-9,59	
	S&P/ASX 200 INDEX	AU	8.168,22	7,61	

Fuente: Bloomberg, elaboración Kutxabank Investment

Anexo 2. Eurostoxx 50

Sector	Company	Last Price	Var. YTD	Var. YTD
Communication Services	DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	29,20	34,25	
Consumer Discretionary	BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	77,94	-22,66	
	ADIDAS AG	237,30	28,86	
	HERMES INTERNATIONAL	2.292,00	19,99	
	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	49,38	26,42	
	KERING	233,90	-41,38	
	LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	629,20	-14,23	
	MERCEDES-BENZ GROUP AG	53,80	-13,99	
	PROSUS NV	39,76	47,70	
	STELLANTIS NV	12,50	-40,91	
	FERRARI NV	409,80	34,27	
VOLKSWAGEN AG-PREF	88,04	-21,25		
Consumer Staples	ANHEUSER-BUSCH INBEV SANV	48,07	-17,72	
	DANONE	64,10	9,24	
	KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N	31,39	20,66	
	L'OREAL	337,60	-25,09	
PERNOD RICARD SA	107,55	-32,68		
Energy	ENI SPA	12,79	-16,67	
	TOTALENERGIES SE	51,98	-15,62	
Financials	ADYEN NV	1.453,00	24,55	
	ALLIANZ SE-REG	296,30	22,46	
	AXA SA	33,65	14,11	
	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	9,42	14,47	
	BANCO SANTANDER SA	4,41	16,68	
	BNP PARIBAS	57,81	-7,64	
	DEUTSCHE BOERSE AG	223,50	19,84	
	ING GROEP NV	14,94	10,45	
	INTESA SANPAOLO	3,86	46,04	
	MUENCHENER RUECKVER AG-REG	501,60	33,72	
	NORDEA BANK ABP	10,42	-7,22	
UNICREDIT SPA	38,17	55,36		
Health Care	BAYER AG-REG	18,82	-44,03	
	ESSILORLUXOTTICA	230,80	27,09	
	SANOFI	90,96	1,34	
Industrials	AIRBUS SE	158,06	13,78	
	DHL GROUP	33,55	-25,20	
	SAFRAN SA	211,50	32,64	
	SCHNEIDER ELECTRIC SE	241,15	32,66	
	SIEMENS AG-REG	190,26	11,97	
	VINCI SA	98,30	-13,54	
Information Technology	ASML HOLDING NV	688,60	1,01	
	INFINEON TECHNOLOGIES AG	32,23	-14,75	
	NOKIA OYJ	4,24	38,89	
	WOLTERS KLUWER	160,15	24,44	
	SAP SE	237,65	70,38	
Materials	AIR LIQUIDE SA	155,06	-3,15	
	BASF SE	42,69	-12,50	
	COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN	85,72	28,59	
Utilities	ENEL SPA	6,75	0,36	
	IBERDROLA SA	12,92	8,89	
EURO STOXX 50		4.875,71	7,84	

Fuente: Bloomberg, elaboración Kutxabank Investment

Anexo 2. Stoxx 50

Sector	Company	Last Price	Var. YTD	Var. YTD
Communication Services	DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	29,20	34,30	
	LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	629,20	-14,14	
	KERING	233,90	-41,27	
	HERMES INTERNATIONAL	2.292,00	20,09	
	PROSUS NV	39,76	47,50	
	CIE FINANCIERE RICHEMO-A REG	134,05	15,81	
	MERCEDES-BENZ GROUP AG	53,80	-13,96	
Consumer Staples	L'OREAL	337,60	-25,01	
	UNILEVER PLC	4.561,00	20,08	
	RECKITT BENCKISER GROUP PLC	4.812,00	-11,29	
	NESTLE SA-REG	73,84	-24,32	
	DIAGEO PLC	2.498,00	-12,59	
	ANHEUSER-BUSCH INBEV SANV	48,07	-17,70	
	BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	2.881,00	25,64	
Energy	TOTALENERGIES SE	51,98	-15,65	
	SHELL PLC	29,48	-1,07	
	BP PLC	380,90	-18,29	
Financials	BANCO SANTANDER SA	4,41	16,67	
	AXA SA	33,65	14,04	
	BNP PARIBAS	57,81	-7,75	
	UBS GROUP AG-REG	26,84	4,12	
	ZURICH INSURANCE GROUP AG	536,40	21,88	
	HSBC HOLDINGS PLC	765,50	23,41	
	ADYEN NV	1.453,00	24,26	
Health Care	ALLIANZ SE-REG	296,30	22,42	
	ESSILORLUXOTTICA	230,80	27,09	
	GSK PLC	1.317,50	-9,08	
	NOVO NORDISK A/S-B	745,60	6,90	
	ASTRAZENECA PLC	10.178,00	-3,92	
	NOVARTIS AG-REG	87,02	2,55	
	ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	247,70	1,23	
Industrials	SANOFI	90,96	1,39	
	BAYER AG-REG	18,82	-44,03	
	VINCI SA	98,30	-13,56	
	RELX PLC	3.658,00	17,78	
	SAFRAN SA	211,50	32,70	
	ABB LTD-REG	49,03	31,50	
	SCHNEIDER ELECTRIC SE	241,15	32,94	
	AIRBUS SE	158,06	13,88	
Information Technology	SIEMENS AG-REG	190,26	11,88	
	DHL GROUP	33,55	-25,07	
	ASML HOLDING NV	688,60	1,17	
Materials	SAP SE	237,65	70,99	
	RIO TINTO PLC	4.703,00	-19,57	
	AIR LIQUIDE SA	155,06	-3,20	
	BASF SE	42,69	-12,45	
Utilities	GLENCORE PLC	355,70	-22,95	
	NATIONAL GRID PLC	915,60	-6,74	
	IBERDROLA SA	12,92	8,89	
	ENEL SPA	6,75	0,28	
STOXX 50		4.319,21	5,52	

Fuente: Bloomberg, elaboración Kutxabank Investment

Anexo 2. IBEX 35

Sector	Company	Last Price	Var. YTD	Var. YTD
Communication Services	TELEFONICA SA	3,97	12,22	
	CELLNEX TELECOM SA	29,69	-16,58	
	AMADEUS IT GROUP SA	66,84	3,02	
	PUIG BRANDS SA-B	17,42	-	
	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	49,38	26,42	
Energy	REPSOL SA	11,09	-17,55	
Financials	UNICAJA BANCO SA	1,26	41,46	
	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	9,42	14,47	
	CAIXABANK SA	5,16	38,43	
	BANCO DE SABADELL SA	1,88	68,78	
	MAPFRE SA	2,42	24,45	
	BANCO SANTANDER SA	4,41	16,68	
	BANKINTER SA	7,49	29,26	
Health Care	LABORATORIOS FARMACEUTICOS R	61,15	1,58	
	GRIFOLS SA	9,44	-38,92	
Industrials	SACYR SA	3,04	-2,69	
	FLUIDRA SA	23,78	26,15	
	ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	47,48	18,23	
	INTL CONSOLIDATED AIRLINE-DI	3,65	104,72	
	LOGISTA INTEGRAL SA	29,02	18,55	
	AENA SME SA	196,00	19,44	
	FERROVIAL SE	40,10	21,44	
Information Technology	INDRA SISTEMAS SA	16,44	17,43	
Materials	ACERINOX SA	9,24	-13,33	
	ARCELORMITTAL	22,45	-12,53	
Real Estate	MERLIN PROPERTIES SOCIMI SA	9,78	-0,79	
	INMOBILIARIA COLONIAL SOCIMI	5,01	-23,51	
Utilities	SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBI	8,12	-56,37	
	ACCIONA SA	107,40	-19,43	
	REDEIA CORP SA	16,29	9,26	
	CORP ACCIONA ENERGIAS RENOVA	18,03	-35,79	
	IBERDROLA SA	12,92	8,89	
	ENAGAS SA	11,85	-22,37	
	NATURGY ENERGY GROUP SA	22,56	-16,44	
	ENDESA SA	20,14	9,10	
IBEX 35		11.430,10	13,15	

Fuente: Bloomberg, elaboración Kutxabank Investment

Anexo 3. Ratios Bursátiles – Stoxx 50

Sector	Company	Country	Market Cap	Last Price	PER Ratio		EV/EBITDA		P/TBV	Net Debt /EBITDA		Div Yld (%)		Bloomberg Consensus			
					24Y	25Y	L12M	24Y		L12M	L12M	N12M	Target Price	Delta	Buy	Hold	Sell
	Euro Stoxx 50 Pr	EC			14,27		11,79		2,02		3,31						
	STXX50(EUR)Pr	EC			15,41		11,17		2,47		3,44						
Communication Services	DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	GE	145.600	29,20	14,38	12,38	6,50	6,16	2,47	2,71	3,41	3,83	34,57	18,4%	21	4	0
	LVHM MOET HENNESSY LOUIS VUI	FR	314.690	625,20	21,99	19,90	12,29	11,54	4,18	1,01	2,18	2,42	699,15	11,1%	26	10	1
	KERING	FR	28.868	233,90	19,03	15,48	10,11	9,08	1,80	2,83	2,80	3,60	248,83	6,4%	3	24	7
	HERMES INTERNATIONAL	FR	241.970	2.292,00	48,74	42,88	31,25	27,97	11,81	-1,09	0,84	0,83	2.288,70	-1,5%	15	11	3
	PROSUS NV	NE	98.933	39,76	14,28	11,93	27,65	170,34	2,13	-10,70	0,27	0,31	49,44	24,4%	21	2	0
	CIE FINANCIERE RICHELMO-A REG	SZ	84.932	134,05	25,72	21,88	14,82	13,28	3,82	-0,31	2,09	2,33	140,16	4,6%	18	15	1
	MERCEDES-BENZ GROUP AG	GE	51.804	53,80	5,86	5,47	1,02	1,05	0,55	-1,85	7,46	7,78	66,86	24,3%	13	10	5
	LOREAL	FR	180.380	337,60	25,49	23,22	17,15	15,98	5,15	0,65	2,17	2,39	394,29	16,8%	16	9	6
	UNILEVER PLC	GB	136.600	4,581,00	17,70	16,73	12,39	11,89	6,57	2,14	3,48	3,68	5.005,20	9,7%	15	8	4
	RECKITT BENCKISER GROUP PLC	GB	39.981	4,812,00	14,17	13,17	10,37	9,92	3,85	2,11	4,36	4,60	5,614,80	16,7%	12	9	0
Consumer Staples	NESTLE SAR-REG	SZ	207.280	73,84	16,22	15,21	13,70	12,95	5,10	3,35	4,17	4,33	80,04	21,9%	14	14	1
	DANEGD PLC	GB	67.245	2.498,00	18,27	17,30	14,13	13,55	5,90	3,08	3,29	3,40	2.866,40	7,5%	13	8	4
	ANHEUSER-BUSCH INBEV SANV	BE	97.095	48,07	13,66	12,14	8,40	7,92	1,12	3,53	2,30	2,64	66,93	39,2%	25	7	0
	BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	GB	77.025	2.881,00	7,70	7,30	7,63	7,43	1,18	2,72	8,47	8,82	3.337,50	15,8%	10	4	1
	TOTALENERGIES SE	FR	124.630	51,98	6,86	6,68	3,94	3,89	0,98	0,66	6,69	6,99	68,30	31,4%	17	11	0
	SHELL PLC	GB	180.670	29,48	8,21	7,89	3,78	3,75	0,97	0,60	4,79	5,00	37,42	26,9%	18	5	0
	BP PLC	GB	73.530	380,90	7,66	6,95	3,37	3,29	1,06	1,21	6,89	7,21	472,65	24,1%	9	13	2
	BANCO SANTANDER SA	SP	68.330	4,41	5,66	5,16	-	-	0,67	-	5,35	6,30	5,87	26,6%	24	5	1
	AXA SA	FR	74.377	33,65	8,60	8,22	8,10	7,70	1,42	-	6,86	7,37	39,78	18,2%	20	5	0
	BNP PARIBAS	FR	65.372	57,81	5,79	5,12	-	-	0,55	-	8,64	9,68	77,61	34,2%	16	9	0
Financials	UBS GROUP AG-REG	SZ	99.561	26,84	13,78	9,63	10,85	8,37	1,05	0,18	3,05	3,37	29,24	8,9%	11	10	5
	ZURICH INSURANCE GROUP AG	SZ	84.114	536,40	13,93	12,89	10,75	9,87	3,11	-	5,42	5,76	532,87	-0,7%	4	15	6
	HSBC HOLDINGS PLC	GB	166.350	7,65	7,21	-	-	0,95	-	0,85	6,81	7,11	801,62	4,7%	14	10	1
	ADVEN NV	NE	45.737	1.453,00	41,10	32,52	29,46	21,85	8,74	-10,05	0,00	0,27	1.678,60	15,5%	27	10	1
	ALLIANZ SE-REG	GE	114.420	296,30	10,88	10,13	9,23	8,80	1,85	-	5,55	5,98	325,94	10,0%	17	7	1
	ESSILORLUXOTTICA	FR	105.550	230,80	29,80	26,67	15,60	14,36	2,54	1,55	1,84	2,08	228,89	-0,8%	14	9	1
	GSK PLC	GB	66.069	1.317,50	7,89	7,15	6,07	5,54	2,93	1,93	4,82	5,09	1.875,00	27,1%	8	12	4
	NOVO NORDISK AG-B	DE	446.220	745,60	26,31	21,73	19,18	18,05	17,07	-0,13	1,94	2,29	854,00	28,0%	20	8	4
	ASTRAZENECA PLC	GB	190.900	1.017,00	13,68	12,29	10,78	9,78	4,22	1,79	2,56	2,71	13.452,00	32,2%	24	7	0
	NOVARTIS AG-REG	SZ	204.180	87,02	11,77	11,32	10,72	10,51	3,86	0,94	4,14	4,29	102,43	17,7%	9	16	3
Health Care	ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	SZ	216.480	247,70	12,13	11,33	9,33	8,76	4,78	1,42	4,06	4,18	306,00	23,5%	14	8	4
	SANOFI	FR	115.420	90,96	11,00	10,18	8,82	8,21	1,42	1,67	4,46	4,88	112,87	24,1%	18	5	2
	BAYER AG-REG	GE	18.491	18,82	4,18	3,76	5,54	5,30	0,54	3,69	5,62	5,62	27,31	45,1%	7	18	0
	VINCI SA	FR	57.887	88,30	10,98	9,89	6,52	6,24	1,71	1,99	5,13	5,66	133,12	35,4%	24	3	1
	RELX PLC	GB	82.364	3.658,00	27,65	25,04	18,97	17,65	18,36	1,92	1,83	2,00	4.027,80	10,1%	11	5	0
	SAFRAN SA	FR	90.366	211,50	25,57	21,46	14,39	12,71	6,11	-0,18	1,86	1,84	235,86	11,5%	12	9	2
	ABB LTD-REG	SZ	97.744	49,03	21,98	20,09	15,01	13,93	5,89	0,53	1,58	1,98	50,08	2,1%	9	23	6
	SCHNEIDER ELECTRIC SE	FR	138.810	241,15	25,67	22,86	17,31	15,62	4,27	1,38	1,71	1,88	252,81	4,8%	14	12	3
	AIRBUS SE	FR	125.230	158,06	22,52	18,69	11,61	10,04	5,39	-1,37	1,65	1,99	164,96	4,4%	21	4	2
	SIEMENS AG-REG	GE	152.210	190,26	16,51	15,93	13,69	12,34	2,68	3,01	2,78	2,98	209,65	10,2%	21	4	2
Information Technology	DHL GROUP	GE	40.260	33,55	10,34	9,35	5,35	5,04	1,83	1,92	5,70	5,95	42,27	26,0%	12	10	1
	ASML HOLDING NV	NE	275.150	686,60	28,39	22,89	23,29	18,75	13,87	-0,03	1,12	1,29	853,90	24,0%	29	10	1
	SAP SE	GE	291.950	237,65	37,98	31,92	24,99	21,86	6,06	-0,20	1,01	1,11	237,91	0,1%	20	6	3
	RIO TINTO PLC	GB	97.533	4.703,00	8,45	8,49	4,39	4,45	1,52	0,21	6,78	6,72	5.865,90	24,7%	15	6	2
	AIR LIQUIDE SA	FR	89.664	155,06	22,61	20,74	12,01	11,24	3,12	1,63	2,23	2,40	186,88	20,5%	20	5	2
	BASF SE	GE	38.087	42,69	12,29	10,38	6,92	6,16	1,08	2,91	5,87	5,86	54,08	26,7%	19	7	2
	GLENCORE PLC	SZ	52.503	355,70	10,65	10,03	4,45	4,41	1,25	2,52	5,19	6,80	516,27	45,7%	16	3	0
	NATIONAL GRID PLC	GB	541,23	915,60	12,77	12,31	10,98	10,16	1,17	6,43	5,06	5,12	1.127,60	23,2%	12	5	1
	IBERDROLA SA	SP	82.226	12,92	14,65	13,89	9,70	9,70	1,59	3,59	4,91	5,22	14,30	10,7%	13	19	2
	ENEL SPA	IT	68.666	6,75	9,95	9,69	6,31	6,15	1,85	2,80	7,00	7,20	7,98	18,1%	24	6	0

Anexo 3. Ratios Bursátiles – Eurotox 50

Sector	Company	Country	Market Cap	PER Ratio		EV/EBITDA		P/BV		Net Debt / EBITDA		Div Yld (%)		Bloomberg Consensus				
				24Y	25Y	L12M	24Y	L12M	L12M	L12M	L12M	L12M	NI2M	NI2M	Target Price	Delta	Buy	Hold
	Euro Stoxx 50 Pr	EC		14,27	15,41	11,79	11,17	2,02	2,47	3,31	3,44							
	STXE 50(EUR)Pr	EC		14,38	12,38	6,50	6,16	2,47	2,47	2,71	2,71	3,41	3,93	34,57	18,4%	21	21	4
Communication Services	DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	GE	145.600	29,20	14,38	12,38	6,16	2,47	2,47	2,71	2,71	3,41	3,93	34,57	18,4%	21	21	4
	BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	GE	49.414	77,94	6,06	5,85	2,00	1,84	0,52	-0,43	0,67	6,07	6,49	65,44	9,6%	15	11	3
	ADIDAS AG	GE	42.714	237,30	31,35	21,54	14,60	11,59	6,82	1,67	1,67	11,4	1,70	248,80	4,8%	17	12	4
	HEPMES INTERNATIONAL	FR	241.970	2.282,00	48,74	42,88	31,25	27,97	11,91	-1,09	0,84	0,84	0,83	2.258,70	-1,5%	15	11	3
Consumer/Discretionary	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	SP	153.900	49,38	25,81	23,40	13,90	12,74	7,79	-0,61	3,33	3,66	3,66	52,71	6,7%	15	12	4
	KERING	FR	28.868	233,90	19,03	15,48	10,11	9,08	1,80	2,83	2,90	3,60	3,60	248,83	6,4%	3	24	7
	LVHM MOET HENNESSY LOUIS VUITTON	FR	314.690	629,20	21,99	19,90	12,29	11,54	4,18	1,01	2,18	2,42	2,42	899,15	11,1%	26	10	1
	MERCEDES-BENZ GROUP AG	GE	51.804	53,60	5,66	5,47	1,02	1,05	0,65	-1,65	7,46	7,78	7,78	66,86	24,4%	13	10	5
	PROSUS NV	NE	98.933	39,76	14,28	11,93	27,465	17,034	2,13	-10,70	0,27	0,51	0,51	49,44	24,4%	21	2	0
	STELLANTIS NV	NE	37.784	12,50	4,60	3,95	1,45	1,31	0,44	-0,55	6,70	7,33	7,33	14,44	15,5%	14	17	3
	FERRARINI NV	IT	73.969	409,80	45,86	40,34	28,88	24,18	16,75	0,63	0,74	0,84	0,84	439,00	7,1%	14	11	3
VOLKSWAGEN AG-PREF	GE	44.742	88,04	3,67	3,00	0,91	0,65	0,23	-0,63	8,39	9,51	9,51	120,81	37,2%	14	9	3	
Consumer Staples	ANHEUSER-BUSCH INBEV SANV	BE	97.065	48,07	13,66	12,14	8,40	7,92	1,12	3,53	2,50	2,50	2,50	66,93	39,2%	25	7	0
	DANONE	FR	43.559	64,10	16,89	15,68	11,00	10,37	2,22	2,64	3,48	3,70	3,70	68,86	7,4%	12	12	4
	KONINKLIJKE AH OLD DELHAIZE NV	NE	29.172	31,39	11,62	10,62	5,98	5,75	1,83	2,26	3,79	4,08	4,08	32,91	7,4%	8	10	3
	L'OREAL	FR	180.380	337,60	25,49	23,22	17,15	15,95	5,15	0,65	2,17	2,39	2,39	394,29	16,8%	16	9	6
	PERNOD RICARD SA	FR	272,46	107,55	14,37	13,69	11,43	10,98	1,86	3,46	4,36	4,36	4,36	130,14	21,0%	10	13	3
	ENI SPA	IT	42.009	12,79	7,07	6,57	3,54	3,42	0,76	1,30	8,11	8,42	8,42	16,48	28,9%	19	11	0
Energy	TOTALENERGIES SE	FR	124.630	51,98	6,86	6,68	3,94	3,69	0,88	0,66	6,69	6,69	6,69	68,30	31,4%	17	11	0
	ADVEN NV	NE	45,737	1,465,00	41,10	32,52	29,46	21,85	8,74	-10,05	0,00	0,27	0,27	1,678,60	15,5%	27	10	1
	ALLIANZ SE-REG	GE	114,420	296,50	10,88	10,13	9,23	8,60	1,85	-	5,55	5,58	5,58	325,94	10,0%	17	7	1
	AXA SA	FR	74,377	33,65	8,60	8,22	8,10	7,70	1,42	-	6,86	7,37	7,37	38,78	18,2%	20	5	0
	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	SP	54,267	9,42	6,24	6,03	-	0,83	0,83	-	7,83	8,10	8,10	11,46	21,7%	9	2	2
	BANCO SANTANDER SA	SP	68,330	4,41	5,56	5,16	-	0,67	0,67	-	5,35	6,30	6,30	5,67	28,6%	24	5	1
	BNP PARIBAS	FR	65,372	57,81	5,79	5,12	-	-	0,55	-	8,64	9,58	9,58	77,61	34,2%	16	9	1
	DEUTSCHE BOERSE AG	GE	42,085	233,50	20,32	19,05	13,95	13,18	3,47	1,85	1,92	2,01	2,01	228,96	2,4%	15	10	0
	ING GROEP NV	NE	48,310	14,94	7,48	6,52	-	0,87	0,87	-	7,18	7,79	7,79	18,46	23,6%	13	12	2
	INTESA SANPAOLO	IT	68,731	3,86	7,60	7,42	-	-	1,07	-	9,27	9,48	9,48	4,55	17,7%	21	5	0
Financials	MUENCHENER RUECKNER AG-REG	GE	67,094	501,60	10,92	10,20	7,83	7,46	1,90	-	3,50	3,74	3,74	522,28	4,1%	9	11	3
	NORDEABANK ABP	FI	36,542	10,42	7,61	7,51	-	-	1,10	-	9,18	9,28	9,28	13,04	25,2%	20	7	1
	UNICREDIT SPA	IT	59,210	38,17	6,30	5,81	-	-	0,90	-	8,04	8,86	8,86	47,02	23,2%	16	6	0
	BAYER AG-REG	GE	18,491	18,82	4,18	3,76	5,54	5,30	0,54	3,69	0,56	5,62	5,62	27,31	45,1%	7	18	0
	ESSILORLUXOTTICA	FR	105,550	230,80	29,80	26,67	15,60	14,36	2,54	1,55	1,84	2,08	2,08	228,89	-0,9%	14	9	1
	SANOFI	FR	115,420	90,96	11,00	10,18	8,82	8,21	1,42	1,67	4,46	4,88	4,88	112,87	24,1%	18	5	2
	ARBUS SE	FR	125,230	158,06	22,52	18,69	11,61	10,04	5,39	-1,37	1,65	1,89	1,89	164,96	4,4%	21	4	2
	DHL GROUP	GE	40,260	33,55	10,34	9,35	5,35	5,04	1,63	1,92	5,70	5,95	5,95	42,27	26,0%	12	10	1
	SAFRAN SA	FR	90,366	211,50	25,67	21,46	14,39	12,71	6,11	-0,18	1,56	1,84	1,84	235,86	11,5%	12	9	2
	SCHNEIDER ELECTRIC SE	FR	138,810	241,15	25,67	22,86	17,31	15,62	4,27	1,38	1,71	1,88	1,88	252,81	4,8%	14	12	3
Information Technology	SIEMENS AG-REG	GE	152,210	190,26	16,51	15,93	13,69	12,34	2,68	3,01	2,78	2,88	2,88	209,65	10,2%	21	4	2
	VINCI SA	FR	57,987	98,30	10,88	9,89	6,52	6,24	1,71	1,99	5,13	5,66	5,66	133,12	35,4%	24	3	1
	ASML HOLDING NV	NE	275,150	688,60	28,39	22,89	23,29	18,75	13,87	-0,03	1,12	1,29	1,29	853,90	24,0%	29	10	1
	INFINEON TECHNOLOGIES AG	GE	42,083	32,23	21,59	15,62	10,77	6,84	2,29	0,73	1,13	1,19	1,19	38,67	20,0%	28	4	0
	NOKIA OYJ	FI	23,763	4,24	13,59	12,29	6,46	6,13	1,07	-1,71	3,61	4,01	4,01	4,44	4,4%	14	12	4
	WOLTERS KLUWER	NE	38,198	160,15	29,65	26,92	19,59	18,22	3,078	1,58	1,53	1,66	1,66	161,23	0,7%	7	14	3
	SAP SE	GE	291,950	237,65	37,98	31,92	24,99	21,86	6,06	-0,20	1,01	1,11	1,11	237,91	0,1%	20	9	3
	AIR LIQUIDE SA	FR	89,664	155,06	22,61	20,74	12,01	11,24	3,12	1,63	2,23	2,40	2,40	186,88	20,5%	20	5	4
	BAF SE	GE	38,097	42,69	12,29	10,38	6,92	6,16	1,08	2,91	5,87	5,86	5,86	54,06	26,7%	19	7	2
	COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	FR	43,203	85,72	12,38	11,46	7,01	6,63	1,80	2,40	2,87	3,09	3,09	97,81	14,1%	16	4	2
Materials	ENEL SPA	IT	68,666	6,75	9,95	9,69	6,31	6,15	1,85	2,80	7,00	7,00	7,00	7,98	18,1%	24	6	0
	IBERDROLA SA	SP	82,226	12,92	14,65	13,89	9,70	9,17	1,59	3,59	4,91	5,22	5,22	14,30	10,7%	13	19	2

Anexo 3. Ratios Bursátiles – IBEX35

Sector	Company	Country	Market Cap	Last Price	PER Ratio		EV/EBITDA		P/TBV		Net Debt /EBITDA		Div Yld (%)		Bloomberg Consensus			
					24Y	25Y	L12M	24Y	L12M	L12M	L12M	L12M	L12M	Target Price	Delta	Buy	Hold	Sell
	Euro Stoxx 50 Pr	EC			14,27		11,79		2,02		3,31							
	STXE 50(EUR) Pr	EC			15,41		11,17		2,47		3,44							
Communication Services	TELEFONICA SA	SP	22.488	3,97	12,09	11,46	4,90	4,81	1,06	3,34	7,59	7,64	4,31	8,7%	7	17	5	
	CELLEX TELECOM SA	SP	20.975	29,69	-	299,90	12,76	11,99	1,54	7,49	0,90	2,71	46,09	55,2%	27	7	1	
	AMADEUS IT GROUP SA	SP	30.111	66,84	20,71	18,47	12,10	11,07	5,11	0,49	2,31	2,60	2,60	10,0%	13	14	1	
	INDUSTRIA DE DISEÑO T	SP	153.900	49,38	25,81	23,40	13,90	12,74	7,79	-0,61	3,33	3,66	52,71	6,7%	15	12	4	
Energy	PUIG BRANDS SA-B	SP	9.898	17,42	16,06	14,53	11,12	10,16	2,95	2,21	2,43	2,54	25,54	46,6%	18	1	0	
	REPSOL SA	SP	13.057	11,09	4,72	4,26	3,22	3,06	0,44	1,13	9,01	9,64	1,438	29,7%	18	14	2	
	UNICAJA BANCO SA	SP	3.237	1,26	6,66	7,32	-	-	0,47	-	8,42	7,55	1,45	15,2%	7	10	2	
	BANCO BILBAO VIZCAYA	SP	54.267	9,42	6,24	6,03	-	-	0,93	-	7,83	8,10	11,46	21,7%	12	9	2	
Financials	CAXABANK SA	SP	37.008	5,16	7,23	7,21	-	-	0,95	-	8,51	8,39	6,28	21,7%	16	7	4	
	BANCO DE SBADELL SA	SP	10.219	1,88	6,64	6,83	-	-	0,66	-	8,57	7,67	2,21	17,9%	13	9	0	
	MAPFRE SA	SP	7.446	2,42	7,58	7,42	4,87	4,70	0,84	-	7,20	7,57	2,61	7,8%	7	5	2	
	BANCO SANTANDER SA	SP	68.330	4,41	5,56	5,16	-	-	0,67	-	5,35	6,30	5,67	28,6%	24	5	1	
Health Care	BANKINTER SA	SP	6.734	7,49	7,64	7,77	-	-	1,07	-	6,75	6,63	8,65	15,4%	10	9	7	
	LABORATORIOS FARMAC	SP	3.133	61,15	18,78	13,91	13,16	9,99	4,38	0,46	2,19	2,71	92,62	51,5%	10	1	0	
	GRIFOLS SA	SP	5.888	9,44	10,72	8,41	8,82	7,99	1,01	6,95	1,10	3,07	16,07	70,2%	13	4	2	
	SACYR SA	SP	2.373	3,04	13,17	11,52	6,80	6,55	1,91	-	4,31	4,27	4,16	36,8%	16	1	0	
Industrials	FLUIDRA SA	SP	4.569	23,78	17,84	15,75	10,78	9,88	2,71	2,97	2,73	3,07	25,63	7,8%	8	5	4	
	ACS ACTIVIDADES CONS	SP	12.899	47,48	15,78	13,90	5,66	5,26	2,33	1,76	4,71	4,96	43,70	-8,0%	4	15	3	
	INTL CONSOLIDATED AIR	GB	17.724	3,65	5,98	5,47	3,51	3,32	2,19	-	3,18	3,70	3,77	3,5%	25	6	1	
	LOGISTA INTEGRAL SA	SP	3.852	29,02	12,83	12,84	3,52	3,40	5,94	-	7,07	6,95	32,45	11,8%	11	2	0	
Information Technology	AENASME SA	SP	29.400	196,00	14,27	13,63	9,48	9,05	3,31	1,60	5,44	5,72	218,73	11,6%	12	15	2	
	FERROVIAL SE	NE	29.657	40,10	43,54	37,55	26,14	24,19	8,17	5,93	1,99	2,10	42,66	6,4%	14	8	4	
	INDRA SISTEMAS SA	SP	2.904	16,44	9,86	8,91	5,46	5,03	1,82	0,42	2,37	2,27	23,67	44,0%	15	5	0	
	ACERINX SA	SP	2.303	9,24	7,88	6,38	4,32	3,71	1,07	1,38	7,40	6,85	13,06	41,4%	16	2	1	
Materials	ARCELORMITTAL	LX	19.146	22,45	5,36	4,54	3,80	3,40	0,32	1,78	2,38	2,58	29,84	32,9%	13	6	0	
	MERLIN PROPERTIES SO	SP	5.510	9,78	16,54	16,10	21,18	18,83	0,70	14,49	4,60	4,92	1,311	34,1%	18	4	1	
Real Estate	INMOBILIARIA COLONIAL	SP	3.143	5,01	16,01	15,37	26,80	25,78	0,55	-	5,49	5,61	6,98	39,3%	12	8	3	
	SOLARIA ENERGIAY MED	SP	1.015	8,12	10,21	9,75	9,32	8,44	1,43	-	0,00	-	13,26	63,3%	9	8	4	
Utilities	ACCIONA SA	SP	5.882	107,40	9,73	11,68	6,21	6,16	1,08	3,94	4,82	5,06	150,75	40,4%	9	5	2	
	REDEACORP SA	SP	8.814	16,29	16,99	14,52	10,75	9,70	1,63	-	5,10	5,38	18,79	15,4%	15	9	3	
	CORP ACCIONA ENERGI	SP	5.856	18,03	10,72	16,24	7,74	6,55	0,92	4,58	2,53	2,35	24,50	35,9%	17	11	1	
	IBERDROLA SA	SP	82.226	12,92	14,65	13,89	9,70	9,17	1,59	3,59	4,81	5,22	1,430	10,7%	13	19	2	
	ENAGAS SA	SP	3.105	11,85	12,31	13,73	8,45	9,05	1,14	4,43	8,44	8,44	15,70	32,4%	12	5	7	
	NATURGY ENERGY GROU	SP	21.874	22,56	12,67	13,12	6,97	6,87	2,11	2,12	6,22	6,17	24,59	9,0%	2	14	6	
	ENDESA SA	SP	21.323	20,14	11,01	10,53	5,66	5,66	2,51	2,29	6,41	6,68	22,79	13,2%	14	11	1	

Anexo 4. Últimos informes publicados

DICIEMBRE 2024	
INDITEX	Resultados 9M por debajo de expectativas
NOVIEMBRE 2024	
MERLIN PROPERTIES	Merlin properties, socimi centrada en oficinas, pero con futura diversificación en data centers
MOEVE-CEPSA	Resultados 3T2024
CAF	Resultados 9m24: resultados peor de lo esperado, afectado por las inundaciones de Europa central en solaris.
CAF	Preview 3T24: resultados en línea con lo que venimos viendo, con ventas más flojas en el trimestre, pero mejora en márgenes.
TELEFÓNICA	Ingresos en línea mientras el ebitda y fcf sorprendían positivamente
GESTAMP	Resultados 3T24: trimestre débil; rebaja de guías para FY24 ante la incertidumbre de volúmenes
CAIXABANK	Resultados 9M24: fuertes resultados de CaixaBank, con el margen de intereses sorprendiendo y anuncio de un SBB de 500M €
SABADELL	Resultados 9M24: resultados positivos de Sabadell, con los ingresos sorprendiendo y menores provisiones
TUBACEX	Resultados 3T24: ingresos por debajo de lo esperado, aunque el margen EBITDA sorprendía positivamente
BBVA	Beneficio neto mejor de lo esperado, pero con el margen de intereses por debajo de lo esperado, impactado por Argentina y México
FAES FARMA	Resultados 9M24: resultados ligeramente por debajo de lo esperado, con las dinámicas del trimestre en línea con lo previsto
OCTUBRE	
REPSOL	Resultados ligeramente por debajo de estimaciones por financieros. Destacamos área industrial por encima de previsiones
FAES FARMA	Preview 3T24: esperamos un trimestre con los ingresos creciendo respecto al año pasado, pero con los gastos estrechando el margen.
REDEIA	Resultados 9M24: continúan las mismas tendencias, sin sorpresas
CIE AUTOMOTIVE	Resultados 3T24: márgenes que nos vuelven a sorprender positivamente
SANTANDER	Resultados mejor de lo esperado en beneficio neto, pero con el margen de intereses que decepcionaba.
VIDRALA	Resultados 3T24 mejor de lo esperado por márgenes en RU y ventas en Brasil.
sabadell	Preview 3T24: esperamos que el margen de intereses crezca ligeramente pero ya afectado por las bajadas de tipos
viscofan	Resultados 3T24: ingresos en línea con lo que esperábamos, pero sorpresa positiva en rentabilidad.
bankinter	Resultados 3T24: beneficio en línea, pero con el margen de intereses cayendo más de lo esperado.
iberdrola	Resultados en línea, donde destacamos un nuevo incremento de guías. Anuncio de un nuevo CMD en otoño de 2025
GLOBAL DOMINION	Resultados 3T24: mismas dinámicas que en 1S24. Valoramos positivamente la venta de servicios industriales
CAIXABANK	Preview 3T24
GESTAMP	Preview 3T24: trimestre débil, sin visibilidad de volúmenes para cumplir con las guías
VIDRALA	Preview 3T24: Brasil y RU continuarán compensando la más lenta recuperación de volúmenes en Iberia.

GLOBAL DOMINION	Preview 3T24: continúan las mismas dinámicas vistas en la primera mitad del año
BANKINTER	Preview 3T24: NII cayendo por tipos, pero resiliente en volúmenes.
VISCOFAN	Preview 3T24: debilidad en la demanda, pero punto de inflexión en ingresos.
CIE AUTOMOTIVE	Preview 3T24: trimestre afectado por la debilidad de volúmenes
TUBOS REUNIDOS	Situación actual y perspectivas
SEPTIEMBRE 2024	
CEPSA	Resultados en el 1S2024 mejor de lo esperado
INDITEX	Resultados 1S24 en línea con expectativas.
ARTECHE	Resultados 1S24
AGOSTO 2024	
FERROVIAL	Resultados 2T24
REDEIA	Resultados 1S24
TELEFÓNICA	Resultados 2T24
CAF	Resultados 1S24
JULIO 2024	
CAIXABANK	Resultados 2T24 - Post Conference Call
VISCOFAN	Resultados 1S24
GESTAMP	Resultados 2T24
FAES FARMA	Resultados 1S24
FAES FARMA	Preview 2T24
VIDRALA	Resultados 2T24: Por encima de expectativas por Europa más que por Brasil. Mantiene guías, pero atento al ritmo recuperación de la demanda.
TUBACEX	Resultados 2T24
IBERDROLA	Resultados sólidos, que le permiten volver a incrementar el guidance para FY24
SANTANDER	Resultados 2T24: conclusiones tras presentación resultados
VISCOFAN	Preview 2T24
CAF	Preview 2T24 - Model Update
GLOBAL DOMINION	Resultados 2T24
SABADELL	Resultados 2T24 - Model Update
CIE AUTOMOTIVE	Resultados 2T24
REPSOL	Supera previsiones en el 2T2024
GESTAMP	Preview 2T24:
BANKINTER	Resultados 2T24 - Post Conference Call
TUBACEX	Preview 2T24:
CAIXABANK	Preview 2T24:
SABADELL	Preview 2T24:
VIDRALA	Preview 2T24
BANKINTER	Preview Resultados 2T24
CIE AUTOMOTIVE	Preview 2T24
JUNIO 2024	
EUROPA ESTRATEGIA	Más gradual y lenta, pero la normalización sigue estando ahí
Global Dominion	Model Update
Cie Automotive	Model Update
Inditex	Cifras 1T24 en línea con expectativas.
MAYO 2024	
Ferrovial	Resultados 1T24
Telefónica	Resultados 1T24
Gestamp	Resultados 1T24
CAF	Resultados 1T24
Cie Automotive	Resultados 1T24
Redeia	Model Update
CAF	Preview 1T24
Vidrala	Resultados 1T24: Ventas y EBITDA por encima de expectativas. Marca muy positivas guías para 2024.
BBVA - Sabadell	Implicaciones de la fusión
Redeia	Resultados 1T24

DISCLAIMER

Sobre la elaboración de nuestros informes

La entidad responsable de la elaboración los informes, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en los mismos es Kutxabank Investment, S.V., SAU, en adelante "la Sociedad"; sometida a supervisión de la autoridad competente española (CNMV) inscrita en su Registro oficial con el número 0040.

Las personas del equipo de análisis están sujetas al reglamento interno de conducta, a la política de conflictos de interés y demás políticas de la Sociedad disponibles en el apartado de atención al cliente de la página web <https://broker.norbolsa.com/>

Los informes de análisis emitidos por la Sociedad, se han elaborado de acuerdo con dichos reglamento y políticas, contando la empresa con procedimientos internos, medidas de control para gestionar, prevenir y mitigar los conflictos de interés, incluyendo la determinación de áreas separadas dentro de la organización, establecidas para prevenir, mitigar y detectar posibles conflictos de interés y el abuso de mercado con arreglo al Reglamento (UE) nº 596/2014 así como lo recogido en el Reglamento Delegado (UE) 216/958 relativo a la preparación de recomendaciones.

Nuestros analistas

Todas las opiniones y estimaciones contenidas en el presente informe constituyen la opinión técnica personal del equipo de análisis en la fecha de emisión de este informe y por lo tanto pueden ser susceptibles de cambio sin previo aviso.

Se certifica que las personas del equipo analistas no han recibido, no reciben y no recibirán, directa o indirectamente, ningún tipo de compensación para proporcionar una recomendación u opinión concreta en este informe.

El sistema retributivo de las personas del equipo de análisis se basa en diversos criterios entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por la Sociedad En ningún caso la retribución de las personas del equipo de análisis ha estado, está o estará vinculada directa o indirectamente al sentido de las recomendaciones contenidas en los informes.

Nuestras principales fuentes de información utilizadas

Los informes preparados por el Departamento de Análisis de la Sociedad se realizan utilizando fuentes de información, tanto nacionales como internacionales, consideradas fiables, si bien la Sociedad no garantiza la exactitud, la corrección ni el carácter completo de la información y de las opiniones recogidas en el mismo, ni se asume responsabilidad alguna al respecto.

Fuentes nacionales

- Propias compañías analizadas.
- Prensa económica, entre otros: Expansión, Cinco Días, El Economista, etc.
- Prensa general, entre otros: El Mundo, El País, El Correo, ABC, La Razón, etc.
- Webs de información económica, entre otros: Bolsa de Madrid, Sociedad de Bolsas, versiones digitales de la prensa económica y general, Libertad Digital, El Confidencial.com, etc.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.
- Patronales de cada sector de actividad: Asociación Española de Banca (AEB), Asociación de Empresas de Energía Eléctrica (AELEC), Oficemen, etc.).

Fuentes internacionales

- Propias compañías analizadas.
- Prensa: Financial Times, Wall Street Journal, Le Monde, The Economist, etc.
- Reuters, Bloomberg.
- Bancos centrales: Federal Reserve (FED), Banco Central Europeo (BCE), Bank Of England (BoE), etc.
- Eurostat, BEA, Tesoro Estados Unidos, Comisión Europea, etc.

Nuestros Informes

Nuestro Departamento de Análisis publica distintos informes que estudian la situación y comportamiento de los indicadores más relevantes.

Entre otros, el informe diario, el informe de coyuntura semanal, y el informe semestral de estrategia de mercados, así como informes concretos de opinión y valoración de sectores o valores cotizados en los mercados de renta variable. También realiza informes sobre pagarés de distintas empresas cotizadas y no cotizadas.

Todos los informes emitidos por el Departamento de Análisis de la Sociedad están a disposición de los clientes en el apartado de análisis de la página web <https://broker.norbolsa.com/>

La Sociedad no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta sufrida como consecuencia de la utilización de la información contenida en nuestros informes.

Nuestros informes son proporcionados exclusivamente para información de nuestros clientes y no pueden ser (i) copiados, fotocopiados o duplicados en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuidos o distribuidos, o (iii) citados, ni siquiera parcialmente, sin el consentimiento previo por escrito de la Sociedad

A 20 de diciembre de 2024, sobre el total universo de compañías en cobertura por la Sociedad, hay un 82% de recomendaciones de Compra, un 18% de recomendaciones de Neutral y un 0% de recomendaciones de Venta. De ellas, un 56% de estas recomendaciones hace referencia a emisores a los que la Sociedad ha prestado algún tipo de servicio relevante durante los pasados 12 meses, un 96% en el caso de las recomendaciones de compras, un 4% en el caso de las recomendaciones de neutrales y un 0% en el caso de las recomendaciones de venta.

Metodología y sistema de elaboración de recomendaciones

La información que se incluye en nuestros informes constituye un análisis de inversión a los efectos de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros y, como tal, contiene una explicación objetiva e independiente de las materias contenidas en la recomendación.

Las recomendaciones son absolutas y fundadas. Se establecen tres categorías o tipos de recomendación.: comprar, mantener y vender, en función de la rentabilidad esperada en los próximos 12 meses. Comprar - potencial de revalorización superior al mercado, Mantener - valor con expectativas de evolución similar al mercado y Vender - evolución estimada peor que el mercado.

Además, hay una calificación de riesgo (alto, medio o bajo) que se determina en función de la volatilidad de cada valor respecto al mercado, beta, fundamentales, entre otros. La frecuencia de estas recomendaciones está sujeta a acontecimientos relevantes que puedan afectar a la valoración, riesgo, estrategia, etc. u otros, del valor en cuestión.

Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): Descuento de Cash-Flows, Descuento de Dividendos, Suma de Partes, Ratios Comparables, Ratios transacciones similares.

El **método de descuento de flujos de caja** consiste en valorar una empresa por la capacidad de esta de generar flujos de caja libres o free cash flow en el futuro. Este método, que es el método mejor valorado dentro de la teoría financiera, actualiza al valor presente los flujos de caja libres futuros utilizando una tasa de descuento o WACC que depende del peso del endeudamiento del grupo, coste de equity y coste neto de impuestos de deuda de la compañía. Como valor residual, utilizamos distintas opciones según la compañía, siendo la más utilizada el valor al infinito del último cash flow estimado, considerando una tasa g de crecimiento a perpetuidad. Otras opciones de valor residual es el RAB para compañías reguladas, el cash flow normalizado en compañías cíclicas, o la utilización de múltiplos bursátiles comparables.

El **método de descuento de dividendos** consiste en valorar una empresa considerando la proyección de dividendos a abonar por la compañía en los próximos años. Este método actualiza al valor presente estos dividendos utilizando como tasa de descuento el coste de capital o equity de la compañía. Como valor residual, utilizamos el valor al infinito del último dividendo considerando una tasa g de crecimiento a perpetuidad.

Para determinar el **coste de capital o equity** de los dos métodos anteriormente explicados, la Sociedad, en la mayoría de los casos, considera como tipo de interés sin riesgo el del promedio de los últimos 10 años del bono a 10 años de la geografía o geografías donde opera la compañía que se pretende valorar, utilizando como Beta del valor la Beta de la compañía de un periodo de tiempo lo más amplio posible o betas de compañías similares, y como prima de mercado, se emplea una banda de entre 4-6%, según la percepción del analista del nivel de riesgo de la compañía a valorar.

El **método de suma de partes** consiste en aplicar distintos métodos de valoración en las distintas divisiones o negocios de la compañía. Los métodos que se pueden utilizar son, entre otros, Descuento de Cash-Flows (DCF), comparativa de múltiplos, comparativas de transacciones recientes o capitalización bursátiles de filiales cotizadas, aplicando el método que el analista considera más adecuado para cada uno de los negocios, pudiendo utilizar también el promedio de varios métodos en alguno de los negocios.

El **método de ratios comparables** consiste en aplicar a la compañía que se valora los múltiplos bursátiles a los que cotizan compañías similares en los mercados de renta variable. Se puede utilizar directamente los múltiplos de una compañía semejante, o utilizar promedios de un grupo de compañías, o aplicar descuentos o primas sobre los múltiplos de una o varias compañías. También se puede utilizar un múltiplo concreto o múltiplos distintos, siendo los más utilizados el PER, EV/EBITDA, EV/EBIT, P/BV o P/TBV.

El **método de transacciones similares** consiste en utilizar los ratios bursátiles de operaciones de compraventa recientes que hayan tenido lugar en el sector para aplicarlas a las proyecciones de Beneficio Neto o de EBITDA de la compañía que se valora. Se puede optar por aplicar primas o descuentos a estos ratios bursátiles según la percepción de mayor o menor riesgo, mayor o menor fortaleza o mayor o menor tamaño o liquidez de la compañía a valorar con respecto de la compañía o compañías objeto de las transacciones recientes.

Los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en los informes elaborados se proporcionan únicamente con fines informativos y no constituyen asesoramiento de inversión y se encuentran sujetas a cambios sin necesidad de notificación alguna.

La operativa en mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de la posición. Nuestros informes no constituyen oferta ni solicitud de compra o venta de valores. Deben, por tanto, no ser tratados como una recomendación personal para el inversor y, en ningún caso, como una oferta de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos.

El inversor debe ser consciente de que los valores o instrumentos mencionados en nuestros informes pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión o situación financiera, por lo que el inversor deberá adoptar sus propias decisiones de inversión. Se deberá tener en cuenta que la evolución pasada de los valores e instrumentos, así como los resultados pasados de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

En nuestra página web (https://broker.norbolsa.com/avisos/disclaimer_historico_recomendaciones.pdf) se encuentra la historia de recomendaciones de inversión de la Sociedad de los últimos 12 meses. Salvo indicación contraria, todos los precios objetivos se fijan con

un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización ni deben de ser entendidos como indicaciones de recomendaciones de inversión.

A menos que se indique lo contrario en cada informe concreto, no existe una planificación y frecuencia establecida para la actualización de la información, coincidiendo habitualmente con la publicación de resultados trimestrales o semestrales o alguna operación corporativa relevante.

Cualquier decisión de compra o venta de los valores emitidos por la compañía incluida en nuestros informes, deben hacerse teniendo en cuenta la información pública existente sobre estos valores y, en su caso, el contenido del folleto sobre estos valores registrados en la CNMV, y por lo tanto a disposición en la CNMV, en la Bolsa correspondiente, así como en las entidades emisoras de estos títulos.

Otra información de interés

La Sociedad está participada en su capital social por Kutxabank, S.A. en un 100%.

La Sociedad no posee una posición larga o corta neta sobre los emisores objeto de sus análisis que sobrepasen el umbral del 0.5% del capital social total emitido por el emisor, calculado de conformidad con el artículo 3 del Reglamento (UE) nº 236/2012 y con los capítulos III y IV del Reglamento Delegado (EU) nº 918/2012 de la Comisión Europea, de 5 de julio de 2012.

En los últimos 12 meses, la Sociedad, ha participado en diversas operaciones con determinados emisores o prestados servicios, por las que ha percibido remuneración.

Tipo de servicio	Empresas
Entidad Colocadora de Pagares	Tubacex S.A.; Euskaltel S.A.; Pikolin S.L.; Vocento S.A.; Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A - CAF; El Corte Inglés S.A.; Aedas Homes S.A.; Global Dominion Access S.A.; Grupo Tradebe Medioambiente, S.L.; Vidrala, S.A.; Ormazabal Electric, S.L.U.; Sidenor Aceros Especiales S.L.; Acciona Financiación Filiales, S.A.U.; Cobra Instalaciones y Servicios, S.A.; CIE Automotive S.A.; Metrovacesa S.A.; Artech S.A.; Barceló Corporación Empresarial, S.A.; Acciona Energía Financiación Filiales, S.A. Unipersonal; Premier España, S.A.U.; Mota-Engil, SGPS, S.A.; Elecnor S.A., FCC S.A.; Holaluz-Clidom S.A.; Masmovil S.A.U.; Ulma, FCC Medio Ambiente S.A.U., Sacyr S.A.; Ence Energía y Celulosa, S.A.; Atlantica Sustainable Infrastructure PLC, Opdenenergy Holding, S.A. Eroski Sociedad Cooperativa; Ferrovial, S.E., Abertis Infraestructuras, S.A.. Técnicas Reunidas, S.A., Repsol, S.A.
Entidad Colocadora de Bonos	Enagás, S.A., Acciona, S.A., El Corte Inglés, S.A., Redeia Corporación, S.A., Iberdrola Clientes SAU, Critería, FCC Servicios Medio Ambientales, Neinor Homes S.A.,
Asesor Registrado de Pagares	Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A - CAF; Metrovacesa S.A., Eroski Sociedad Cooperativa
Agente de Pagos Pagares	Global Dominion Access S.A.; Ormazabal Electric, S.L.U., Eroski Sociedad Cooperativa
Arranger Pagares	Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A - CAF; Metrovacesa S.A.; Sidenor Aceros Especiales S.L.; Eroski Sociedad Cooperativa
Proveedor de liquidez	Tubos Reunidos S.A.; Artech, S.A.; Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A. - CAF
Gestión de programas de recompra	Global Dominion Access S.A.; Vidrala, S.A., Faes Farma, S.A., Viscofán, S.A.
Banco Agente de Dividendo Flexible	Iberdrola, S.A., Viscofan, S.A.

Por su parte, Euskaltel S.A. percibe una remuneración de la Sociedad por la prestación de servicios de telecomunicaciones, así como de infraestructuras informáticas.

La Sociedad no es parte de ningún acuerdo con ningún emisor relativo a la elaboración de la recomendación. Las recomendaciones han podido ser comunicadas al emisor directa o indirectamente, sin que posteriormente se hayan modificado su contenido.

En los últimos 12 meses, la Sociedad, no ha recibido otras compensaciones por la prestación de servicios de inversión o auxiliares de ningún otro emisor.

Según comunicado de la CNMV, el accionista único de la Sociedad cuenta con una participación en Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A - CAF, del 10,231% con un consejero dominical (D^º Idoia Zenarrutabeitia Beldarrain).

Nuestro domicilio social y postal es:

Plaza Euskadi nº 5, planta 26 de Torre Iberdrola.
4809 Bilbao, España