

Claves de la semana (del 1 al 9 de marzo)

Los datos macro esta semana apuntan a una normalización del consumo en EE.UU. y a un patrón en los precios similar a nuestras previsiones (será lento el proceso de convergencia hacia el 2%).

El movimiento de las variables financieras en la semana ha sido mínimo. Tras un mes en el que los resultados empresariales han dado soporte a los mercados, con un ciclo económico que muestra resistencia y unas curvas de tipos de interés que han repuntado de forma relevante, nos lleva en nuestro asset allocation para marzo a un aumento de la duración y un ligero aumento del peso de los activos de riesgo.

La próxima semana la atención se centra en las "Dos Sesiones" de China y el dato de creación de empleo de EE.UU.

- **Renta variable:** semana plana en renta variable. En nuestro *asset allocation* hemos empezado a rotar hacia un sesgo menos defensivo..
- **Renta fija:** las señales de convergencia en actividad entre EE.UU. y Europa se reflejan en nuestra expectativa de depreciación del USD a medio plazo y continuidad en la corrección del diferencial de *breakevens*. Por ello, materializamos esta expectativa en nuestro AA, elevando la exposición a *linkers* EUR y reduciendo el de USD.
- **Divisas:** el USD se mantiene estable en un entorno de tipos al alza. Las divisas de mayor sensibilidad a la renta variable apenas capitalizan el favorable *momentum* de esta última. La volatilidad del mercado alcanza mínimos de 20 meses, con una "barrera" exigente para la depreciación del USD. La estacionalidad de marzo apoya a las divisas asiáticas ex JPY.

Performance YTD de los sectores del EuroStoxx

Variaciones desde...	1-mar.	31-dic.
Autos	1,41%	12,49%
Bancos	1,09%	4,57%
Rec. Nat.	2,49%	-9,26%
Química	0,43%	0,05%
Construcc.	0,64%	3,17%
C.Cíclico	-1,21%	6,26%
C.No cíclico	-0,16%	9,23%
Energía	0,88%	-2,27%
Serv. Fin.	0,00%	4,98%
Alimentación	-1,66%	-1,99%
Industria	1,55%	9,59%
Seguros	1,02%	7,67%
Media	0,16%	12,01%
Salud	-0,48%	-0,19%
Retail	-0,77%	3,24%
Tech.	1,21%	17,54%
Telecom.	-0,12%	2,07%
Utilities	0,04%	-11,35%
EuroStoxx 300	0,63%	5,63%

Mercados

El ciclo inmobiliario residencial sigue siendo muy diferente en los países desarrollados, a pesar de que la adopción de la política monetaria ha sido similar y se ha traducido en un deterioro de la accesibilidad a la vivienda. Mientras que en la zona euro la dinámica de los precios de la vivienda en términos reales sigue siendo característica de un proceso de ajuste que persigue estimular la demanda de vivienda (a excepción de España), en EE.UU. el aguante de los precios es uno de los exponentes de la capacidad de resistencia del demandante de vivienda. Dentro de la zona euro, sigue llamando la atención el caso de Alemania, que acelera el ritmo de reducción interanual de los precios de la vivienda. En el 3T23 volvieron a caer más de un 15% interanual. Con ello, se acumula ya un descenso del 20% desde el inicio del tensionamiento de las condiciones financieras. Un ajuste que no tiene precedentes y que denota debilidad en este componente de inversión de su cuadro macro. Le sigue Francia, con un ajuste acumulado del orden del 10%. España, por su parte, es el rara avis, con una estabilidad en precios reales que destaca sobre el resto de comparables.

Mantenemos una visión positiva sobre la renta variable japonesa tras los máximos recientes. Tras superar máximos históricos (de 1989), la renta variable japonesa se acerca al fair value del escenario optimista de Afi para 2024, que supone una revalorización en torno al 15% frente al cierre de 2023. Tras los cambios estructurales iniciados el año pasado, la confianza de los inversores en este mercado ha aumentado y la prima de riesgo exigida es menor, por lo que, en ausencia de eventos negativos, el PER de la bolsa japonesa podría situarse en torno a una media algo más elevada que la observada en los últimos años. Por otro lado, las estimaciones apuntan a un crecimiento de los beneficios empresariales en Japón de doble dígito en 2024 y que superaría el de EE.UU. y Europa. Además, en el 2025 se mantendría una tasa de crecimiento cercana al 10%. Los niveles de beneficios actuales, muy superiores a los de la década de los 90, respaldan la cotización actual de los índices y permiten descartar un escenario de burbuja.

Vuelve el atractivo de elevar duración en curvas soberanas, aunque con muy poco margen ante un escenario cíclico algo más positivo. Alargamos de forma moderada duración en nuestro asset allocation. Tras dos meses de progresiva eliminación del agresivo descuento de rebajas de tipos existente a finales de 2023, los tipos de la deuda a medio y largo plazo se encuentran en el entorno de los niveles máximos que prevemos para este año. El movimiento al alza en TIR ha situado a los principales índices de renta fija soberana y corporativa investment grade, en EUR y USD, en retornos negativos. El “año de la renta fija” por ahora no es lo que muchos esperaban.

Observamos señales claras de incipiente recuperación en el sector manufacturero a nivel global, aunque todavía se encuentra en niveles deprimidos. Las exportaciones de productos tecnológicos desde países productores han tocado suelo. Además, el nivel de inventarios, todavía elevado, ya ha comenzado a corregirse. El avance del ciclo manufacturero debería acompañarse de una rotación hacia sectores cíclicos en bolsa. Creemos que, tanto por valoración como por su elevada exposición a sectores industriales, la bolsa europea resulta atractiva frente a la de EE.UU.

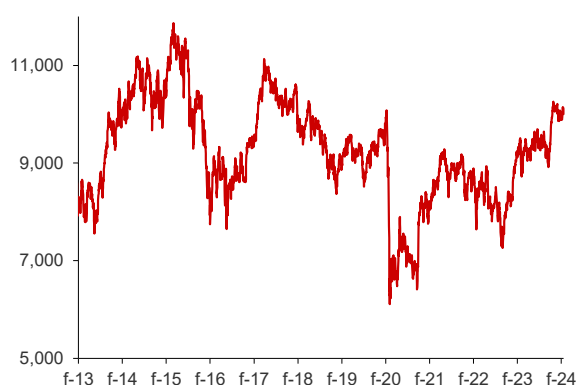
El deflactor subyacente del consumo en Estados Unidos se aceleró hasta el 0,4% mensual, en línea con lo que ya nos habían anticipado las publicaciones del IPC y PPI. La desinflación suave continúa, con la ayuda de los bienes (de momento, sin contagio por el aumento de los costes de transporte). Los servicios, todavía muy enquistados (3,9% interanual). La aceleración del deflactor subyacente del consumo en EE.UU. estaba descontada por el mercado, que apenas ha reaccionado a su publicación

Renta variable

La semana cierra con idas y venidas en los índices de renta variable, que se mantienen Semana sin movimientos de calado en renta variable. Los principales índices europeos y estadounidenses se mantienen planos (EuroStoxx -0,2%, S&P 500 +0,2% y Nasdaq +0,6%). Destaca Japón, con nuevos máximos del Nikkei 225 que en la semana acumula una revalorización del 1,9%. En China, saldo positivo para el CSI 300 y ligeramente negativo para los índices de Hong Kong. En otros mercados emergentes el saldo es mixto: Taiwán +0,4%, Corea del Sur -1%, India +0,5% y Brasil -0,3%. A nivel sectorial se observa un mejor comportamiento de los cíclicos -lideran seguros, RRNN, construcción e industriales.

Principales índices bursátiles

01-mar	Índice	Último	Var. última semana	% en el año
Europa				
España	IBEX	10001	-1,3%	-1,00%
Europa	EuroStoxx 50	4878	0,1%	7,88%
América				
EE.UU.	DOW	38996	-0,3%	3,47%
	NASDAQ	19543	0,6%	7,33%
	SP500	5096	0,1%	6,84%
Argentina	MERVAL	1014712	-8,2%	9,14%
México	MEXBOL	55414	-2,2%	-3,44%
Brasil	BOVESPA	129020	-0,3%	-3,85%
Asia				
Japón	NIKKEI	39166	0,2%	17,04%

IBEX 35

Eurostoxx 50

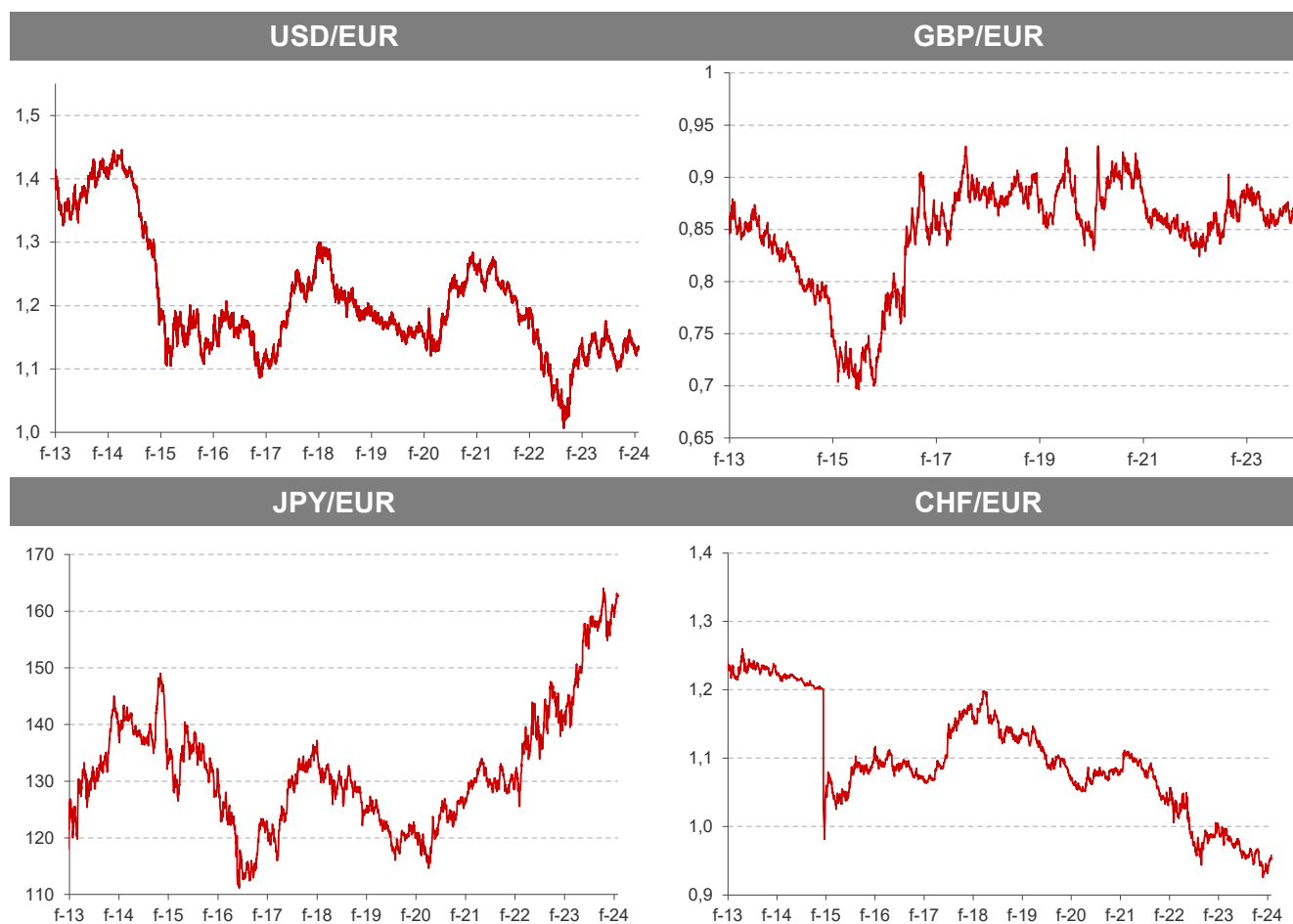

Fuente: Factset

	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA			
					2018	2019	2020	TCAC 20-23
Autos	6,9	0,9	4,68%	12,54%	-13%	-23%	-76%	96%
Bancos	6,3	0,7	7,55%	10,51%	2%	-2%	-45%	35%
RR.NN	9,3	0,6	3,03%	6,59%	12%	-68%	-76%	114%
Química	19,1	1,8	3,25%	9,48%	3%	-20%	-19%	21%
Construcción	12,7	1,7	3,51%	13,31%	3%	17%	-34%	24%
Serv. Financieros	11,7	1,3	3,28%	11,07%	6%	10%	-17%	8%
Alimentación	17,9	1,7	2,45%	9,7%	1%	9%	-36%	17%
Salud	15,9	1,8	2,55%	11,49%	8%	7%	-1%	10%
Industria	17,6	2,7	2,44%	15,24%	6%	12%	-22%	14%
Seguros	9,4	1,4	5,55%	15,2%	9%	12%	-26%	19%
Media	21,8	3,8	2,3%	17,6%	-1%	23%	-18%	5%
Energía	7,7	1,1	5,4%	14,42%	26%	-12%	-74%	117%
C. No Cíclico	29,9	6,0	1,52%	20,32%	18%	10%	-31%	36%
Retail	20,8	5,3	4,11%	25,46%	2%	13%	-49%	43%
Tecnología	27,4	4,6	0,95%	16,5%	7%	9%	0%	20%
Telecom.	13,7	1,4	4,47%	10,09%	-11%	0%	18%	14%
C. Cíclico	10,1	1,9	3,42%	18,52%	-22%	-13%	-31%	36%
Utilities	11,3	1,5	5,77%	12,85%	-30%	77%	-21%	17%
EuroStoxx	13,4	2,0	3,18%	14,4%	3%	2%	-30%	28%

	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA									
					2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Euro Stoxx	13,4	1,7	3,4%	12,7%	0%	27%	3%	2%	-30%	74%	37%	-4%	13%	
lbex 35	10,4	1,2	5,0%	11,9%	46%	25%	-7%	2%	-62%	216%	74%	-4%	-3%	
PSI 20	12,7	1,5	4,3%	11,8%	-25%	0%	12%	-7%	-33%	47%	122%	15%	-10%	
CAC 40	14,7	2,0	2,9%	13,8%	14%	16%	9%	-2%	-38%	112%	74%	-12%	12%	
DAX	12,6	1,5	3,3%	12,2%	6%	15%	-3%	2%	-15%	63%	12%	2%	8%	
S&P 500	20,8	4,2	1,4%	20,4%	1%	11%	20%	0%	-11%	47%	9%	-1%	21%	
Dow Jones	18,3	4,4	2,0%	24,2%	-1%	12%	21%	-11%	-17%	56%	-3%	-2%	24%	
Nasdaq	27,6	7,6	0,7%	27,6%	8%	14%	17%	3%	13%	40%	2%	4%	31%	
Topix	15,2	1,4	2,2%	9,2%	9%	22%	3%	-8%	-10%	41%	8%	7%	10%	
Hang Seng	8,3	0,9	4,4%	11,0%	-4%	17%	8%	8%	-5%	15%	6%	7%	10%	
Bovespa	8,0	1,4	5,7%	17,2%	127%	59%	40%	-14%	-28%	217%	17%	-18%	5%	
Kospi	11,6	1,0	2,0%	8,6%	36%	36%	-1%	-42%	19%	117%	1%	-32%	59%	
MexBol	13,2	2,2	3,4%	16,4%	15%	30%	5%	4%	-35%	113%	9%	15%	1%	

Mercados de divisas

El mercado de divisas se ha mantenido muy estable durante la semana, con la volatilidad en mínimos de los últimos 20 meses. El escaso movimiento de los tipos de interés acompaña esta narrativa. Pese a una agenda cargada de datos económicos en la semana, que reflejan la resistencia del ciclo económico en EE.UU. y una moderación de la inflación más lenta de lo esperado, el mercado ha consolidado la expectativa de entre tres y cuatro recortes de la Fed este año. Con poco margen para incrementar las apuestas de bajadas en el corto plazo -no anticipamos señales de moderación significativas en marzo-, nuestro escenario central contempla la estabilidad del EURUSD en niveles de 1,08 hacia el cierre del 1T24.



Calendario de indicadores económicos y eventos

Semana del 4 de marzo al 8 de marzo

Día	Hora	Evento	País / Entidad	Periodo	Previsión	Real	Bancos centrales
L-4							Intervención Holzmann - BCE
		Subasta de letras (3, 6, 12 meses)	Tesoro de Francia				
		Subasta de letras (6, 7 meses)	Tesoro de Alemania				
M-5	01:30	PMI servicios	Japón	febrero (dato definitivo)	--		Intervención Bostic - Fed
	08:45	Producción industrial	Francia	enero	--		
	09:15	PMI servicios	España	febrero	--		
	09:45	PMI servicios	Italia	febrero	--		
	09:50	PMI servicios	Francia	febrero (dato definitivo)	--		
	09:55	PMI servicios	Alemania	febrero (dato definitivo)	48.23		
	10:00	PMI servicios	Área euro	febrero (dato definitivo)	--		
	10:00	PMI composite	Área euro	febrero (dato definitivo)	--		
	11:00	Precios de producción	Área euro	enero	--		
	15:45	PMI servicios	EEUU	febrero (dato definitivo)	51.40		
	16:00	Pedidos industriales	EEUU	enero	-2.30%		
	16:00	ISM servicios	EEUU	febrero	53.20		
	16:00	Pedidos de bienes duraderos	EEUU	enero (dato definitivo)	--		
		Subasta de letras (3, 6, 12 meses)	Tesoro de Francia				
		Subasta de letras (6, 12, 11, 5 meses)	Tesoro de Alemania				
M-6	08:00	Balanza comercial (desestacionalizada)	Alemania	enero	--		Comité de política monetaria - Banco de la Reserva de Australia
	11:00	Ventas minoristas	Área euro	enero	--		Intervención Mester - Fed
	14:15	ADP	EEUU	febrero	148.33k		Intervención Kashkari - Fed
	16:00	JOLTS	EEUU	enero	--		Intervención Collins - Fed
		Subasta de bonos (10, 5 años)	Tesoro de Italia				
		Subasta de bonos (2 años)	Tesoro de Alemania				
J-7	00:50	Balanza por cuenta corriente	Japón	diciembre	¥1184.63b		Intervención Harker - Fed
	14:30	Demandas iniciales de subsidio por desempleo	EEUU	feb-01	--		Intervención Kugler - Fed
		Subasta de bonos (10 años)	Tesoro de Alemania				Intervención Barkin - Fed
							Intervención Bowman - Fed
V-8	08:00	IPC	Alemania	enero (dato definitivo)	2.90%		Intervención Wunsch - BCE
	08:00	IPCA	Alemania	enero (dato definitivo)	3.10%		Intervención Lane - BCE
	10:00	Producción industrial	Italia	diciembre	--		Intervención Barkin - Fed
		Subasta de bonos	Tesoro de Francia				
		Subasta de bonos	Tesoro de España				

(T) = Tasa de crecimiento trimestral

(TA) = Tasa de crecimiento trimestral anualizada

(ia) = Tasa de crecimiento interanual

M = millones

* Sin especificación horaria