

Claves de la semana *(del 18 al 22 de marzo)*

Riesgo al alza para la convergencia de la inflación en EE.UU. al objetivo de la Fed. El FOMC no puede relajar su actual mensaje, y es posible que Powell mantenga reticencia a señalar la fecha de la primera rebaja.

Ajustamos previsiones para la senda de Fed Funds: de 200 a 150 pb de bajada de Fed Funds en 2024-25. Seguimos recomendando (i) mantener la elevación de duraciones decidida el 27 de febrero, pero (ii) de forma moderada, dado el mantenimiento del sesgo al alza en tipos.

Salvo sorpresa, el BoJ dará el pistoletazo de salida en marzo y, si no hay una comunicación impecable que establezca con precisión la senda e hitos de la salida, es lógico esperar que la incertidumbre genere más volatilidad en los activos financieros nipones.

La revisión del marco de actuación del BCE se ajusta al guion, sin afectar a los mercados.

Revisión al alza de nuestros niveles de *fair value* en los principales índices bursátiles, pero escaso recorrido frente al spot salvo mejora adicional en las perspectivas cíclicas.

Importante batería de datos en China la próxima semana, junto con el avance de los PMI en Europa.

- **Renta variable:** las bolsas resisten a los movimientos en tipos, aunque el Nasdaq comienza a ceder. Las empresas del S&P 500, poco preocupadas por la posibilidad de una recesión.
- **Renta fija:** el crédito corporativo, hasta ahora inmune al alza de tipos reales, comienza a deteriorarse. La persistencia de dudas sobre la evolución de la inflación hace que pensemos el nivel actual de 300-305 pb para el Itraxx Xover sea una resistencia o suelo en adelante.
- **Divisas:** apreciación global del USD apoyado por ampliación de diferenciales de tipos frente a EUR y JPY. La normalización del BoJ es un riesgo para este último cruce.

Performance YTD de los sectores del EuroStoxx

Variaciones desde...	11-mar.	31-dic.
Autos	1,58%	12,94%
Bancos	3,50%	11,54%
Rec. Nat.	-0,90%	-10,68%
Química	0,75%	2,71%
Construcc.	0,53%	5,33%
C.Cíclico	1,98%	8,43%
C.No cíclico	1,64%	11,63%
Energía	2,55%	0,90%
Serv. Fin.	-0,79%	3,26%
Alimentación	-1,16%	-2,16%
Industria	2,63%	11,86%
Seguros	2,24%	12,77%
Media	2,09%	11,77%
Salud	-0,78%	0,13%
Retail	11,82%	13,50%
Tech.	-1,96%	13,95%
Telecom.	-0,60%	1,48%
Utilities	0,06%	-8,23%
EuroStoxx 300	0,95%	7,28%

Mercados

El Banco de España ha mejorado su previsión de crecimiento para la economía española en 2024, elevándola a un 1,9% anual, debido a datos positivos del último trimestre de 2023 y revisiones estadísticas anteriores. También ha reducido su previsión de inflación media en seis décimas, situándola en un 2,7% anual. Se espera un crecimiento trimestral del 0,4% en el primer trimestre de 2024. Aunque se prevén riesgos relacionados con la geopolítica global y el endurecimiento de la política monetaria, el Banco de España considera que los riesgos están orientados a la baja para el crecimiento económico y equilibrados para la inflación.

En febrero, la inflación en España mostró una desaceleración moderada, con la tasa interanual disminuyendo seis décimas hasta el 2,8%, mientras que la subyacente bajó una décima hasta el 3,5%. La caída en los precios de la electricidad y los alimentos elaborados compensó parcialmente el aumento en el precio de los carburantes. Se espera un ligero repunte en el precio de la electricidad en marzo debido al retorno del IVA al 21%. La inflación de servicios se aceleró ligeramente en febrero, alcanzando el 3,9% interanual. Se espera que la inflación continúe moderándose durante el año, aunque el proceso será gradual y es probable que no se alcance el objetivo del 2% hasta 2025.

El sector exterior alemán muestra signos de mejora según los primeros datos de 2024 de la balanza por cuenta corriente. En enero, el superávit por cuenta corriente alcanzó los 29.200 millones de euros, la segunda mejor cifra histórica después de enero de 2021. Este avance se debe al mayor dinamismo de las economías de la zona euro, especialmente en los países periféricos y Francia, donde se espera un crecimiento del PIB superior al 1% trimestral en el primer trimestre de 2024. Sin embargo, la demanda de países no europeos, especialmente China, sigue siendo débil. Aunque esta noticia positiva contrasta con otros indicadores económicos, podría impulsar el crecimiento del primer trimestre en la economía teutona.

El Banco Central Europeo anunció esta semana cambios en su marco operativo para la implementación de la política monetaria. Las principales modificaciones incluyen la formalización del sistema "floor", la reducción del diferencial entre la Facilidad de Depósito (FD) y la tasa principal de refinanciación (MRO), y la garantía de los mecanismos de suministro de liquidez a la banca. No hubo cambios en el ratio de reservas mínimas ni en su remuneración y se espera la introducción de nuevas operaciones LTRO a largo plazo y una cartera de bonos estructural en el futuro. Estos cambios no sorprendieron al mercado y la reacción de las variables financieras fue mínima. El BCE planea revisar los parámetros clave del nuevo marco en 2026, con ajustes previos si fuera necesario.

En Estados Unidos, la inflación de febrero aumentó un 0,4% intermensual, con una tasa interanual del 3,2%. La subyacente sorprendió al alza, también en un 0,4%, situándose en el 3,8% interanual. Aunque la subida de los precios de la gasolina fue un factor importante, el aumento de la inflación subyacente refleja tensiones continuas, especialmente en los servicios. La persistencia de precios energéticos elevados podría afectar a la inflación subyacente, especialmente en los servicios de transporte. Estas tendencias podrían retrasar la convergencia con el objetivo del 2% de la Fed y reducir las expectativas de recortes de tasas. Señales como la disminución en los planes de compensación salarial indican un mercado laboral en proceso de moderación, lo que podría influir en el consumo a medio plazo. En general, estos datos respaldan el escenario de recortes de tasas de la Fed en junio, aunque existe un riesgo de que estos recortes sean menores de lo esperado. Los precios de producción (+0,6% intermensual) también muestran señales de persistencia en las presiones inflacionistas, lo que tensiona la curva de tipos, mientras que las ventas minoristas confirman una moderación en el consumo.

En cuanto a China, los indicadores económicos del primer trimestre de 2024 muestran una recuperación lenta del consumo doméstico, pero aún por debajo de los niveles previos a la pandemia de COVID-19. La crisis de confianza persiste, evidenciada por la caída de los precios inmobiliarios, presiones deflacionistas y un mercado de valores que se mantiene débil. Las medidas de control de capitales han ayudado a estabilizar temporalmente el mercado.

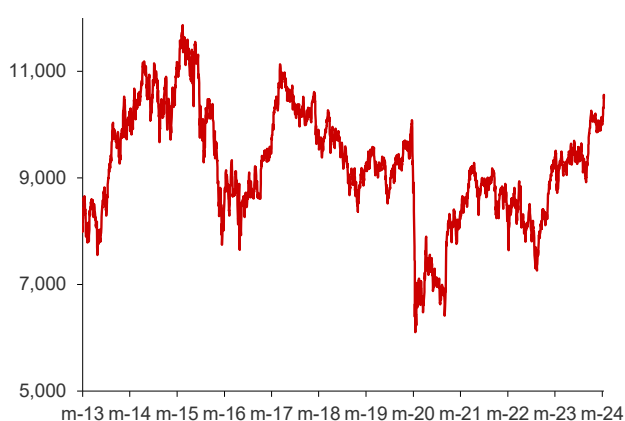
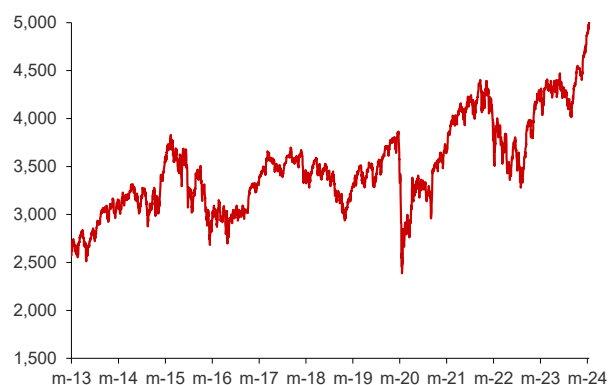
Renta variable

Esta semana se ha verificado una ligera revalorización de los índices de renta variable europeos (EuroStoxx +0,6%) y estadounidenses (S&P 500 +0,5% y Nasdaq +0,3%). Aunque el saldo es modesto, muestra cierta resiliencia de las bolsas al ajuste en la senda descontada para los *fed funds* tras la publicación de varios indicadores de precios en EE.UU.

Destaca el comportamiento del IBEX 35 (+1,8%) apoyado por la reacción del mercado a los resultados de Inditex. Los índices japoneses ceden en torno a un 2% ante la posibilidad de que el BoJ abandone su política de tipos de interés negativos. En mercados emergentes, saldo positivo en los índices de China, Taiwán y Brasil y negativo en India y Corea del Sur.

Principales índices bursátiles

15-mar	Índice	Último	Var.última	
			semana	% en el año
Europa				
España	IBEX	10491	1,8%	3,84%
Europa	EuroStoxx 50	4993	0,6%	10,43%
América				
EE.UU.				
	DOW	38906	0,5%	3,23%
	NASDAQ	19595	0,3%	7,62%
	SP500	5150	0,5%	7,98%
Argentina	MERVAL	1039095	3,7%	11,77%
México	MEXBOL	56059	2,0%	-2,31%
Brasil	BOVESPA	127690	0,5%	-4,84%
Asia				
Japón	NIKKEI	38807	-2,2%	15,97%

IBEX 35

Eurostoxx 50


Fuente: Macrobond

	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA			
					2018	2019	2020	TCAC 20-23
Autos	6,9	0,9	4,63%	12,45%	-13%	-23%	-76%	96%
Bancos	6,7	0,7	7,13%	10,53%	2%	-2%	-45%	35%
RR.NN	9,1	0,6	3,04%	6,65%	12%	-68%	-76%	114%
Química	19,8	1,9	3,13%	9,56%	3%	-20%	-19%	21%
Construcción	13,0	1,7	3,44%	13,38%	3%	17%	-34%	24%
Serv. Financieros	11,6	1,2	3,3%	9,93%	6%	10%	-17%	8%
Alimentación	17,9	1,7	2,42%	9,54%	1%	9%	-36%	17%
Salud	16,3	1,9	2,21%	11,48%	8%	7%	-1%	10%
Industria	17,7	2,8	2,39%	15,79%	6%	12%	-22%	14%
Seguros	9,9	1,5	5,41%	14,99%	9%	12%	-26%	19%
Media	21,7	3,8	2,25%	17,53%	-1%	23%	-18%	5%
Energía	8,0	1,1	5,23%	14,27%	26%	-12%	-74%	117%
C. No Cíclico	30,4	6,2	1,48%	20,4%	18%	10%	-31%	36%
Retail	22,7	5,9	3,7%	25,61%	2%	13%	-49%	43%
Tecnología	26,5	4,4	0,99%	16,64%	7%	9%	0%	20%
Telecom.	13,5	1,4	4,54%	10,15%	-11%	0%	18%	14%
C. Cíclico	10,2	1,9	3,34%	18,73%	-22%	-13%	-31%	36%
Utilities	11,7	1,5	5,64%	12,74%	-30%	77%	-21%	17%
EuroStoxx	13,5	2,1	3,1%	14,36%	3%	2%	-30%	28%

	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA								
					2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Euro Stoxx	13,6	1,7	3,3%	12,6%	0%	27%	3%	2%	-30%	74%	37%	-4%	13%
Ibex 35	10,9	1,3	4,8%	12,0%	46%	25%	-7%	2%	-62%	216%	74%	-4%	-3%
PSI 20	12,5	1,4	4,4%	11,4%	-25%	0%	12%	-7%	-33%	47%	122%	15%	-10%
CAC 40	15,0	2,1	2,9%	13,8%	14%	16%	9%	-2%	-38%	112%	74%	-12%	12%
DAX	12,7	1,6	3,2%	12,3%	6%	15%	-3%	2%	-15%	63%	12%	2%	8%
S&P 500	20,6	4,2	1,5%	20,3%	1%	11%	20%	0%	-11%	47%	9%	-1%	21%
Dow Jones	18,1	4,4	2,0%	24,2%	-1%	12%	21%	-11%	-17%	56%	-3%	-2%	26%
Nasdaq	26,8	7,3	0,7%	27,3%	8%	14%	17%	3%	13%	40%	2%	4%	31%
Topix	14,8	1,4	2,3%	9,3%	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	7,9	1,3	6,0%	16,9%	127%	59%	40%	-14%	-28%	217%	17%	-18%	5%
Kospi	11,6	1,0	2,0%	8,7%	36%	36%	-1%	-42%	19%	117%	1%	-32%	59%
MexBol	13,3	2,2	3,5%	16,4%	15%	30%	5%	4%	-35%	113%	9%	15%	1%

Mercados de divisas

El USD recupera terreno esta semana, impulsado por el pulso resiliente de los datos de inflación, con sorpresas al alza en los precios de producción y consumo. La consecuente venta de bonos del Tesoro añade soporte a los diferenciales de tipos de interés estadounidenses sobre el área euro (+15pb en los OIS 1Y1Y en la primera quincena de marzo), devolviendo al EURUSD al sur del 1,09. La señal de los datos de febrero consolida el riesgo de reacceleración económica y resistencia de la inflación a la baja, dejando pocas opciones a la Fed que mantener el tono *hawkish* en la reunión de la próxima semana. Si bien el mercado de divisas cotiza niveles muy reducidos de volatilidad, un entorno atractivo para el *carry trade* en divisas emergentes (ver [aquí](#)), el riesgo de una creciente volatilidad en los tipos USD se intensifica.

USD/EUR

GBP/EUR

JPY/EUR

CHF/EUR


Calendario de indicadores económicos y eventos

Semana del 18 de marzo al 22 de marzo

Día	Hora	Evento	País / Entidad	Periodo	Previsión	Real	Bancos centrales
L-18	03:00	Tasa de paro	China	febrero	5.14%	5,3%	
	10:00	Balanza comercial	España	enero	--		
	11:00	IPC	Área euro	febrero (dato definitivo)	--		
	11:00	IPC subyacente	Área euro	febrero (dato definitivo)	--		
	11:00	Balanza comercial (desestacionalizada)	Área euro	enero	--		
	15:00	NAHB	EEUU	marzo	47.80		
			Subasta de letras (12, 3, 6 meses)	Tesoro de Francia			
		Subasta de letras (6 meses)	Tesoro de Alemania				
M-19	05:30	Producción industrial	Japón	enero (dato definitivo)	--		Comité de política monetaria - Banco de la Reserva de Australia
	11:00	ZEW (expectativas)	Alemania	marzo	--		Intervención Guindos - BCE
	11:00	ZEW (expectativas)	Área euro	marzo	--		Comité de política monetaria - BoJ
	13:30	Permisos de construcción	EEUU	febrero	1.90%		
			Subasta de bonos (3, 29 años)	Tesoro de Alemania			
M-20	08:00	Precios de producción	Alemania	febrero	--		Intervención Lagarde - BCE
	08:00	IPC	Reino Unido	febrero	--		Intervención Lane - BCE
	08:00	IPC subyacente	Reino Unido	febrero	--		Intervención De - BCE
	10:00	Producción industrial	Italia	enero	--		Intervención Schnabel - BCE
	16:00	Confianza del consumidor	Área euro	marzo (dato preliminar)	--		Intervención Holzmann - BCE
			Subasta de bonos (15, 22, 14 años)	Tesoro de Alemania			FOMC
J-21	00:50	Balanza comercial	Japón	febrero	-¥423.35b		Comité de política monetaria - BoE
	01:30	PMI manufacturero	Japón	marzo (dato preliminar)	--		
	01:30	PMI servicios	Japón	marzo (dato preliminar)	--		
	09:15	PMI manufacturero	Francia	marzo (dato preliminar)	--		
	09:15	PMI servicios	Francia	marzo (dato preliminar)	--		
	09:30	PMI manufacturero	Alemania	marzo (dato preliminar)	--		
	09:30	PMI servicios	Alemania	marzo (dato preliminar)	--		
	10:00	PMI manufacturero	Área euro	marzo (dato preliminar)	--		
	10:00	PMI servicios	Área euro	marzo (dato preliminar)	--		
	10:00	PMI composite	Área euro	marzo (dato preliminar)	--		
	10:00	Balanza por cuenta corriente	Área euro	enero	--		
	10:30	Balanza por cuenta corriente	Italia	enero	--		
	13:30	Balanza por cuenta corriente	EEUU	4T-2023	-\$206.63b		
	13:30	Índice manufacturero (Fed Philadelphia)	EEUU	marzo	-2.20		
	13:30	Demandas iniciales de subsidio por desempleo	EEUU	mar-01	--		
	14:45	PMI manufacturero	EEUU	marzo (dato preliminar)	--		
	14:45	PMI servicios	EEUU	marzo (dato preliminar)	--		
15:00	Venta de viviendas existentes	EEUU	febrero	-1.79%			
		Subasta de bonos (2 años)	Tesoro de Italia				
V-22	00:30	IPC	Japón	febrero	2.90%		Intervención Nagel - BCE
	01:01	Confianza del consumidor (GfK)	Reino Unido	marzo	--		Intervención Holzmann - BCE
	10:00	IFO (expectativas)	Alemania	marzo	--		Intervención Lane - BCE
		Subasta de letras (6 meses)	Tesoro de Italia			Intervención Bostic - Fed	

(T) = Tasa de crecimiento trimestral

(TA) = Tasa de crecimiento trimestral anualizada

(ia) = Tasa de crecimiento interanual

M = millones

* Sin especificación horaria