

Claves de la semana *(del 29 de abril al 3 de mayo)*

El mejor que esperado dato de deflactor del consumo privado en EE.UU. para marzo, publicado a mediodía del viernes, rompe con varias sesiones de alzas en las curvas de tipos y, junto con la “tranquilidad” en la escena geopolítica y una campaña de resultados positiva a grandes rasgos, permite la vuelta del sentimiento positivo, favorable a bolsas y diferenciales corporativos.

Nuestra expectativa para el FOMC de la próxima semana es que la Fed confirme la necesidad de desplazar en el tiempo la decisión de bajar tipos. Mantener los tipos en nivel restrictivo y no reducirlos hasta que, o haya un debilitamiento evidente de la actividad económica, o se cuente con evidencias claras de que la inflación retoma senda de convergencia hacia el objetivo, nos parece la opción que puede generar mayor consenso.

Powell tendrá que emitir un mensaje muy duro para que la presión en las curvas de tipos supere la actual. Y si los datos no sorprenden al alza, más razones para que las curvas se estabilicen, al menos en los tramos cortos-medios. Creemos que es probable que las próximas sesiones estén dominadas por la continuidad de la estabilización de los mercados.

- **Renta variable:** las bolsas resisten a tipos en máximos del año, pero los tipos “*high for longer*” seguirá presionando a las estimaciones de crecimiento de BPA para 2025.
- **Renta fija:** la posible inclusión en principales índices de la deuda de la UE, su diferencial frente a la deuda francesa puede seguir cediendo.
- **Divisas:** la persistencia en la brecha de tipos justifica nuestra revisión a la baja de previsiones para el EURUSD. La intervención del BoJ (157 yenes por dólar), cada vez más probable.

Performance YTD de los sectores del EuroStoxx

Variaciones desde...	26-abr.	31-dic.
Autos	0,46%	12,40%
Bancos	2,54%	22,20%
Rec. Nat.	0,37%	-4,69%
Química	-2,63%	-0,78%
Construcc.	1,05%	4,17%
C.Cíclico	1,08%	7,26%
C.No cíclico	-0,03%	6,45%
Energía	0,60%	9,18%
Serv. Fin.	-1,21%	3,64%
Alimentación	-0,53%	-1,62%
Industria	0,83%	10,76%
Seguros	-0,81%	11,10%
Media	1,56%	13,29%
Salud	1,60%	0,44%
Retail	0,89%	16,54%
Tech.	5,27%	14,45%
Telecom.	0,14%	2,47%
Utilities	0,56%	-6,19%
EuroStoxx 300	1,24%	8,29%

Mercados

El crecimiento del primer trimestre de 2024 en Estados Unidos mostró una desaceleración mayor de lo esperado, pero la demanda doméstica se mantuvo sólida y las presiones inflacionarias continúan al alza. El crecimiento del PIB fue del 0,4% trimestral, por debajo de las expectativas de 0,6-0,8%. Sin embargo, excluyendo los efectos negativos del sector exterior y los inventarios, la demanda doméstica creció alrededor del 3% interanual. El deflactor del consumo subyacente sugiere una aceleración en la inflación, alcanzando un 0,5% mensual en marzo y un 2,9% interanual, lo que dificulta la convergencia hacia el objetivo de la Reserva Federal. El mercado reaccionó al alza de los tipos de interés, reflejando la solidez del crecimiento y las crecientes presiones inflacionarias.

La presidenta del BCE, Christine Lagarde, ha afirmado esta semana que el BCE se guía por los datos económicos y no por las decisiones de la Fed, lo que sugiere que, a menos que haya sorpresas en los datos de inflación de abril y mayo, el BCE comenzará a reducir las tasas en su reunión del 6 de junio. No se ven razones significativas para considerar un problema mayor en una divergencia temporal entre las tasas de intervención de la Fed y el BCE. Aunque la divergencia en los tipos de interés ha llevado al EURUSD a la parte baja de su rango de cotización en los últimos meses, la depreciación del euro frente al dólar en 2024 es del -3,7%, mientras que su depreciación efectiva es solo del 0,1% debido al tipo de cambio efectivo nominal del euro en relación con otras 41 monedas. En los últimos 12 meses, el euro ha mostrado una apreciación del 2,0% en términos del tipo de cambio efectivo nominal, mientras que ha depreciado un 2,9% frente al dólar.

En abril, la actividad en la zona euro alcanzó su nivel más alto en casi un año debido al crecimiento en el sector de servicios, aunque las manufacturas se debilitaron. En Alemania, las manufacturas se deterioraron nuevamente, pero los servicios crecieron, contribuyendo al aumento general de la actividad. En EE.UU., los PMI decepcionaron, lo que llevó a una caída de los tipos de interés en aproximadamente 7 puntos básicos. El PMI manufacturero bajó a 49,9, mientras que el de servicios cayó a 50,9. Aunque este es el primer dato negativo en meses para la actividad manufacturera, no indica necesariamente que el ciclo de recuperación de este sector haya terminado. Es posible que el retraso en las reducciones de tasas de interés y el alto volumen de inventarios hayan contribuido a este pequeño tropiezo. Sin embargo, las señales adelantadas en EE.UU. (regionales, órdenes, inventarios) siguen siendo alentadoras y sugieren que la recuperación de la industria manufacturera continúa. No obstante, esta recuperación se está produciendo a diferentes velocidades: lenta en la zona euro, más rápida en EE.UU. y con más fuerza en Asia.

La confianza empresarial en Alemania sigue sorprendiendo positivamente, registrando tres meses consecutivos de aumento. El índice de confianza empresarial (IFO) aumentó en abril a 89,4 (+1,5 puntos respecto a marzo y medio punto más de lo esperado). Tanto la valoración de la situación actual como las expectativas mejoraron, indicando un comienzo sólido del segundo trimestre y sugiriendo un crecimiento económico robusto en el próximo trimestre.

La economía china enfrenta problemas, incluyendo el sector inmobiliario y presiones deflacionistas, lo que podría justificar una devaluación del yuan. Sin embargo, una depreciación brusca podría generar inestabilidad financiera y represalias comerciales. Aunque China se beneficiaría de un yuan más débil para impulsar las exportaciones en un entorno comercial difícil, es poco probable que busque una devaluación abrupta debido al riesgo de inestabilidad. Se espera una depreciación gradual del yuan hasta los 7,30 para finales de 2024, y es improbable que se recupere en 2025 debido a la débil dinámica económica interna.

Renta variable

Semana positiva en renta variable. A pesar de la decepción en el dato de PIB de EE.UU. y de la subida de las TIR, las bolsas se han recuperado de las cesiones de la semana anterior. Tres de las cuatro *big tech* que publicaron resultados han verificado una reacción de mercado positiva (Alphabet, Tesla y Microsoft). La excepción fue Meta. En Europa los resultados empresariales están siendo mixtos, pero el volumen reportado aún es bajo.

El JPY se sigue depreciando y la renta variable japonesa lo capitaliza con un saldo semanal del TOPIX de +2,3%. En mercados emergentes destaca la evolución de los índices chinos (MSCI China +8% y Hang Seng Tech +13%), que se recuperan de los mínimos del año a pesar de la ausencia de señales de mejora en términos macroeconómicos en el país.

Principales índices bursátiles

26-abr	Índice	Último	Var.última semana	% en el año
Europa				
España	IBEX	11155	4,0%	10,42%
Europa	EuroStoxx 50	5007	1,8%	10,73%
América				
EE.UU.	DOW	38240	0,7%	1,46%
	NASDAQ	19360	4,2%	6,32%
	SP500	5100	2,7%	6,92%
Argentina	MERVAL	1279459	7,6%	37,62%
México	MEXBOL	57834	3,5%	0,78%
Brasil	BOVESPA	126526	1,1%	-5,71%
Asia				
Japón	NIKKEI	37935	2,3%	13,36%

Fuente: Reuters y elaboración propia

(1) Calculado desde enero de 1999, con datos diarios, en log.

IBEX 35



Eurostoxx 50



Fuente: Factset

	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA			
					2018	2019	2020	TCAC 20-23
Autos	6,8	0,9	4,78%	12,62%	-13%	-23%	-76%	96%
Bancos	7,2	0,8	6,64%	10,67%	2%	-2%	-45%	35%
RR.NN	9,7	0,6	2,95%	6,5%	12%	-68%	-76%	114%
Química	18,7	1,9	3,21%	9,82%	3%	-20%	-19%	21%
Construcción	12,6	1,7	3,55%	13,44%	3%	17%	-34%	24%
Serv. Financieros	11,5	1,2	3,27%	10,47%	6%	10%	-17%	8%
Alimentación	18,0	1,7	2,33%	9,46%	1%	9%	-36%	17%
Salud	15,8	1,9	2,23%	11,58%	8%	7%	-1%	10%
Industria	17,4	2,7	2,45%	15,69%	6%	12%	-22%	14%
Seguros	9,6	1,4	5,59%	14,87%	9%	12%	-26%	19%
Media	21,3	3,7	2,27%	17,57%	-1%	23%	-18%	5%
Energía	8,4	1,2	5,02%	14,39%	26%	-12%	-74%	117%
C. No Cíclico	29,3	5,9	1,53%	20,03%	18%	10%	-31%	36%
Retail	22,8	5,9	3,75%	25,97%	2%	13%	-49%	43%
Tecnología	26,3	4,4	0,99%	16,95%	7%	9%	0%	20%
Telecom.	13,4	1,4	4,54%	10,15%	-11%	0%	18%	14%
C. Cíclico	10,1	1,9	3,45%	18,67%	-22%	-13%	-31%	36%
Utilities	11,9	1,5	5,51%	12,52%	-30%	77%	-21%	17%

	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA									
					2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Euro Stoxx	13,5	1,7	3,3%	12,7%	0%	27%	3%	2%	-30%	74%	37%	-4%	13%	
Ibex 35	11,2	1,3	4,6%	12,0%	46%	25%	-7%	2%	-62%	216%	74%	-4%	-3%	
PSI 20	13,1	1,5	4,1%	11,4%	-25%	0%	12%	-7%	-33%	47%	122%	15%	-10%	
CAC 40	14,8	2,0	2,9%	13,8%	14%	16%	9%	-2%	-38%	112%	75%	-12%	12%	
DAX	12,5	1,5	3,2%	12,4%	6%	15%	-3%	2%	-15%	63%	12%	2%	8%	
S&P 500	20,2	4,2	1,5%	20,6%	1%	11%	20%	0%	-11%	47%	9%	-1%	21%	
Dow Jones	17,7	4,3	2,0%	24,3%	-1%	12%	21%	-11%	-17%	56%	-3%	-2%	26%	
Nasdaq	26,4	7,2	0,7%	27,5%	8%	14%	17%	3%	13%	40%	2%	4%	31%	
Topix	14,7	1,4	2,3%	9,3%	9%	22%	3%	-8%	-10%	41%	8%	7%	10%	
Hang Seng	8,8	1,0	4,3%	10,8%	-4%	17%	8%	8%	-5%	15%	6%	7%	10%	
Bovespa	7,8	1,3	6,1%	16,9%	127%	59%	40%	-14%	-28%	217%	17%	-18%	5%	
Kospi	10,9	1,0	2,0%	9,0%	36%	36%	-1%	-42%	19%	117%	1%	-32%	59%	
MexBol	13,3	2,2	3,6%	16,6%	15%	30%	5%	4%	-35%	113%	7%	15%	1%	

Fuente: Factset. PER trailing últimos 12 meses.

Mercados de divisas

El USD corrige esta semana algo del recorrido alcista frente al EUR, pese a la señal de tensionamiento de los precios del deflactor del consumo en EE.UU. La sobreacción a la moderación del crecimiento del PIB en el 1T revela la mayor sensibilidad del mercado a los datos negativos de EE.UU. dado el elevado nivel de los tipos actuales. En todo caso, el USD continúa castigando a las divisas emergentes y, en particular, a las asiáticas, con el JPY superando cotas de 156 unidades por USD. En este entorno, crece la expectativa de una inminente intervención por parte del BoJ, especialmente tras el comunicado dovish de política monetaria y los débiles datos de inflación de Tokio en abril (un indicador adelantado de la inflación nacional). El hecho de que el BoJ no haya intervenido aún en estos umbrales señala que la intensidad del movimiento está siendo algo menos preocupante que en 2022, cuando el BoJ vendió un total de 63 mil millones de USD. En todo caso, el comunicado conjunto de Japón y Corea con el Tesoro de EE.UU. da vía libre a una intervención sustancial en caso necesario. Si bien creemos que una intervención podría ser efectiva para limitar la caída del yen a corto plazo (la volatilidad implícita de los risk reversals a favor de la venta de opciones USDJPY a un mes se ha incrementado), una recuperación sostenida de la divisa dependerá de la hoja de ruta de los tipos de la Fed.

USD/EUR

GBP/EUR

JPY/EUR

CHF/EUR


Calendario de indicadores económicos y eventos

Día	Hora	Evento	País / Entidad	Periodo	Previsión	Real	Bancos centrales	
L-29	09:00	IPC	España	abril (dato preliminar)	--			
	09:00	IPCA	España	abril (dato preliminar)	--			
	09:00	IPC subyacente	España	abril (dato preliminar)	--			
	11:00	Confianza del consumidor	Área euro	abril (dato definitivo)	--			
	14:00	IPC	Alemania	abril (dato preliminar)	--			
	14:00	IPCA	Alemania	abril (dato preliminar)	--			
	16:30	Índice manufacturero (Fed Dallas)	EEUU	abril	--			
			Subasta de letras (12, 3, 6 meses)	Tesoro de Francia				
		Subasta de letras (6 meses)	Tesoro de Alemania					
M-30	01:30	Tasa de paro	Japón	marzo	2.55%			
	01:50	Ventas minoristas	Japón	marzo	--			
	01:50	Producción industrial	Japón	marzo (dato preliminar)	2.92%			
	03:30	PMI manufacturero	China	abril	--			
	03:45	Caixin PMI manufacturero	China	abril	--			
	07:30	PIB	Francia	1T-2024 (dato preliminar)	--			
	08:45	IPCA	Francia	abril (dato preliminar)	--			
	08:45	IPC	Francia	abril (dato preliminar)	--			
	08:45	Precios de producción	Francia	marzo	--			
	09:00	PIB	España	1T-2024 (dato preliminar)	--			
	10:00	PIB	Alemania	1T-2024 (dato preliminar)	--			
	10:00	Balanza por cuenta corriente	España	febrero	--			
	11:00	IPC	Área euro	abril	--			
	11:00	IPC subyacente	Área euro	abril (dato preliminar)	--			
	11:00	PIB	Área euro	1T-2023 (dato preliminar)	--			
	11:00	IPCA	Italia	abril (dato preliminar)	--			
	15:00	FHFA	EEUU	febrero	--			
	16:00	confianza del consumidor (Conf. Board)	EEUU	abril	104.11			
		Subasta de bonos (3, 29 años)	Tesoro de Alemania					
M-1	02:30	PMI manufacturero	Japón	abril (dato definitivo)	--			
	14:15	ADP	EEUU	abril	187.20k			
	15:45	PMI manufacturero	EEUU	abril (dato definitivo)	--			
	16:00	JOLTS	EEUU	marzo	--			
	16:00	ISM manufacturero	EEUU	abril	50.04			
J-2	*	Ventas minoristas	Alemania	marzo	1.10%		FOMC	
	07:00	Confianza del consumidor	Japón	abril	--			
	09:15	PMI manufacturero	España	abril	--			
	09:45	PMI manufacturero	Italia	abril	--			
	09:50	PMI manufacturero	Francia	abril (dato definitivo)	--			
	09:55	PMI manufacturero	Alemania	abril (dato definitivo)	--			
	10:00	PMI manufacturero	Área euro	abril (dato definitivo)	--			
	10:00	Precios de producción	Italia	marzo	--			
	14:30	Balanza comercial	EEUU	marzo	-\$68.06b			
	14:30	Demandas iniciales de subsidio por desempleo	EEUU	Apr 27	--			
	16:00	Pedidos industriales	EEUU	marzo	1.63%			
	16:00	Pedidos de bienes duraderos	EEUU	marzo (dato definitivo)	--			
			Subasta de bonos (15, 22, 14 años)	Tesoro de Alemania				
	V-3	08:45	Producción industrial	Francia	marzo	--		Intervención Powell - FED
10:00		Tasa de paro	Italia	marzo	--			
11:00		Tasa de paro	Área euro	marzo	--			
14:30		Creación de empleo	EEUU	abril	234.00k			
14:30		Tasa de paro	EEUU	abril	3.81%			
15:45		PMI servicios	EEUU	abril (dato definitivo)	--			
16:00		ISM servicios	EEUU	abril	52.19			
		Subasta de bonos (2 años)	Tesoro de Italia					

(T) = Tasa de crecimiento trimestral

(TA) = Tasa de crecimiento trimestral anualizada

(ia) = Tasa de crecimiento interanual

M = millones

* Sin especificación horaria